

**沪港通股票**

## 贵州茅台

### 维持价量的平稳

#### 14年业绩前瞻：预计收入增长1%，净利润下降4%

我们预计，茅台14年收入增长1%，净利润下降4%，对应四季度单季度收入同比持平，净利润同比下降5%。我们预计四季度单季度利润同比下降主要是因为：1) 13年12月市场缺货严重，导致部分经销商提前备货，基数相对较高。14年12月，公司严格控制发货量，保证市场价格稳定；2) 13年四季度999元/瓶的计划外增量要大于14年四季度，使得14年四季度单位销售价格同比有所下降。

#### 15年春节期间销售平稳，批价保持稳定

根据我们终端调研发现，春节期间飞天茅台销售平稳，并没有出现14年春节供不应求的现象，批价也基本稳定在850-870元区间。我们预计，春节以后，批价会略有回落，但跌破出厂价的可能性不大。目前渠道库存整体维持在一个月左右，经销商打款比较正常。

#### 预计15年仍然将维持价量稳定增长

我们认为，白酒行业15年整体销售将由负转正，预计高端白酒销售有望实现4%的增长，茅台在高端白酒中的市占率有望继续小幅提升。我们预计，15年飞天茅台继续维持销量小幅稳定的增长，年份酒销量下滑幅度将有所收窄，系列酒（包括赖茅）收入大幅增长，但对收入和利润的边际贡献不大。

#### 估值：维持“买入”评级，小幅下调目标价至220元（原225元）

由于公司严格控制发货量，我们小幅下调了14-16年收入预测，预计14-16年EPS为12.75/13.09/13.71元（原13.34/13.70/14.35元），目标价220元是基于瑞银VCAM工具（WACC为9.1%）进行现金流贴现推导，对应14/15/16年PE为17/17/16倍，维持“买入”。

Equities	
中国	
酿酒业	
12个月评级	<b>买入</b> 保持不变
12个月目标价	Rmb220.00 之前: Rmb225.00
股价	Rmb191.56
路透代码: 600519.SS 彭博代码 600519.CH	
<b>交易数据和主要指标</b>	
52周股价波动范围	Rmb202.52-131.80
市值	Rmb219十亿/US\$34.9十亿
已发行股本	1,142百万 (ORDA)
流通股比例	43%
日均成交量(千股)	5,146
日均成交额(Rmb百万)	Rmb944.6
普通股股东权益(12/14E)	Rmb52.6十亿
市净率(12/14E)	4.2x
净债务/EBITDA	NM
<b>每股收益(UBS稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 %市场预测
12/14E	13.34 12.75 -4.44 13.22
12/15E	13.70 13.09 -4.42 13.99
12/16E	14.35 13.71 -4.43 15.68

**赵琳**

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	18,402	26,455	31,071	31,241	32,835	34,856	37,076	39,466
息税前利润(UBS)	11,987	18,416	21,393	20,638	20,853	21,804	22,840	23,923
净利润(UBS)	8,763	13,308	15,137	14,559	14,950	15,658	16,424	17,207
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	7.67	11.65	13.25	12.75	13.09	13.71	14.38	15.07
每股股息 (Rmb)	3.63	5.84	3.98	4.46	4.58	4.80	5.03	5.27
现金/(净债务)	18,255	22,062	25,185	31,116	39,353	48,393	58,427	69,118
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	65.1	69.6	68.9	66.1	63.5	62.6	61.6	60.6
ROIC (EBIT) (%)	189.0	180.4	132.8	96.7	83.4	79.8	77.8	76.9
EV/EBITDA(core)x	14.4	11.3	7.0	8.9	8.4	7.7	7.0	6.3
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	22.0	17.4	11.6	15.0	14.6	14.0	13.3	12.7
权益自由现金流(UBS) 收益率%	4.4	3.3	4.1	4.7	5.9	6.3	6.9	7.3
净股息收益率(%)	2.1	2.9	2.6	2.3	2.4	2.5	2.6	2.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2015年03月09日22时40分的股价(Rmb191.56)得出。

