

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2014年8月29日

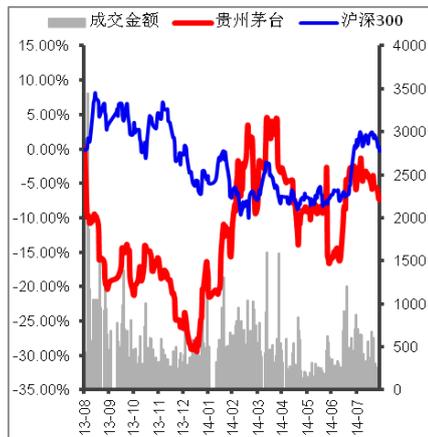
市场数据：2014年8月28日

收盘价(元)	156.02
一年内最高/最低(元)	179.6/118.0
市净率	3.9
市盈率	11.4
流通A股市值(百万元)	178,174

基础数据：2014年6月30日

每股收益(元)	6.33
营业收入(百万元)	14,321.63
净利润(百万元)	7,229.85
总股本/流通A股(百万)	1142/1142

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

贵州茅台 (600519)

增持

实际销售好于报表增速, 期待旺季持续回暖

维持评级

公司研究/点评报告

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	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2013A	30,922	17.4	15,137	13.7	14.58	51.4	36.2	10.7
2014E	32,106	3.3	15,682	3.6	13.73	51.5	30.6	11.4
2015E	35,326	10.0	17,410	11.0	15.25	52.0	28.2	10.2
2016E	40,262	14.0	20,013	15.0	17.52	52.4	27.2	8.9

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2014年上半年公司共实现营业收入1,432,162.84万元,同比增长1.37%;实现归属于公司股东的净利润722,985.38万元,同比减少0.25%;每股收益6.33元。业绩符合预期。

● **销售业已企稳, 预收确认因素致收入增速放缓。**经过前期断崖式下降后, 高端政务消费需求缩减的边际影响已逐步递减, 得益于茅台在高端白酒市场上强大的品牌力与垄断力, 公司初步实现了商务与高端私人消费对政务消费的一阶段替代, 销售状况基本企稳, 终端价格进入稳定期, 渠道库存也消化至较为合理的水平。在二季度的白酒消费淡季, 公司销售商品取得了68亿元的现金收入, 较上年同期增长17.62%, 当季收入增速放缓主要缘自预收确认因素, 二季度公司共确认预收账款10.76亿元, 相比上年同期确认的20.33亿元减少近半, 公司的实际销售状况好于半年报显示水平。未来, 预计随着白酒消费旺季到来, 公司销售状况有望进一步向好。不过, 由于对于经销商账款的结算周期缩短, 公司的预收账款进入低位运行阶段, 致使利息所得显著下降, 成为二季度利润负增长的重要原因。

● **应对策略积极, 多因素助力业绩回暖。**面对白酒行业的深度调整, 公司应对策略较为积极, 1) 拟在相关空白市场区域发展专卖店营销网络, 扩大经销权, 以开拓新区域、新市场; 2) 成立的贵州茅台酒个性化定制营销有限公司, 深耕白酒个性化定制市场, 以多元化定制产品满足茅台酒个性化消费需求; 3) 进军海外市场, 将在全球建立5家营销公司, 从国内走向国外, 力求在国外消费市场上寻求突破, 以弥补内需不足; 4) 与永辉超市合作, 缩短中间销售环节, 以提升终端掌控力。相关举措将有助提升茅台品牌力, 助力公司业绩回暖。

● **投资建议:**我们预计公司2014-2016年EPS分别为13.73、15.25、17.52元, 对应动态市盈率分别为11.4、10.2、8.9倍, 维持“增持”评级。

