



买入 **27% ↑**
目标价格: 人民币 172.00

原评级: 谨慎买入 原目标价格: 人民币 200.00

600519.CH

价格: 人民币 135.50

目标价格基础: 11倍14年市盈率

板块评级: 持有

本报告要点

- 旺季热销, 社会库存紧张

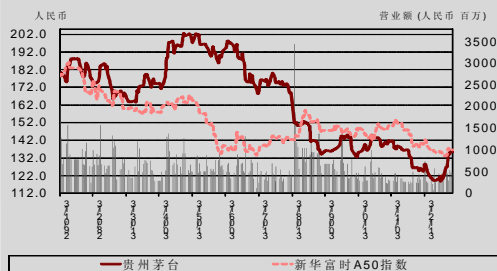
我们的观点有何不同?

- 三公消费退出对2014年公司销售影响减弱
- 公司长期投资逻辑正在重建, 成为社会高端消费优选, 大众消费品属性增强, 估值将发生变化
- 公司转型将继续加大系列酒的占位

主要催化剂/事件

- 1季报财务指标超预期
- 节后一批价仍然企稳

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.6	7.0	(5.7)	(30.9)
相对新华富时A50指数	9.6	9.3	0.4	(10.3)

发行股数(百万)	1,038.18
流通股(%)	35.34
流通股市值(人民币百万)	65,487.37
3个月日均交易额(人民币百万)	387
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂	61.81

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年1月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

贵州茅台

旺季紧俏昭示中长期投资逻辑重建

目前多地传出贵州茅台酒和五粮液需求旺盛, 货源紧张的信息, 综合分析, 我们认为这反映了多方面的信息, 值得重点关注。2013年1-12月份, 集团收入约402亿元(含税), 同比增长13.77%, 利润总额同比增长12.75%, 集团表示2014年目标增长12.5%, 收入目标超450亿元。从数据层面看, 2013年上半年集团销售收入同比微幅增长, 股份公司销售收入同比增长6.58%; 下半年集团收入增速明显加快, 1-11月份集团销售收入近348亿元, 同比增长7.31%, 股份公司1-9月份销售收入增速较上半年也加快到10.39% (包含开放经销权影响), 由此推算, 第4季度尤其12月份, 集团和股份公司收入增速已经进一步加快。我们认为, 2012年春节以来, 贵州茅台酒的价格经过快速下跌和低位整固, 已经进入强支撑区间, 在缺乏强有力的限价措施后, 这支撑力主要来自自己已经高度成长的社会高端消费, 这将成为未来贵州茅台主要增长逻辑, 也成为支撑公司估值的重要因素。我们给出公司2014-15年持续增长的盈利预测, 每股收益分别为15.62元和17.92元, 以2014年11倍市盈率估值, 给予172.00元目标价, 上调评级至买入。

支撑评级的要点

- 市场旺销反映多方面信息, 值得深度分析, 总体而言, 积极面更大。
- 经过近2年的去库存, 渠道库存相应紧张; 厂商关系开始变化, 经销商打款自主性更强, 未来经销商库存管理更加主动, 有利于客观评估企业运营水平。
- 经销商对社会需求存在低估, 尤其是节庆刚性消费, 导致经销商备货不足。社会高端消费能力超预期, 未来企业和经销商的营销导向都将相应作出调整, 以适应“三公消费”持续收紧和社会消费不断提高和增长。
- “三公消费”限制未见放松, “三公消费”退出对高端白酒影响在2014年将更加微弱。高端白酒回归社会消费, 将增强大众消费品属性, 公司作为大众高端消费第一品牌, 其增长持续性更加看好。其投资逻辑据此将正在重建, 估值将发生变化。
- 公司2014年继续抓转型, 目前其系列酒已经在关键价位占位, 未来将加强渠道能力, 包括网络销售能力。

