

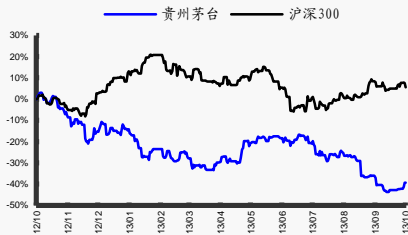
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

放开经销权业绩有改善，但未来增速会趋缓

——贵州茅台（600519）季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
贵州茅台	-5.1	-22.8	-41.1
沪深300	-2.7	5.1	3.8

市场数据 2013/10/16

当前价格(元)	144.24
52周价格区间(元)	133.02-254.96
总市值(百万)	149747.08
流通市值(百万)	149747.08
总股本(万股)	103818.00
流通股(万股)	103818.00
日均成交额(百万)	796.64
近一月换手(%)	9.48

相关报告

1、国海证券 * 公司研究 * 贵州茅台（600519）2013年中报点评 * 业绩低于市场预期，符合此前的判断（中性）* 食品饮料行业 * 余春生；

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

■ 事件：

10月15日晚，贵州茅台（600519）公布三季报业绩，2013年前三季度收入220.02亿元，同比增长10.39%，归属上市公司股东净利润为110.70亿元，同比增长6.24%。三季度单季度收入78.65亿元，同比增长17.97%，单季度净利润38.22亿元，同比增长11.62%。基本每股收益10.66元，同比增长6.18%。

■ 点评：

三季报预收账款多出11.07亿元。考虑预收账款剩余调节，实际前三季度收入增长15.95%，三季度单季度收入增长34.57%，但三季度收入增长主要与新开发经销商3000吨有关。公司要完成全年20%的收入增长任务，压力仍然很重，而四季度开始公司业绩已没有提价贡献，完成全年任务的难度依然很大。

公司业绩主要受年份酒滞销影响。从市场经销商调研情况看，“飞天”茅台市场动销较好，很多经销商已完成今年指标。而目前年份酒滞销，过去年份酒销量占总销量比大约为3-5%，但销售额占比大约15%-20%。这部分缺口需要大量飞天茅台的销售来弥补，这是目前厂家压力的一个重要原因。

调高公司评级为“增持”。整体看市场形势进一步恶化的可能性小，我们判断茅台未来的业绩增速预计在10%-15%。预测2013/14/15年EPS分别为13.85/15.77/17.97元，对于当前股价PE分别为10.42/9.15/8.02，调高公司评级为“增持”。

风险提示：政府三公消费控制更为严厉，高端白酒消费环境更为恶化。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	26455	28572	31429	35515
增长率(%)	44%	8%	10%	13%
净利润(百万元)	13308	14378	16374	18661
增长率(%)	52%	8%	14%	14%
摊薄每股收益(元)	12.82	13.85	15.77	17.97
ROE(%)	37.54%	35.48%	34.75%	33.03%

1、贵州茅台盈利预测

证券代码: 600519.SH		股票价格: 144.24		投资评级: 增持		日期: 2013/10/16			
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	38%	35%	35%	33%	EPS	12.82	13.85	15.77	17.97
毛利率	92%	93%	93%	93%	BVPS	32.89	37.05	42.57	50.66
期间费率	21%	34%	30%	30%	估值				
销售净利率	50%	50%	52%	53%	P/E	11.25	10.42	9.15	8.02
成长能力					P/B	4.39	3.89	3.39	2.85
收入增长率	44%	8%	10%	13%	P/S	5.66	5.24	4.76	4.22
利润增长率	52%	8%	14%	14%					
营运能力					利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	0.59	0.57	0.54	0.52	营业收入	26455	28572	31429	35515
应收账款周转率	73.51	73.51	73.51	73.51	营业成本	2044	1943	2121	2326
存货周转率	0.21	0.21	0.21	0.21	营业税金及附加	2573	2778	3056	3454
偿债能力					销售费用	1225	1536	1679	1882
资产负债率	21%	20%	19%	17%	管理费用	2204	2257	2443	2730
流动比	3.80	4.27	4.61	5.18	财务费用	(421)	(114)	(847)	(1068)
速动比	2.79	3.35	3.69	4.25	其他费用/(-收入)	0	0	0	0
					营业利润	18831	20171	22977	26190
资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业外净收支	(130)	32	32	32
现金及现金等价物	22062	28252	35264	44466	利润总额	18700	20203	23009	26222
应收款项	360	389	428	483	所得税费用	4692	5069	5773	6579
存货净额	9666	9186	10030	10999	净利润	14008	15134	17236	19643
其他流动资产	4137	4468	4915	5554	少数股东损益	700	757	862	982
流动资产合计	36225	42295	50638	61502	归属于母公司净利润	13308	14378	16374	18661
固定资产	6807	6177	5609	5098					
在建工程	393	393	393	393	现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
无形资产及其他	863	863	776	690	经营活动现金流	11921	17168	18568	20489
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	14008	15134	17236	19643
资产总计	44998	50437	58126	68394	少数股东权益	700	757	862	982
短期借款	0	(21)	(21)	(21)	折旧摊销	431	767	704	639
应付款项	345	328	875	976	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	5091	5499	6049	6835	营运资金变动	(3218)	510	(234)	(775)
其他流动负债	4090	4090	4090	4090	投资活动现金流	(4199)	631	568	511
流动负债合计	9526	9896	10992	11880	资本支出	(1523)	631	568	511
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	其他	(2677)	0	0	0
长期负债合计	18	18	18	18	筹资活动现金流	(1532)	(10085)	(10643)	(10263)
负债合计	9544	9913	11010	11898	债务融资	0	(21)	0	0
股本	1038	1038	1038	1038	权益融资	392	0	0	0
股东权益	35454	40524	47117	56496	其它	(1924)	(10064)	(10643)	(10263)
负债和股东权益总计	44998	50437	58126	68394	现金净增加额	6190	7713	8492	10736

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
梁铮	010-88756833-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白丹	010-88576898-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号4楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
刘云志	021-68591565	13918449204	liuyz01@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5513761	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhaoj04@ghzq.com.cn
李慧	0755-83704850	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn