2014 年 06 月 20 日

李晓璐
c0049@capital.com.tw

目标价(元) 180

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2014/6/19)	152.73
上证综指(2014/6/19)	2023.74
股价 12 个月高/低	197.97/118.76
总发行股数(百万)	1038.18
A 股数(百万)	1038.18
A 市值(亿元)	1585.61
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司(61.99%)
每股净值(元)	40.21
股价/账面净值	3.80

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.1	-3.6	-20.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-25	175.76	买入
2014-03-25	166.81	买入

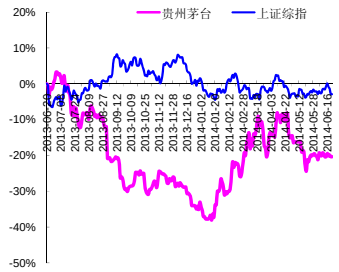
产品组合

茅台酒	93.96%
系列酒	6.03%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.0%
一般法人	65.7%

股价相对大盘走势



贵州茅台(600519.SH) Buy 买入

扩充空白地区门店数量,实现渠道下沉，影响正面

结论与建议：

茅台拟在没有茅台专卖店或特约经销商的地区发展专卖店营销网络。我们认为此举会吸引中小型经销商加入茅台，帮助茅台实现渠道下沉，从而实现增量的目标，影响正面。

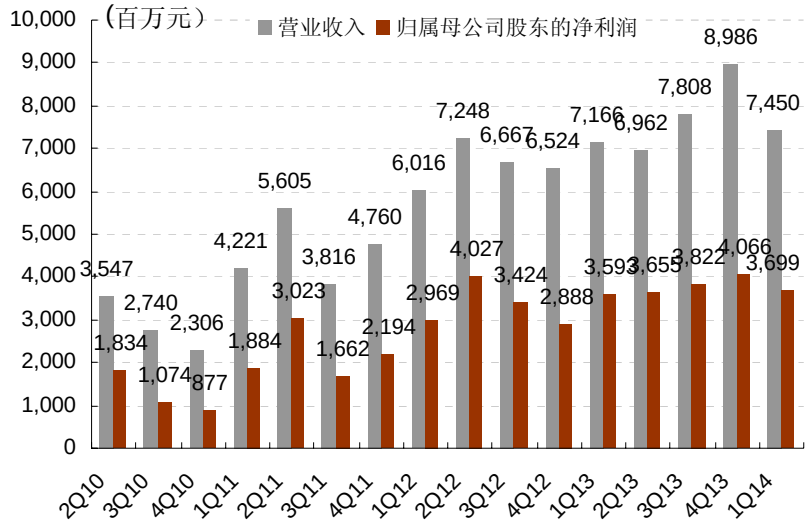
目前股价对应 2014 年和 2015 年 PE 分别为 9.64 倍和 9.08 倍。二、三季度是白酒消费淡季，公司股价已回调至 150 元附近，建议介入。维持买入评级。

- 茅台在官网发布招商公告,拟在未有国酒茅台专卖店或特约经销商的县级行政区域、地级城市、省会城市的空白区、新区和经济开发区发展国酒茅台专卖店营销网络。这是继 2013 年 7 月之后,茅台第二次扩大营销网络。
- 第一次扩充营销网络主要是加大线上销售渠道力度，而此次扩充主要面向线下实体门店。是茅台顺应当前局势，渠道下沉的一项举措。
- 公告没有说明具体的招商合同指标额。从当前白酒消费的大环境出发，结合前期泸州老窖、五粮液相继调低出厂价格，我们预计此次茅台招商门槛大幅降低以吸引中小型经销商的可能性极大。
- 目前，茅台在国内共计约有 1820 家实体销售门店，其中约 1100 家属于茅台专卖店。茅台已有三年未增加专卖店代理渠道，随着公司渠道下沉速度加快，预计未来一到两年门店数量可增加 100-200 家。
- 当前正处在白酒消费淡季，扩充线下门店数量将有助于茅台销售量的增长。近期茅台一批价稳定在 870 元/瓶-890 元/瓶，在保持出厂价格稳定的情况下，增量将对业绩增长有正面作用。
- 维持公司盈利预测，预计公司 2014、2015 年将实现净利润 164.43 亿元和 174.69 亿元，分别同比增长 8.63%和 6.24%，对应的 EPS 为 14.4 元和 15.3 元。

..... 接续下页 .....

