贵州茅台

年报略超预期，社会消费支撑增长

买入 **30%** ⬆

目标价格: 人民币 222.00

原目标价格: 人民币 200.00

600519.CH

价格: 人民币 171.29

目标价格基础: 14 倍 14 年市盈率

板块评级: 中立

公司 2013 年实现营业收入 309.22 亿元(不含利息收入),同比增长 16.88%;归属于上市公司股东净利润 151.37 亿元,同比增长 13.74%;扣非净利润 154.52 亿元,同比增长 15.30%。摊薄每股收益 14.58 元。其中第 4 季度营收同比增长 39.00%,归属上市公司股东净利润同比增长 40.80%。我们此前根据贵州茅台集团营收增速变化的跟踪判断股份公司第 4 季度营收开始大幅增长,现得到验证。3、4 季度的销售变化在五粮液的年报当中也得到体现,五粮液公司 3 季度单季收入大幅下滑 40%,而 4 季度降幅收窄为 8.62%,也即在 2013 年 4 季度开始,高端白酒的季度状况已经部分存在好转,尤其行业龙头贵州茅台实现了放量增长,这一旺销态势延续到 2014 年 1 季度,目前贵州茅台渠道库存仍然较低,经销商销售完成计划销售压力不大。从消息面看,我们判断 2014 年 1-2 月份公司实现快速增长,明显好于市场此前相对悲观的预期。在 2013 年"三公消费"迅速退出的情况下,公司较快重新找到价格平衡点。我们认为贵州茅台的消费转型已经取得重大效果,价格效应下,社会消费属性凸显,中长期平稳增长可期,其估值在原先不足 10 倍市盈率的情况下正在重估修复。我们认为公司的估值应当回升到两位数,12-15 倍估值均为合理。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 15.81 元和 17.75 元,以 2014 年 14 倍市盈率估值,提升目标价至 222.00 元,维持买入评级。

本报告要点

- 年报点评

我们的观点有何不同?

- 原先占比较高的"政务"等"三公消费"2012 年末开始退出,经过一年消化,对 2014 年公司销售影响大幅减弱
- 旺季热销,节后价格坚挺,社会库存低,贵州茅台酒的社会消费属性开始凸显,估值存在合理提升过程
- 公司长期投资逻辑正在重建,目前成为社会高端(节庆)消费优选,大众消费品属性增强

主要催化剂/事件

- 1 季报财务指标比预期好
- 如果定制酒取得较好成绩

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	33.4	16.0	35.3	1.3
相对新华富时 A50 指数	40.0	15.8	40.1	23.0

发行股数 (百万)	1,038
流通股 (%)	35.09
流通股市值 (人民币 百万)	62,402
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	519
净负债比率 (%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
贵州茅台酒厂	64.91

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 24 日收市价为标准

支撑评级的要点

- "三公消费"退出最严重的 2013 年,公司仍实现两位数增长,并且在 2014 年春节高度热销,我们认为社会消费在茅台酒价格效应发挥以后的承接力超过经销商和投资者预期。
- 春节旺销,经销商对社会需求存在低估,尤其是节庆刚性消费市场巨大,导致经销商备货不足。部分经销商节前出货积极,基于节后市场不景气的判断提前销售 2014 年计划量,也对经销商完成后续任务量的压力大幅减轻,有助于渠道价格坚挺。
- 财务层面,公司现金流良好,预收账款较 3 季度末显著增加。

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;潜在的消费税改革。

估值

- 我们预测 14-15 年每股收益分别为 15.81 和 17.75 元,以 2014 年 14 倍市盈率估值,提升目标价至 222.00 元,维持*买入*评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	26,455	30,922	33,346	37,616	42,398
变动 (%)	43.8	16.9	7.8	12.8	12.7
净利润 (人民币 百万)	13,308	15,023	16,409	18,431	20,793
全面摊薄每股收益 (人民币)	12.82	14.58	15.81	17.75	20.03
变动 (%)	51.9	13.7	9.2	12.3	12.8
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	15.48	17.72	
核心每股收益(人民币)	12.94	14.82	15.81	17.75	20.03
变动 (%)	51.9	14.5	6.7	12.3	12.8
全面摊薄市盈率(倍)	13.4	11.7	10.8	9.6	8.6
核心市盈率 (倍)	13.2	11.6	10.8	9.6	8.6
每股现金流量 (人民币)	11.48	12.19	21.07	16.38	19.10
价格/每股现金流量 (倍)	14.9	14.1	8.1	10.5	9.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.3	7.0	6.0	5.2	4.3
每股股息 (人民币)	6.42	4.37	7.90	8.88	10.01
股息率 (%)	3.75	2.55	4.61	5.18	5.85