评级面临的主要风险

- 提价缓慢, 结构转型, 利润增长弹性变小。

估值

- 我们预测13-15年每股收益分别为14.21、15.62和17.92元, 以2014年11倍市盈率估值, 下调目标价至172.00元, 上调评级至买入。

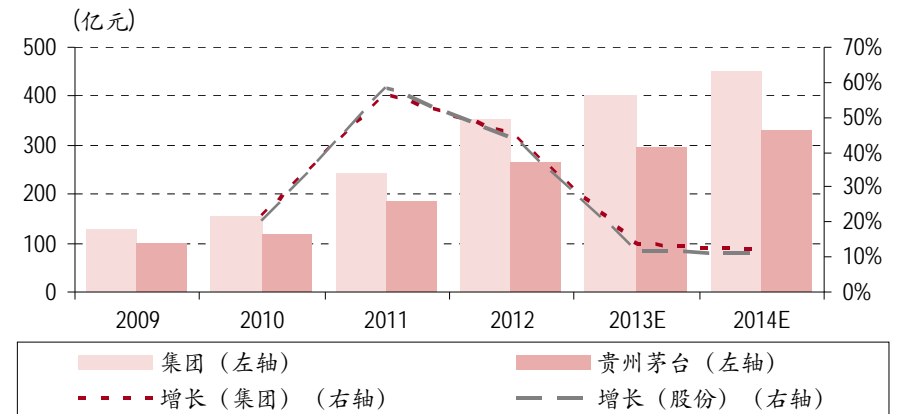
投资摘要

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	18,402	26,455	29,584	32,818	37,710
变动(%)	58.2	43.8	11.8	10.9	14.9
净利润(人民币百万)	8,763	13,308	14,750	16,217	18,604
全面摊薄每股收益(人民币)	8.44	12.82	14.21	15.62	17.92
变动(%)	73.5	51.9	10.8	10.0	14.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	13.98	15.36	17.56
核心每股收益(人民币)	8.44	12.94	14.21	15.62	17.92
变动(%)	73.5	53.3	9.8	10.0	14.7
全面摊薄市盈率(倍)	16.1	10.6	9.5	8.7	7.6
核心市盈率(倍)	16.1	10.5	9.5	8.7	7.6
每股现金流量(人民币)	9.78	11.48	18.26	14.43	17.01
价格/每股现金流量(倍)	13.9	11.8	7.4	9.4	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	6.3	5.3	4.6	3.8
每股股息(人民币)	4.00	6.42	7.10	7.81	8.96
股息率(%)	2.95	4.74	5.24	5.76	6.61

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股份公司占集团收入比重高，集团收入增长同股份公司同步性较强。

图表 1. 股份公司和集团收入及增速



资料来源: 中银国际研究整理

贵州茅台目前仍是高端酒渠道盈利情况最好的品种，经过一轮调整，我们认为贵州茅台的整体经销商素质能够得以优化，未来社会高端消费渠道资源更加集中于贵州茅台，其次是五粮液。

贵州茅台 2013 年的转型效果不甚明显，2014 年将继续抓营销和结构的转型。从结构上而言，目前公司在各个黄金价位的占位已经初步完成，从电商数据来看，我们认为这种占位初显成效。

未来公司的营销，会更多关注大众消费购买渠道，会增加消费者购买的便利性。

2013 年 4 季度电商数据解读

贵州茅台仍占据白酒网购金额第一位置。贵州茅台是电商集聚人气的利器，也是冲销售额的利器，充分说明其社会消费领袖的号召力。

贵州茅台的低价位系列酒迎宾酒成交总额和商品数接近海之蓝，而购买人数已经超过海之蓝近 50%，而王子酒也排在成交人数的前 10 名。

图表 2. 2013 年第 4 季度贵州茅台占据电商网购金额最前列

品牌	产品名称	成交金额	成交人数	成交商品数
茅台	新飞天	20,785,195	6,773	23,076
五粮液	五粮液-普通装	17,607,533	12,639	33,071
洋河	洋河-海之蓝	14,095,265	22,116	129,920
茅台	茅台-迎宾酒	10,556,104	31,043	124,058
洋河	洋河-天之蓝	6,608,834	5,959	31,528
郎酒	10 年红花郎	6,315,506	5,731	24,121
茅台	茅台-飞天	5,074,167	3,840	12,800

资料来源: 天猫全网数据, 数据魔方, 中银国际研究

我们认为网购行为基本是社会消费行为。贵州茅台酒的网购人数排名靠前，包括系列酒的迎宾酒和王子酒，反映出几款酒的定位取得成效，降价后性价比十分突出。

图表 3. 2013 年第 4 季度贵州茅台占据电商网购人数排名

品牌	产品名称	成交金额	成交人数	成交商品数
茅台	茅台-迎宾酒	10,556,104	31,043	124,058
洋河	洋河-海之蓝	14,095,265	22,116	129,920
泸州老窖	名酿八年	3,389,028	13,214	41,047
五粮液	五粮液-普通装	17,607,533	12,639	33,071
杜康	杜康-老窖	1,127,999	9,726	57,288
郎酒	郎酒-老郎酒 1956	4,276,287	9,478	54,125
劲酒	劲酒	2,381,462	8,926	11,861
泸州老窖	浓香兰瓷	1,459,231	7,617	15,538
茅台	茅台-王子酒	3,030,109	7,582	35,329
剑南春	剑南春-普通装	4,957,590	7,258	15,714
泸州老窖	陈坛老窖珍坛	1,795,877	7,099	20,364
茅台	新飞天	20,785,195	6,773	23,076
牛栏山	典藏十二年陈酿	1,281,305	6,357	20,241
洋河	洋河-天之蓝	6,608,834	5,959	31,528

