

2015年04月21日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 300

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價(2015/4/20)	234.03		
上證綜指(2015/4/20)	4217.08		
股價 12 個月高/低	234.03/140.38		
總發行股數(百萬)	1142.00		
A 股數(百萬)	1142.00		
A 市值(億元)	2672.62		
主要股東	中國貴州茅臺酒廠(集團)有限責任公司 (61.99%)		
每股淨值(元)	50.60		
股價/賬面淨值	4.63		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	21.2	28.3	53.7

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2014-12-02	160.06	買入
2014-10-30	158.30	買入

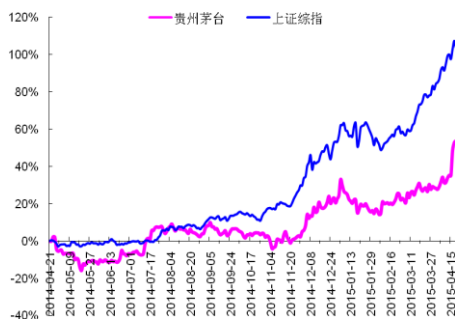
產品組合

茅臺酒	96.0%
系列酒	4.0%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	6.6%
一般法人	66.3%

股價相對大盤走勢



貴州茅臺(600519.SH)

BUY 買入

2014Q4 純利同比增 15%，2015Q1 純利同比增 18%，最壞時期已過去

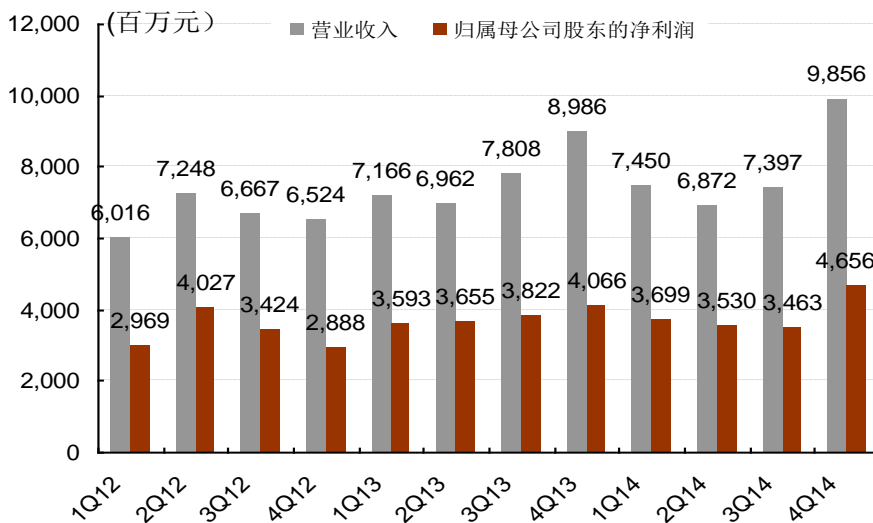
結論與建議：

茅臺發布年報和一季報，2014 年純利同比微增 1.4%，其中 4Q 純利同比增 15%，2015Q1 純利同比增長 18%。符合預期。茅臺作為國酒，在全行業深度調整的背景下，實現了業績的平穩過度，我們堅定看好其長期的發展趨勢和品牌价值。綜合去年四季度和今年一季度的業績報表，多項指標預示業績繼續大幅惡化的可能性極低，最壞時期已過去。目前股價對應 2016 年 PE 為 15.6 倍，維持買入投資評級。

