



买入

26% ↑

目标价格:人民币 200.00

600519.CH

价格:人民币 158.30

目标价格基础:14倍 15年市盈率

板块评级:中立

贵州茅台

3、4季度消化高基数，仍是高端酒中最健康

公司1-9月不含利息收入的营收为217.18亿元，同比下滑0.99%，由上半年的正增长1.37%转为负增长；其中3季度营收73.97亿元，同比下滑5.27%，主要是由于上年同期有较大力度的计划外放量政策所致，这一成绩在我们预期之中，今年以来公司也在谋求放量上采取了一些政策，但力度相对弱于上年。从现金流来看，上年放量政策导致3季度销售商品收到现金103.20亿元，而14年3季度仅为79.85亿元，同比下降22.63%，不仅如此，由于2014年春节较早，公司2013年第四季度经营性现金流状况同样优异，基数效应仍存，我们维持对公司2014年下半年整体报表增长谨慎的判断，理性看待公司消化高基数的过程。从基本面角度而言，宏观经济形势不佳，三公消费管控严厉，社会消费疲软共同导致高端白酒扩容不明显，但公司在高端份额再分配过程中受益明显，且在不断扩张相对更为优质的经销商队伍，未来将更好受益于白酒消费的复苏。当前估值仍然不贵，后有沪港通催化剂，中期仍给予买入评级，目标价维持200.00元。

支撑评级的要点

- 2季度现金流情况较好，扣除金融类资金，现金流入同比两位数增长。上年3季度计划外政策放量，现金流入迅速放大，3季度现金流同比下滑的情况符合预期，4季度预计仍然延续这一情形。
- 1-9月毛利率微降0.64个百分点，同样和上年计划外999元放量有关，期间销售费用率下降0.90个百分点；管理费用率因薪酬、税金和折旧大幅增加而提高2.62个百分点。
- 2014年技术性因素会阶段性影响股价波动，如上年的计划放量造成的基数问题，但我们认为行业调整期是公司营销转型以及产品的消费转型的时期，从目前来看，公司在高端市场份额在提升，是高端白酒唯一实现顺价销售的品种，公司顺利穿越这个周期是大概率事件。贵州茅台属于有市场定价权的龙头消费品，放之全球市场亦属于稀缺标的。

评级面临的主要风险

- 若宏观经济形势继续恶化将影响酒类消费。

估值

- 以2015年14倍市盈率估值，维持200.00元目标价，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	30,860	33,545	36,765
变动(%)	44	17	(0)	9	10
净利润(人民币 百万)	13,309	15,024	15,135	16,434	17,962
全面摊薄每股收益(人民币)	11.65	13.16	13.25	14.39	15.73
变动(%)	51.9	13.0	0.7	8.6	9.3
市场预期每股收益(人民币)			14.11	15.55	18.60
原先预测摊薄每股收益(人民币)			13.38	14.30	15.30
调整幅度(%)			(0.97)	0.63	2.81
全面摊薄市盈率(倍)	13.6	12.0	11.9	11.0	10.1
价格/每股现金流量(倍)	15.2	14.3	8.8	10.8	10.1
每股现金流量(人民币)	10.44	11.08	18.06	14.72	15.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	7.1	6.7	5.9	5.1
每股股息(人民币)	5.840	3.980	6.630	7.200	7.860
股息率(%)	3.7	2.5	4.2	4.5	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	38.2	(2.6)	(1.7)	31.1
相对上证指数	25.7	(3.2)	(10.4)	19.7

发行股数(百万)	1,142
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	180,778
3个月日均交易额(人民币 百万)	469
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	62

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年10月29日收市价为准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

苏斌
(8621)20328510
cheng.su@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

三季度发货对节奏有所控制

上半年收入确认总体比较消极。原因在于 2013 年同期是预收账款确认为收入同样积极的时期，从平滑报表角度，上半年收入确认，尤其是 2 季度，被动因素较明显。但 3 季度旺季白酒市场表现整体一般的情况下，市场价格有所松动，公司对量价平衡有所考量，总体上对发货节奏有所控制。

母公司和合并报表差异突出，反映了公司平滑业绩表现。

图表 1.营业收入增速

(%)	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
母公司	(25.48)	(16.74)	69.42	14.08	9.36	23.34	5.00
合并报表	19.11	(3.82)	17.97	39.00	5.80	0.89	(3.91)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2.母公司营业成本和合并报表成本比较

