

贵州茅台 (600519)

——看似平淡实则精彩，维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入

维持

市场数据： 2014年08月28日

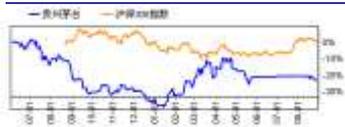
收盘价(元)	156.02
一年内最高/最低(元)	179.6/118.01
上证指数/深证成指	2196/7744
市净率	3.9
息率(分红/股价)	2.80
流通A股市值(百万元)	178175

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年06月30日

每股净资产(元)	39.65
资产负债率%	15.56
总股本/流通A股(百万)	1142/1142
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贵州茅台(600519)调研报告：有压力但不悲观，民间消费接力特征显现，维持“买入”》 2014/05/20

《贵州茅台一季报点评：一季度业绩略低于预期，白酒最安全品种，维持买入》 2014/04/25

证券分析师

邓敬东 A0230513030002
dengjd@swsresearch.com

联系人

姚彦君
(8621)23297818x7455
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

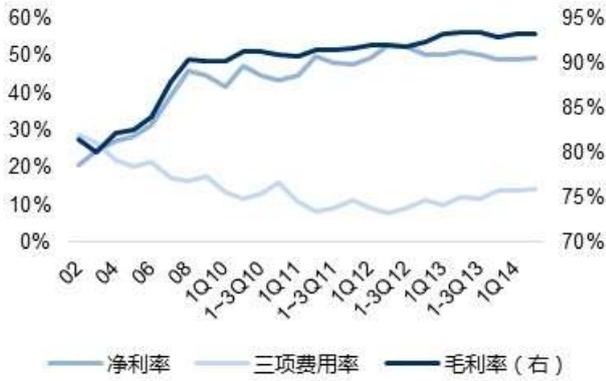
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	30,922	17	15,137	14	14.58	92.9	35.5	11	5
2014H1	14,322	1	7,230	0	6.33	93.1	16.0	-	-
2014E	32,114	3.4	15,807	4.2	13.84	93.5	29.3	11	7.3
2015E	34,427	7.2	16,973	7.4	14.86	93.5	25.7	11	6.7
2016E	37,255	8.2	18,363	8.2	16.08	93.5	23.1	10	6.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

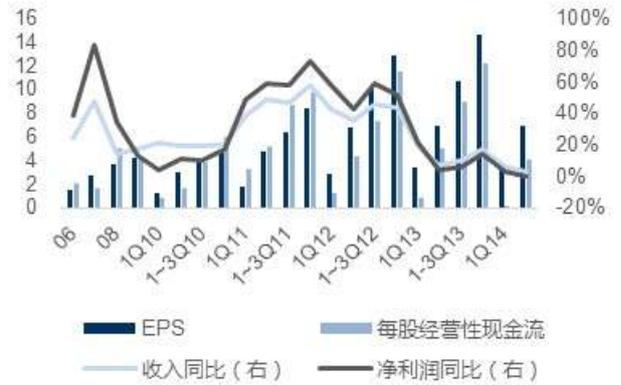
- **上半年每股收益 6.33 元，业绩符合预期。** 2014 年上半年公司实现营业收入 143.22 亿元，同比增长 1.4%，实现营业成本 9.88 亿元，同比增长 5.9%，实现归属母公司净利润为 72.3 亿元，同比基本持平，每股收益为 6.33 元。业绩符合我们预期。
- **投资评级与估值：维持盈利预测与评级。** 我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 13.84 元、14.86 元与 16.08 元，对应目前股份 PE 分别为 11 倍、10.5 倍、9.7 倍，维持买入评级。
- **关键假设点：** 预计普通飞天茅台增长，年份酒、系列酒不同程度下滑
- **有别于大众的认识：** 我们认为茅台半年报看似平淡，但仔细研究后发现真实情况比表面要好：1) 上半年实际收入增速不低，二季度业绩增速下来的主要原因是 2013 年上半年集中释放预收款。2013 年上半年预收款下降 42.56 亿，今年上半年仅下降 25 亿左右。把预收款影响剔除后，上半年收入实际增长 19%。从现金流量表来看，上半年销售商品收到现金同比增长 18%；2) 从产品来看，收入增长主要来自茅台酒，同比增长 2.72%，系列酒下滑 23%。从渠道结构来看，今年经销商销量明显增长，我们认为主要是把原来计划外的额度转移至经销商，维持总量略有增长的判断；3) 从经销商调研跟踪情况来看，尽管目前茅台价格稳定在 850-880 的区间，并没有提升。但我们认为在行业调整期，经销商信心较弱，旺季最好的策略是先走量再涨价，因此核心观察指标是“量”而非“价”。目前茅台终端动销情况良好，整体社会库存较低，部分经销商已完成全年额度，有望以 999 价格去申请新的额度。我们预计茅台全年业绩保持正增长问题不大。4) 建议关注两个变化：一是由于茅台开票发货速度加快，预收款回落属于正常；二是茅台降价后，大众消费需求起来的趋势比较明显，茅台的需求结构更加健康。
- **股价表现的催化剂：** 一批价、经销商申请新额度进度
- **核心假设风险：** 宏观经济进一步疲软