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

表 1：贵州茅台单季利润表

单位：百万元	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	同比变化
一、营业总收入	6,667	6,524	7,166	6,972	7,865	9,068	7,582	7,034	0.89
营业收入	6,667	6,524	7,166	6,962	7,808	8,986	7,450	6,872	(1.30)
二、营业总成本	1,779	2,380	1,796	1,947	2,249	3,290	2,262	2,106	8.15
营业成本	569	415	481	451	508	753	507	481	6.46
营业税金及附加	428	788	587	513	873	818	705	561	9.35
销售费用	435	383	284	516	366	693	329	318	(38.41)
管理费用	456	916	558	593	592	1,091	731	762	28.38
财务费用	-110	-124	-115	-124	-105	-85	-24	-30	(76.05)
资产减值损失	0	2	0	-2	0	-0	-1	1	
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	19.00
投资净收益	0	0	0	3	0	0	0	3	19.00
四、营业利润	4,888	4,143	5,370	5,028	5,615	5,778	5,320	4,931	(1.92)
加：营业外收入	2	2	0	0	28	5	1	0	(61.07)
减：营业外支出	105	30	252	20	101	18	8	20	
五、利润总额	4,785	4,115	5,118	5,008	5,542	5,765	5,312	4,911	(1.93)
减：所得税	1,196	1,045	1,345	1,160	1,501	1,462	1,359	1,199	3.38
六、净利润	3,589	3,070	3,773	3,848	4,041	4,303	3,953	3,712	(3.53)
减：少数股东损益	165	182	180	193	219	236	254	181	(6.00)
归属于母公司所有者净利润	3,424	2,888	3,593	3,655	3,822	4,066	3,699	3,530	(3.40)
七、每股收益：	3.30	2.78	3.46	3.52	3.68	3.92	3.56	3.09	(12.18)
收入增长率(%)	74.70	37.05	19.11	-3.82	17.97	39.00	5.80	0.89	4.71
毛利率(%)	91.46	93.63	93.29	93.52	93.49	91.62	93.20	93.01	(0.51)
营业利润率(%)	73.31	63.51	74.94	72.11	71.40	63.72	70.17	70.10	(2.01)
净利率(%)	53.83	47.06	52.66	55.19	51.38	47.45	52.14	52.77	(2.42)
销售费用率(%)	6.53	5.86	3.96	7.40	4.65	7.64	4.34	4.52	(2.88)
管理费用率(%)	6.85	14.04	7.79	8.51	7.52	12.03	9.64	10.83	2.32
归属于母公司净利润增长率(%)	106.05	31.63	21.01	-9.23	11.62	40.80	2.96	-3.40	5.83

资料来源：公司公告 山西证券研究所



► 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	31,070.60	32,106.06	35,326.33	40,262.46
营业收入	30,921.80	32,106.06	35,326.33	40,262.46
二、营业总成本	9,282.06	10,020.52	10,811.22	12,086.96
营业成本	2,193.92	2,282.96	2,297.58	2,383.71
营业税金及附加	2,790.75	2,889.55	3,179.37	3,623.62
销售费用	1,858.13	1,765.83	1,942.95	2,214.44
管理费用	2,834.74	3,210.61	3,532.63	4,026.25
财务费用	-429.07	-128.42	-141.31	-161.05
资产减值损失	-2.00	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.01	3.00	3.00	3.00
投资净收益	3.01	3.00	3.00	3.00
四、营业利润	21,791.54	22,088.54	24,518.11	28,178.50
加：营业外收入	32.76	6.00	6.00	6.00
减：营业外支出	391.95	40.00	40.00	40.00
五、利润总额	21,432.36	22,054.54	24,484.11	28,144.50
减：所得税	5,467.46	5,513.63	6,121.03	7,036.12
六、净利润	15,964.90	16,540.90	18,363.08	21,108.37
减：少数股东损益	828.26	858.47	953.04	1,095.52
归属于母公司所有者的净利润	15,136.64	15,682.43	17,410.03	20,012.85
七、每股收益：	14.58	13.73	15.25	17.52
净利润增长率(%)	13.74	3.61	11.02	14.95

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。