(人民币, 百万)	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
母公司报表	469.50	331.36	648.04	682.81	555.62	383.48	714.78
合并报表	481.12	451.45	508.30	753.06	506.94	480.61	605.76
母公司报表/ 合并报表(%)	97.6	73.4	127.5	90.7	109.6	79.8	118.0
解读	积极确认收入	积极确认收入	消极确认	积极确认	消极确认	被动积极	有所控制
预收款余额	减少	减少	增加	增加	减少	减少	增加
销售市场形势判断	不佳	不佳	较好 (计划外 供应放量)	较好	一般	一般	一般

资料来源：公司数据，中银国际研究

2014 年 1 季度前热后淡，公司做了谨慎性处理，但并未充分积极确认收入的情况下，预收款余额仍出现下滑（30.45 亿回落到 16.21 亿）。这也同厂商关系的变迁有直接关系，经销商大幅提前打款的情况逊于高景气时期（未来预收款的分析价值极大削弱，例如部分白酒公司预收款规模始终很小）。2 季度现金流状况虽有改观，但上年被动大幅消化预收款导致今年报表压力较大，预收款余额较 1 季度末净减少 10.77 亿元。

剔除掉预收款因素，2 季度收入同比增长约 20%。市场库存良性，企业发货顺畅，经销商计划量完成进度良好，3 季度基数原因导致公司财务上较为被动。

图表 3.销售商品收到现金/当期营业收入

(%)	1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
母公司报表	194.0	95.5	142.4	574.2	243.8	79.7	0
合并报表	86.0	83.2	131.2	120.8	95.5	97.0	105.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.公司 1-9 月利润表分析

(人民币, 百万)	2013 年 1-9 月	2014 年 1-9 月	同比变动(%)
一、营业总收入	22,002.38	22,173.26	0.78
营业收入	21,935.71	21,718.19	(0.99)
二、营业总成本	5,992.18	6,859.82	14.48
营业成本	1,440.86	1,593.31	10.58
营业税金及附加	1,972.68	2,004.31	1.60
销售费用	1,165.55	976.71	(16.20)
管理费用	1,743.43	2,336.96	34.04
财务费用	(343.83)	(95.77)	(72.15)
三、其他经营收益			
投资净收益	3.01	3.01	0.00
四、营业利润	16,013.21	15,316.44	(4.35)
加: 营业外收入	27.71	2.51	(90.94)
减: 营业外支出	373.53	139.76	(62.58)
五、利润总额	15,667.39	15,179.20	(3.12)
减: 所得税	4,005.21	3,803.51	(5.04)
六、净利润	11,662.18	11,375.69	(2.46)
减: 少数股东损益	591.98	682.36	15.27
归属于母公司所有者的净利润	11,070.19	10,693.33	(3.40)
七、每股收益(人民币, 元)	9.69	9.36	
盈利能力(%)			百分点变化
毛利率	93.45	92.81	(0.64)
经营利润率	72.78	69.08	(3.70)
税前利润率	71.21	68.46	(2.75)
净利率	50.31	48.23	(2.08)

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

图表 5.公司 3 季度利润表分析

(人民币, 百万)	2013 年 7-9 月	2014 年 7-9 月	同比变动(%)
一、营业总收入	7,864.95	7,557.62	(3.91)
营业收入	7,807.85	7,396.56	(5.27)
二、营业总成本	2,249.49	2,492.15	10.79
营业成本	508.30	605.76	19.17
营业税金及附加	873.49	738.99	(15.40)
销售费用	365.75	329.91	(9.80)
管理费用	591.56	844.15	42.70
财务费用	(105.04)	(41.88)	(60.13)
三、其他经营收益			
投资净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	5,615.46	5,065.47	(9.79)
加: 营业外收入	27.53	1.88	(93.17)
减: 营业外支出	101.01	111.33	10.22
五、利润总额	5,541.98	4,956.02	(10.57)
减: 所得税	1,500.72	1,244.87	(17.05)
六、净利润	4,041.26	3,711.15	(8.17)
减: 少数股东损益	219.01	247.68	13.09
归属于母公司所有者的净利润	3,822.25	3,463.48	(9.39)
七、每股收益(人民币, 元)	3.35	3.03	
盈利能力(%)			百分点变化
毛利率	93.54	91.98	(1.56)
经营利润率	71.40	67.02	(4.38)
税前利润率	70.46	65.58	(4.88)
净利率	48.60	45.83	(2.77)