# 投资主题

## 贵州茅台

### 投资理由

公司是中国白酒行业龙头，我们预计将坚持打造最高端品牌的战略。12 年以来茅台酒价格回落明显，有望开拓政商需求之外的民众消费空间，我们认为茅台基本上已经完成了“去库存-顺价销售-稳价销售”的周期，未来一批价将稳定在 850-900 元区间。茅台在批价 500 元以上的高端酒市场已经形成了一超多强的品牌力，目前茅台在 500 元以上价格带市场占有率（销量）约为 53% 左右，我们预计未来将进一步上升至 16 年的 60%。渠道上，茅台通过经销权逐步放开一方面抢占其他高端白酒的经销商资源，另一方面有望倒推加快渠道扁平化的进程。我们预计公司 2014-16 年 EPS 为 12.75/13.09/13.71 元（市场一致预期为 13.21/14.15/15.79 元），给予“买入”评级。目标价 220 元是基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型推导，WACC 假设为 9.1%，目标价对应 15/16 年 PE 为 17/16 倍。

### 乐观情景

飞天茅台酒的收入同比增速是影响公司业绩的核心因素。假设 2015 年茅台酒收入同比增速为 15%，我们估算 15 年 EPS 为 14.5 元，基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，每股估值可能达到 260 元，对应 15 年 18 倍 PE。

### 悲观情景

假设飞天茅台酒 2015 年收入同比增速仅为 0%，我们估算 15 年 EPS 为 12 元，基于瑞银 DCF/VCAM 估值模型，每股估值可能跌至 180 元，对应 15 年 15 倍 PE。

### 近期催化剂

茅台酒渠道库存已经下降至正常值以下，如果公司一批价格近 1-2 年回升，我们认为将对股价有正面影响。伴随沪港通全面实施，茅台作为龙头公司，有望实现估值提升。我们认为 15 年飞天茅台销量低于预期有可能成为公司负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb220.00

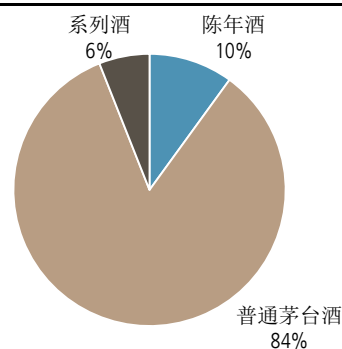
### 公司简介

贵州茅台酒股份有限公司是国内白酒行业最有名的公司之一，茅台酒被誉为‘国酒’。公司以 53 度茅台酒为主力产品，以 15 年、30 年、50 年陈等为超高端年份酒，还开发了 43 度、38 度和 33 度等低度茅台酒以及其他系列酒以提升市场份额。2013 年，公司的茅台酒产量达 52487 吨。

### 行业展望

中国白酒行业在经历了持续多年的景气之后，由于价格虚高和供给过剩而进入了去产能和去库存的调整期，我们预计行业将调整 2-3 年，行业趋势可能是高端靠品牌、低端靠电商的局面。公司拥有优秀的品牌形象和口碑，目前价格、品质和销量结构较为合理，龙头地位有望在行业调整期进一步提升。

### 收入按产品分布，2013 (%)



来源：公司数据

### 各类产品毛利

亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
陈年酒	40	29	15	14	14
普通茅台酒	186	247	269	282	297
系列酒	18	12	4	5	6
其他	0	1	0	0	0
总计	244	289	289	302	318