图 1：贵州茅台毛利率同比上升



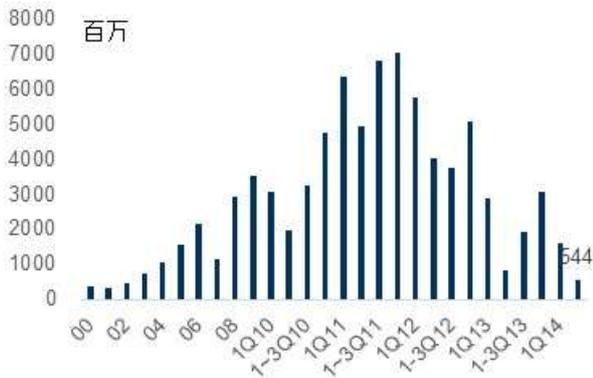
资料来源：申万研究，公司报告

图 2：贵州茅台每股经营现金流和 EPS 走势



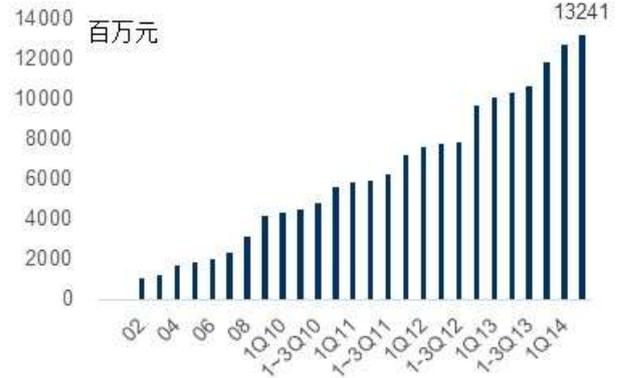
资料来源：申万研究，公司报告

图 3：贵州茅台预收账款环比回落



资料来源：申万研究，公司报告

图 4：贵州茅台存货走势



资料来源：申万研究，公司报告

表 1：贵州茅台盈利预测表

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	18,402	26,455	31,071	32,114	34,427	37,255
二、营业总成本	6,070	7,628	9,282	9,648	10,361	11,222
其中：营业成本	1,551	2,044	2,194	2,095	2,252	2,440
营业税金及附加	2,477	2,573	2,791	2,884	3,092	3,346
销售费用	720	1,225	1,858	2,248	2,238	2,422
管理费用	1,674	2,204	2,835	3,051	3,271	3,539
财务费用	(351)	(421)	(429)	(630)	(493)	(525)
资产减值损失	(3)	3	(2)	(1)	0	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	0	0	0
三、营业利润	12,336	18,831	21,792	22,466	24,067	26,033
加：营业外收入	7	7	33	1	1	1
减：营业外支出	9	137	392	100	50	50
四、利润总额	12,335	18,700	21,432	22,367	24,018	25,984
减：所得税	3,084	4,692	5,467	5,697	6,118	6,619
五、净利润	9,250	14,008	15,965	16,670	17,900	19,366
少数股东损益	487	700	828	863	927	1,002
归属于母公司所有者的净利润	8,763	13,308	15,137	15,807	16,973	18,363
六、基本每股收益	8.44	12.82	14.58	13.84	14.86	16.08
全面摊薄每股收益	7.67	11.65	13.25	13.84	14.86	16.08

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。