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	30,860	33,545	36,765
销售成本	(2,044)	(2,194)	(2,379)	(2,620)	(2,904)
经营费用	(5,566)	(6,923)	(6,697)	(7,218)	(7,862)
息税折旧前利润	18,845	21,805	21,784	23,707	25,999
折旧及摊销	(435)	(556)	(644)	(761)	(884)
经营利润(息税前利润)	18,410	21,249	21,140	22,946	25,115
净利息收入/(费用)	421	429	444	588	698
其他收益/(损失)	(130)	(359)	(50)	0	0
税前利润	18,701	21,319	21,534	23,534	25,813
所得税	(4,692)	(5,467)	(5,405)	(5,907)	(6,479)
少数股东权益	(700)	(828)	(994)	(1,193)	(1,372)
净利润	13,309	15,024	15,135	16,434	17,962
核心净利润	13,277	14,931	15,123	16,434	17,962
每股收益(人民币)	11.65	13.16	13.25	14.39	15.73
核心每股收益(人民币)	11.65	13.16	13.25	14.39	15.73
每股股息(人民币)	5.84	3.98	6.63	7.20	7.86
收入增长(%)	44	17	(0)	9	10
息税前利润增长(%)	54	15	(1)	9	9
息税折旧前利润增长(%)	53	16	(0)	9	10
每股收益增长(%)	52	13	1	9	9
核心每股收益增长(%)	52	13	1	9	9

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	18,701	21,319	21,534	23,534	25,813
折旧与摊销	435	556	644	761	884
净利息费用	(421)	(429)	(444)	(588)	(698)
运营资本变动	(2,525)	(3,873)	(3,905)	(2,234)	(3,002)
税金	(4,692)	(5,467)	(5,405)	(5,907)	(6,479)
其他经营现金流	423	549	8,206	1,241	1,466
经营活动产生的现金流	11,921	12,655	20,630	16,807	17,984
购买固定资产净值	(4,212)	(5,406)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
投资减少/增加	354	759	0	0	0
其他投资现金流	(341)	(692)	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	104	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(6,664)	(4,541)	(7,568)	(8,218)	(8,981)
其他融资现金流	2,749	(2,845)	445	589	698
融资活动产生的现金流	(3,915)	(7,386)	(7,019)	(7,629)	(8,283)
现金变动	3,807	(70)	10,611	6,178	6,701
期初现金	18,255	22,062	25,185	35,795	41,973
公司自由现金流	7,722	7,316	17,630	13,807	14,984
权益自由现金流	7,722	7,316	17,630	13,807	14,984

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	35,795	41,973	48,674
应收帐款	0	0	0	0	0
库存	9,666	11,837	13,085	15,196	17,424
其他流动资产	4,497	4,910	4,709	4,632	5,177
流动资产总计	36,225	41,932	53,589	61,801	71,275
固定资产	6,807	8,523	9,966	12,157	13,648
无形资产	863	3,563	3,445	3,326	3,207
其他长期资产	460	611	1,628	1,797	2,541
长期资产总计	8,774	13,522	15,864	18,105	20,221
总资产	44,999	55,454	69,453	79,906	91,496
应付帐款	0	0	0	0	0
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,526	11,307	16,654	17,697	18,934
流动负债总计	9,526	11,307	16,654	17,697	18,934
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	1,142	1,142	1,142
储备	33,111	41,571	49,138	57,355	66,336
股东权益	34,149	42,609	50,280	58,497	67,478
少数股东权益	1,304	1,507	2,501	3,693	5,065
总负债及权益	44,997	55,441	69,453	79,906	91,496
每股帐面价值(人民币)	29.90	37.31	44.03	51.22	59.09
每股有形资产(人民币)	29.15	34.19	41.01	48.31	56.28
每股净负债/(现金)(人民币)	(19.32)	(22.05)	(31.34)	(36.75)	(42.62)

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(%)	71.2	70.5	70.6	70.7	70.7
息税前利润率(%)	69.6	68.7	68.5	68.4	68.3
税前利润率(%)	70.7	68.9	69.8	70.2	70.2
净利率(%)	50.3	48.6	49.0	49.0	48.9
流动性					
流动比率(倍)	3.8	3.7	3.2	3.5	3.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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)	2.8	2.7	2.4	2.6	2.8
估值					
市盈率(倍)	13.6	12.0	11.9	11.0	10.1
核心业务市盈率(倍)	13.6	12.0	11.9	11.0	10.1
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	17.2	15.2	15.1	13.9	12.7
市净率(倍)	5.3	4.2	3.6	3.1	2.7
价格/现金流(倍)	15.2	14.3	8.8	10.8	10.1
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	8.4	7.1	6.7	5.9	5.1
周转率					
存货周转天数	1,726.1	1,788.7	1,911.8	1,970.0	2,050.0
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
回报率					
股息支付率(%)	50.1	30.2	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	39.0	39.1	32.6	30.2	28.5
资产收益率(%)	30.7	31.3	25.4	23.0	22.0
已运用资本收益率(%)	51.9	53.4	43.6	39.9	37.3

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
西单北大街 110 号 7 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