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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

图表 1.公司利润表分析

(人民币，百万)	2012 年	2013 年	同比变动(%)
一、营业总收入	26,455.34	31,070.60	17.45
营业收入	26,455.34	30,921.80	16.88
二、营业总成本	7,627.70	9,282.06	21.69
营业成本	2,044.31	2,193.92	7.32
营业税金及附加	2,572.64	2,790.75	8.48
销售费用	1,224.55	1,858.13	51.74
管理费用	2,204.19	2,834.74	28.61
财务费用	(420.98)	(429.07)	1.92
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益			
投资净收益	3.10	3.01	(3.00)
四、营业利润	18,830.74	21,791.54	15.72
加：营业外收入	6.76	32.76	384.91
减：营业外支出	137.01	391.95	186.08
五、利润总额	18,700.49	21,432.36	14.61
减：所得税	4,692.04	5,467.46	16.53
六、净利润	14,008.45	15,964.90	13.97
减：少数股东损益	700.37	828.26	18.26
归属于母公司所有者的净利润	13,308.08	15,136.64	13.74
七、每股收益(人民币，元)	12.82	14.58	
盈利能力(%)			**百分点变化**
毛利率	92.27	92.94	0.67
经营利润率	71.18	70.14	(1.04)
税前利润率	70.69	68.98	(1.71)
净利率	50.30	48.72	(1.59)

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 2.公司利润表分析

(人民币，百万)	2012 年 10-12 月	2013 年 10-12 月	同比变动(%)
一、营业总收入	6,523.90	9,068.21	39.00
营业收入	6,523.90	8,986.09	37.74
二、营业总成本	2,380.45	3,289.88	38.20
营业成本	415.43	753.06	81.27
营业税金及附加	787.95	818.07	3.82
销售费用	382.50	692.58	81.07
管理费用	916.06	1,091.31	19.13
财务费用	(123.51)	(85.25)	(30.98)
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益			
投资净收益			
四、营业利润	4,143.45	5,778.34	39.46
加：营业外收入	2.09	5.05	142.19
减：营业外支出	30.30	18.41	(39.23)
五、利润总额	4,115.23	5,764.97	40.09
减：所得税	1,044.76	1,462.25	39.96
六、净利润	3,070.47	4,302.72	40.13
减：少数股东损益	182.45	236.28	29.50
归属于母公司所有者的净利润	2,888.02	4,066.45	40.80
七、每股收益(人民币，元)	2.78	3.92	
盈利能力(%)			**百分点变化**
毛利率	93.63	91.70	(1.94)
经营利润率	63.51	63.72	0.21
税前利润率	63.08	63.57	0.49
净利率	44.27	44.84	0.57

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	26,455	30,922	33,346	37,616	42,398
销售成本	(2,044)	(2,194)	(2,492)	(3,057)	(3,543)
经营费用	(6,001)	(7,479)	(8,067)	(8,948)	(9,960)
息税折旧前利润	18,845	21,806	23,431	26,371	29,779
折旧及摊销	(435)	(556)	(644)	(760)	(884)
经营利润 (息税前利润)	18,410	21,249	22,788	25,611	28,895
净利息收入/(费用)	421	429	447	590	698
其他收益/(损失)	0	0	0	0	0
税前利润	18,700	21,319	23,235	26,200	29,593
所得税	(4,692)	(5,467)	(5,832)	(6,576)	(7,428)
少数股东权益	(700)	(828)	(994)	(1,193)	(1,372)
净利润	13,308	15,023	16,409	18,431	20,793
核心净利润	13,438	15,383	16,409	18,431	20,793
每股收益(人民币)	12.82	14.47	15.81	17.75	20.03
核心每股收益(人民币)	12.94	14.82	15.81	17.75	20.03
每股股息(人民币)	6.42	4.37	7.90	8.88	10.01
收入增长(%)	43.76	16.88	7.84	12.81	12.71
息税前利润增长(%)	53.60	15.42	7.24	12.39	12.82
息税折旧前利润增长(%)	52.79	15.71	7.46	12.55	12.92
每股收益增长(%)	51.86	13.74	9.22	12.32	12.81
核心每股收益增长(%)	51.86	14.47	6.67	12.32	12.81