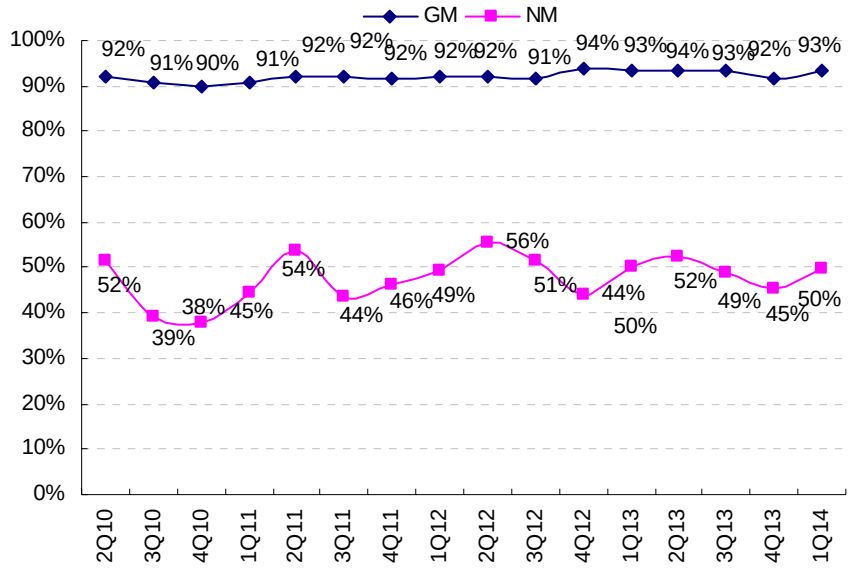
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5051	8763	13308	15137	16443	17469
同比增减	%	17.13	73.49	51.86	13.74	8.63	6.24
每股盈余 (EPS)	RMB 元	5.35	8.44	12.82	14.58	15.84	16.83
同比增减	%	17.07	57.76	51.90	13.73	8.63	6.24
市盈率(P/E)	X	28.55	18.10	11.91	10.48	9.64	9.08
股利 (DPS)	RMB 元	2.30	4.00	6.42	4.37	5.28	5.61
股息率 (Yield)	%	-	2.62	4.20	2.86	3.46	3.67

图 1：贵州茅台分季度营收和净利润变动表 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图 2：贵州茅台分季度毛利率和净利润率变动表 单位：%



数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	11633	18402	26455	31071	33334	35280
经营成本	1053	1551	2044	2194	2510	2982
营业税金及附加	1577	2477	2573	2791	2759	2921
销售费用	677	720	1225	1858	2038	2125
管理费用	1346	1674	2204	2835	3297	3336
财务费用	-177	-351	-421	-429	-480	-605
资产减值损失	-3	-3	3	-2	-13	0
投资收益	0	3	3	3	0	0
营业利润	7161	12336	18831	21792	23208	24522
营业外收入	5	7	7	33	7	8
营业外支出	4	9	137	392	17	11
利润总额	7162	12335	18700	21432	23198	24519
所得税	1823	3084	4692	5467	5831	6130
少数股东损益	289	487	700	828	924	919
归属于母公司所有者的净利润	5051	8763	13308	15137	16443	17469

附二：合并资产负债表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	12888	18255	22062	25185	24915	24640
应收账款	1	2	18	1	1	1
存货	5574	7187	9666	11837	14204	17045
流动资产合计	20300	27830	36225	41932	41620	44186
长期股权投资	4	4	4	4	4	4
固定资产	4192	5426	6807	8523	10228	12273
在建工程	263	251	393	456	434	412
非流动资产合计	5287	7071	8773	13523	16227	19472
资产总计	25588	34901	44998	55454	57847	63658
流动负债合计	7028	9481	9526	11307	9046	7237
非流动负债合计	10	17	18	18	20	22
负债合计	7038	9497	9544	11325	9065	7258
少数股东权益	151	412	1304	1507	1507	3014
股东权益合计	18399	24991	34150	44129	47275	53387
负债及股东权益合计	25588	34901	44998	55454	57847	63658

附三：合并现金流量表

百万元	2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	6201	10149	11921	12655	13035	13295
投资活动产生的现金流量净额	-1763	-2120	-4199	-5339	-5028	-4528
筹资活动产生的现金流量净额	-1293	-2662	-3915	-7386	-4995	-5481
现金及现金等价物净增加额	3145	5366	3807	-70	3012	3286

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。