来源：公司公告，瑞银证券预测

## 贵州茅台 (600519.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	18,402	26,455	31,071	31,241	0.5	32,835	5.1	34,856	37,076	39,466
毛利	16,851	24,411	28,877	28,909	0.1	30,161	4.3	31,849	33,710	35,691
息税折旧摊销前利润(UBS)	12,330	18,847	21,945	21,670	-1.3	22,133	2.1	23,264	24,468	25,710
折旧和摊销	(343)	(431)	(552)	(1,033)	87.0	(1,280)	24.0	(1,460)	(1,628)	(1,787)
息税前利润(UBS)	11,987	18,416	21,393	20,638	-3.5	20,853	1.0	21,804	22,840	23,923
联营及投资收益	3	3	0	(60)	-	5	-	5	5	5
其他非营业利润	(6)	(140)	(390)	(191)	51.1	(180)	5.8	(180)	(180)	(182)
净利息	351	421	429	154	-64.1	343	123.1	389	431	450
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	12,335	18,700	21,432	20,541	-4.2	21,022	2.3	22,018	23,095	24,197
税项	(3,084)	(4,692)	(5,467)	(5,186)	5.2	(5,254)	-1.3	(5,503)	(5,773)	(6,048)
税后利润	9,250	14,008	15,965	15,355	-3.8	15,768	2.7	16,515	17,323	18,149
优先股股息及少数股权	(487)	(700)	(828)	(797)	3.8	(818)	-2.7	(857)	(899)	(942)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	8,763	13,308	15,137	14,559	-3.8	14,950	2.7	15,658	16,424	17,207
净利润(UBS)	8,763	13,308	15,137	14,559	-3.8	14,950	2.7	15,658	16,424	17,207
税率(%)	25.0	25.1	25.5	25.2	-1.0	25.0	-1.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	7.67	11.65	13.25	12.75	-3.8	13.09	2.7	13.71	14.38	15.07
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	7.67	11.65	13.25	12.75	-3.8	13.09	2.7	13.71	14.38	15.07
每股收益(UBS, 基本)	7.67	11.65	13.25	12.75	-3.8	13.09	2.7	13.71	14.38	15.07
每股股息净值(Rmb)	3.63	5.84	3.98	4.46	12.2	4.58	2.7	4.80	5.03	5.27
每股账面价值	21.88	29.90	37.32	46.09	23.5	54.72	18.7	63.85	73.44	83.47
平均股数(稀释后)	1,142.00	1,142.00	1,142.00	1,142.00	0.0	1,142.00	0.0	1,142.00	1,142.00	1,142.00
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	18,255	22,062	25,185	31,116	23.5	39,353	26.5	48,393	58,427	69,118
其他流动资产	9,575	14,163	16,747	15,826	-5.5	17,682	11.7	19,494	21,425	23,585
流动资产总额	27,830	36,225	41,932	46,942	11.9	57,035	21.5	67,887	79,853	92,704
有形固定资产净值	5,426	6,807	8,523	12,945	51.9	15,022	16.0	16,818	18,146	19,315
无形固定资产净值	808	863	3,563	3,207	-10.0	2,851	-11.1	2,494	2,138	1,782
投资/其他资产	837	1,103	1,436	1,245	-13.3	1,245	0.0	1,345	1,445	1,545
总资产	34,901	44,998	55,454	64,340	16.0	76,153	18.4	88,545	101,582	115,346
应付账款和其他短期负债	9,481	9,526	11,307	9,378	-17.1	10,520	12.2	11,629	12,824	14,187
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	9,481	9,526	11,307	9,378	-17.1	10,520	12.2	11,629	12,824	14,187
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	17	18	18	18	0.0	18	0.0	18	18	18
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	9,497	9,544	11,325	9,396	-17.0	10,537	12.1	11,646	12,842	14,205
普通股股东权益	24,991	34,150	42,622	52,640	23.5	62,494	18.7	72,920	83,864	95,322
少数股东权益	412	1,304	1,507	2,304	52.9	3,122	35.5	3,978	4,877	5,819
负债和权益总计	34,901	44,998	55,454	64,340	16.0	76,153	18.4	88,545	101,582	115,346
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	8,763	13,308	15,137	14,559	-3.8	14,950	2.7	15,658	16,424	17,207
折旧和摊销	343	431	552	1,033	87.0	1,280	24.0	1,460	1,628	1,787
营运资本变动净值	781	(2,381)	(3,688)	1,756	-	(714)	-	(703)	(736)	(797)
其他营业性现金流	746	563	655	(1,969)	-	469	-	463	463	488
经营性现金流	10,634	11,921	12,655	15,378	21.5	15,985	3.9	16,878	17,779	18,684
有形资本支出	(2,184)	(4,212)	(5,406)	(5,000)	7.5	(3,000)	40.0	(3,000)	(2,700)	(2,700)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	64	12	66	(60)	-	5	-	5	5	5
投资性现金流	(2,120)	(4,199)	(5,339)	(5,060)	5.2	(2,995)	40.8	(2,995)	(2,695)	(2,695)
已付股息	(2,171)	(4,150)	(6,664)	(4,541)	31.9	(5,096)	-12.2	(5,232)	(5,480)	(5,748)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	154	880,650.69	343	123.08	389	431	450
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(2,171)	(4,150)	(6,664)	(4,387)	34.2	(4,752)	-8.3	(4,844)	(5,050)	(5,298)
现金流量中现金的增加/(减少)	6,343	3,572	652	5,931	NM	8,238	38.9	9,039	10,035	10,691
外汇/非现金项目	(976)	235	2,471	0	-100.0	0	300.0	0	0	0
资产负债表表现金增加/(减少)	5,366	3,807	3,123	5,931	89.9	8,238	38.9	9,039	10,035	10,691