资料来源：天猫全网数据，数据魔方，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	18,402	26,455	29,584	32,818	37,710
销售成本	(1,551)	(2,044)	(2,248)	(2,694)	(3,150)
经营费用	(4,866)	(6,001)	(6,919)	(7,645)	(8,784)
息税折旧前利润	12,334	18,845	20,870	23,048	26,472
折旧及摊销	(348)	(435)	(453)	(569)	(696)
经营利润(息税前利润)	11,985	18,410	20,417	22,479	25,777
净利息收入/(费用)	351	421	397	520	610
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
税前利润	12,335	18,700	20,814	22,998	26,386
所得税	(3,084)	(4,692)	(5,224)	(5,773)	(6,623)
少数股东权益	(487)	(700)	(840)	(1,009)	(1,160)
净利润	8,763	13,308	14,750	16,217	18,604
核心净利润	8,765	13,438	14,750	16,217	18,604
每股收益(人民币)	8.44	12.82	14.21	15.62	17.92
核心每股收益(人民币)	8.44	12.94	14.21	15.62	17.92
每股股息(人民币)	4.00	6.42	7.10	7.81	8.96
收入增长(%)	58.19	43.76	11.83	10.93	14.91
息税前利润增长(%)	71.60	53.60	10.90	10.10	14.67
息税折旧前利润增长(%)	69.65	52.79	10.75	10.44	14.86
每股收益增长(%)	73.49	51.86	10.83	9.95	14.71
核心每股收益增长(%)	73.49	53.32	9.76	9.95	14.71

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	12,335	18,700	20,814	22,998	26,386
折旧与摊销	348	435	453	569	696
净利息费用	(351)	(421)	(397)	(520)	(610)
运营资本变动	554	(2,525)	(4,730)	(3,552)	(4,003)
税金	(3,084)	(4,692)	(5,224)	(5,773)	(6,623)
其他经营现金流	347	424	8,040	1,260	1,808
经营活动产生的现金流	10,149	11,921	18,956	14,984	17,654
购买固定资产净值	(2,185)	(4,212)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
投资减少/增加	216	355	0	0	0
其他投资现金流	(151)	(342)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,120)	(4,199)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(4,150)	(6,664)	(7,375)	(8,109)	(9,302)
其他融资现金流	1,488	2,750	397	520	610
融资活动产生的现金流	(2,662)	(3,915)	(6,978)	(7,589)	(8,692)
现金变动	5,366	3,807	8,979	4,395	5,963
期初现金	12,888	18,255	22,062	31,041	35,436
公司自由现金流	8,028	7,722	15,956	11,984	14,654
权益自由现金流	8,028	7,722	15,956	11,984	14,654

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	18,255	22,062	31,041	35,436	41,398
应收帐款	254	222	296	263	302
库存	7,187	9,666	12,365	15,627	18,899
其他流动资产	2,133	4,275	4,247	4,576	5,403
流动资产总计	27,830	36,225	47,949	55,902	66,001
固定资产	5,426	6,807	8,161	10,640	12,164
无形资产	808	863	834	805	776
其他长期资产	837	1,103	2,325	2,303	3,111
长期资产总计	7,071	8,773	11,320	13,748	16,051
总资产	34,901	44,998	59,270	69,650	82,052
应付帐款	172	345	337	404	472
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,308	9,181	15,245	16,442	18,314
流动负债总计	9,481	9,526	15,582	16,846	18,787
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	18	18	18	18
股本	1,038	1,038	1,038	1,038	1,038
储备	23,953	33,111	40,486	48,595	57,897
股东权益	24,991	34,150	41,524	49,633	58,935
少数股东权益	412	1,304	2,145	3,153	4,313
总负债及权益	34,901	44,998	59,270	69,650	82,052
每股帐面价值(人民币)	24.07	32.89	40.00	47.81	56.77
每股有形资产(人民币)	23.29	32.06	39.19	47.03	56.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(17.58)	(21.25)	(29.90)	(34.13)	(39.88)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	67.02	71.23	70.55	70.23	70.20
息税前利润率(%)	65.13	69.59	69.01	68.50	68.35
税前利润率(%)	67.03	70.69	70.36	70.08	69.97
净利率(%)	47.62	50.30	49.86	49.42	49.33
流动性					
流动比率(倍)	2.94	3.80	3.08	3.32	3.51
利息覆盖率(倍)	(34.2)	(43.7)	(51.4)	(43.3)	(42.3)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.18	2.79	2.28	2.39	2.51
估值					
市盈率(倍)	16.05	10.57	9.54	8.67	7.56
核心业务市盈率(倍)	16.05	10.47	9.54	8.67	7.56
目标价对应核心业务市盈率(倍)	20.38	13.42	12.11	11.01	9.60
市净率(倍)	5.54	3.97	3.22	2.66	2.22
价格/现金流(倍)	13.86	11.80	7.42	9.39	7.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.93	6.29	5.25	4.57	3.75
周转率					
存货周转天数	142.55	133.36	152.56	173.81	182.92
应收帐款周转天数	0.04	0.25	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	40.55	61.65	54.75	54.75	54.75
回报率					
股息支付率(%)	47.35	50.08	50.00	50.00	50.00
净资产收益率(%)	34.50	37.54	33.78	30.72	29.41
资产收益率(%)	25.11	29.57	24.89	23.28	22.67
已运用资本收益率(%)	35.39	38.94	35.07	31.94	30.57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371