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	18,700	21,319	23,235	26,200	29,593
折旧与摊销	435	556	644	760	884
净利息费用	(421)	(429)	(447)	(590)	(698)
运营资本变动	(2,525)	(3,873)	(4,567)	(4,388)	(4,403)
税金	(4,692)	(5,467)	(5,832)	(6,576)	(7,428)
其他经营现金流	424	549	8,846	1,604	1,883
经营活动产生的现金流	11,921	12,655	21,879	17,010	19,831
购买固定资产净值	(4,212)	(5,406)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
投资减少/增加	355	759	0	0	0
其他投资现金流	(342)	(693)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,199)	(5,339)	(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	(6,664)	(4,541)	(8,205)	(9,216)	(10,397)
其他融资现金流	2,750	(2,845)	447	590	698
融资活动产生的现金流	(3,915)	(7,386)	(7,757)	(8,626)	(9,699)
现金变动	3,807	3,123	11,121	5,384	7,131
期初现金	18,255	22,062	25,185	36,307	41,691
公司自由现金流	7,722	7,316	18,879	14,010	16,831
权益自由现金流	7,722	7,316	18,879	14,010	16,831

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	22,062	25,185	36,307	41,691	48,822
应收帐款	222	297	333	301	339
库存	9,666	11,837	13,704	17,733	21,258
其他流动资产	4,275	4,613	4,653	5,145	6,018
流动资产总计	36,225	41,932	54,996	64,871	76,438
固定资产	6,807	8,523	9,966	12,156	13,648
无形资产	863	3,563	3,445	3,326	3,207
其他长期资产	1,103	1,436	2,467	2,636	3,380
长期资产总计	8,773	13,523	15,878	18,118	20,234
总资产	44,998	55,454	70,861	82,976	96,659
应付帐款	345	285	374	459	531
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,181	11,023	17,155	18,776	20,619
流动负债总计	9,526	11,307	17,529	19,235	21,150
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	18
股本	1,038	1,038	1,038	1,038	1,038
储备	33,111	41,571	49,775	58,991	69,388
股东权益	34,150	42,609	50,814	60,029	70,426
少数股东权益	1,304	1,507	2,501	3,693	5,065
总负债及权益	44,998	55,454	70,861	82,976	96,659
每股帐面价值(人民币)	32.89	41.05	48.94	57.82	67.84
每股有形资产(人民币)	32.06	37.62	45.63	54.62	64.75
每股净负债/(现金)(人民币)	(21.25)	(24.26)	(34.97)	(40.16)	(47.03)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	71.23	70.52	70.27	70.11	70.24
息税前利润率(%)	69.59	68.72	68.34	68.08	68.15
税前利润率(%)	70.69	68.95	69.68	69.65	69.80
净利率(%)	50.30	48.59	49.21	49.00	49.04
流动性					
流动比率(倍)	3.80	3.71	3.14	3.37	3.61
利息覆盖率(倍)	(43.7)	(49.5)	(50.9)	(43.4)	(41.4)
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)	2.79	2.66	2.36	2.45	2.61
估值					
市盈率 (倍)	13.36	11.84	10.84	9.65	8.55
核心业务市盈率 (倍)	13.23	11.56	10.84	9.65	8.55
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	17.32	15.34	14.05	12.50	11.08
市净率 (倍)	5.02	4.03	3.34	2.79	2.36
价格/现金流 (倍)	14.92	14.05	8.13	10.45	8.97
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.27	7.00	6.04	5.16	4.33
周转率					
存货周转天数	133.36	139.72	150.00	172.07	183.01
应收帐款周转天数	0.25	0.01	0.73	0.73	0.73
应付帐款周转天数	61.65	47.37	54.75	54.75	54.75
回报率					
股息支付率(%)	50.08	30.00	50.00	50.00	50.00
净资产收益率 (%)	37.54	34.30	30.78	28.92	27.54
资产收益率 (%)	29.57	27.30	23.15	22.21	21.51
已运用资本收益率(%)	38.94	36.11	32.06	30.14	28.71

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，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