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 贵州茅台 (600519.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	22.0	17.4	11.6	15.0	14.6	14.0	13.3	12.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	22.0	17.4	11.6	15.0	14.6	14.0	13.3	12.7
股价/每股现金收益	21.2	16.8	11.2	14.0	13.5	12.8	12.1	11.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	4.4	3.3	4.1	4.7	5.9	6.3	6.9	7.3
净股息收益率(%)	2.1	2.9	2.6	2.3	2.4	2.5	2.6	2.8
市净率	7.7	6.8	4.1	4.2	3.5	3.0	2.6	2.3
企业价值/营业收入(核心)	9.7	8.0	4.9	6.2	5.7	5.1	4.6	4.1
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	14.4	11.3	7.0	8.9	8.4	7.7	7.0	6.3
企业价值/息税前利润(核心)	14.8	11.5	7.2	9.3	8.9	8.2	7.5	6.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.5	12.3	8.8	10.9	9.1	8.2	7.3	6.5
企业价值/运营投入资本	NM	NM	9.5	9.0	7.5	6.5	5.8	5.2
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	193,098	231,393	175,569	218,761	218,761	218,761	218,761	218,761
净债务 (现金)	(15,572)	(20,158)	(23,624)	(28,150)	(35,234)	(43,873)	(53,410)	(63,773)
少数股东权益	412	1,304	1,507	2,304	3,122	3,978	4,877	5,819
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>177,939</b>	<b>212,539</b>	<b>153,453</b>	<b>192,914</b>	<b>186,648</b>	<b>178,867</b>	<b>170,228</b>	<b>160,807</b>
非核心资产	(64)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)	(54)
<b>核心企业价值</b>	<b>177,875</b>	<b>212,485</b>	<b>153,399</b>	<b>192,860</b>	<b>186,594</b>	<b>178,813</b>	<b>170,174</b>	<b>160,753</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	58.2	43.8	17.4	0.5	5.1	6.2	6.4	6.4
息税折旧摊销前利润(UBS)	69.6	52.9	16.4	-1.3	2.1	5.1	5.2	5.1
息税前利润(UBS)	71.6	53.6	16.2	-3.5	1.0	4.6	4.8	4.7
每股收益(UBS 稀释后)	73.5	51.9	13.7	-3.8	2.7	4.7	4.9	4.8
每股股息净值	91.2	60.6	-31.9	12.2	2.7	4.7	4.9	4.8
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
息税折旧摊销前利润率	67.0	71.2	70.6	69.4	67.4	66.7	66.0	65.1
息税前利润率	65.1	69.6	68.9	66.1	63.5	62.6	61.6	60.6
净利 (UBS) 率	47.6	50.3	48.7	46.6	45.5	44.9	44.3	43.6
ROIC (EBIT)	189.0	180.4	132.8	96.7	83.4	79.8	77.8	76.9
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	72.4	62.6	59.8	58.4	57.7
净股东权益回报率(UBS)	40.4	45.0	39.4	30.6	26.0	23.1	21.0	19.2
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.5)	(1.2)	(1.1)	(1.4)	(1.8)	(2.1)	(2.4)	(2.7)
净债务/总权益 %	(71.9)	(62.2)	(57.1)	(56.6)	(60.0)	(62.9)	(65.8)	(68.3)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(10.3)	(10.4)	(16.4)	(16.1)	(21.1)	(27.1)	(34.3)	(43.0)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	188.8
资本支出/营业收入(%)	11.9	15.9	17.4	16.0	9.1	8.6	7.3	6.8
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.1	2.0	3.3	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
股息支付率 (UBS) %	47.4	50.1	30.0	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	18,402	26,455	31,071	31,241	32,835	34,856	37,076	39,466
<b>总计</b>	<b>18,402</b>	<b>26,455</b>	<b>31,071</b>	<b>31,241</b>	<b>32,835</b>	<b>34,856</b>	<b>37,076</b>	<b>39,466</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	11,987	18,416	21,393	20,638	20,853	21,804	22,840	23,923
<b>总计</b>	<b>11,987</b>	<b>18,416</b>	<b>21,393</b>	<b>20,638</b>	<b>20,853</b>	<b>21,804</b>	<b>22,840</b>	<b>23,923</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。