- 2014 年貴州茅臺實現營業收入 322.17 億元，同比增長 3.69%；實現營業利潤 221.03 元，同比增長 1.43%；實現淨利潤 153.5 億元，同比增長 1.41%；對應每股收益 13.44 元。符合預期（此前預估業績同比下降 2.55%）。業績持續領先于其它競爭對手。分紅方案：每 10 股增 1 股，派發現金股利 43.74 元。
- 2014 年綜合毛利率 92.7%，同比僅微降 0.2 個百分點，同時期間費用率增加 1.58 個百分點至 15.3%，遠低于同業平均水平，最終營業利潤率同比僅下降 1.5 個百分點至 68.6%，抗行業周期的能力極強。2014 年公司共銷售茅臺酒及系列成品酒 24167.72 噸，同比下降 4%，我們猜測系列酒和年份酒的降幅較大，而飛天在放量。
- 4Q 屬白酒消費旺季，從 4Q 單季度看，實現營收 100.44 億元，同比增加 10.76%；實現淨利潤 46.57 億元，同比增加 14.5%，業績表現好于前三季。4Q 毛利率 92.6%，同比增加 0.9 個百分點，同時期間費用率下降 1.7 個百分點至 17.05%。
- 2015 年 1Q 貴州茅臺實現營收 87.6 億元，同比增加 15.6%；實現淨利潤 43.66 億元，同比增加 18%。1Q 毛利率 93.4%，同比增加 0.1 個百分點，同時期間費用率下降 0.46 個百分點至 13.2%。1Q 業績增長符合預期，主要原因一是恰逢春節，在大力促銷的背景下，渠道出貨量良好，二是春節備貨較 2014 年同期延後，基期不同。
- 1Q 預收帳款 27.91 億元，較 2014 年底顯著增長 89%，同比增長 72%，顯示渠道訂貨明顯改善，多項指標預示業績繼續惡化的可能性極低，最壞時期已過去。
- 白酒行業經過 2 年調整，目前一綫陣營明朗，一綫和二綫白酒的價格差逐漸清晰，而貴州茅臺牢牢占據白酒 800 元以上的價位，繼續走低的空间十分有限。
- 綜上，預計公司 2015、2016 年將實現淨利潤 161.35 億元和 171.42 億元，分別同比增長 5.11%和增長 6.25%，對應的 EPS 為 14.13 元和 15.01 元。

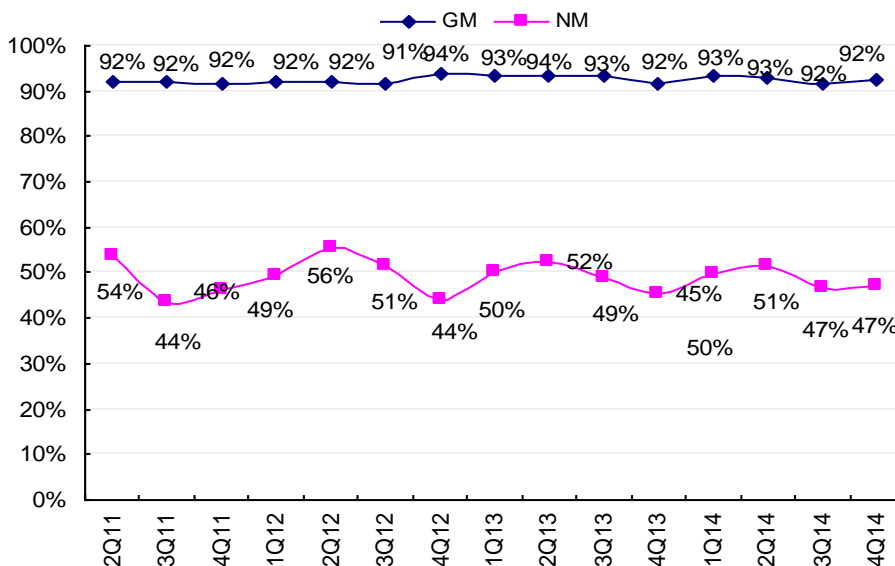
年度截止 12月31日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	8763	13308	15137	15350	16135	17142
同比增減	%	73.49	51.86	13.74	1.41	5.11	6.25
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	8.44	12.82	14.58	13.44	14.13	15.01
同比增減	%	57.76	51.90	13.73	-7.81	5.11	6.25
市盈率(P/E)	X	27.73	18.25	16.05	17.41	16.56	15.59
股利 (DPS)	RMB 元	4.00	6.42	4.37	4.37	4.71	5.00
股息率 (Yield)	%	1.71	2.74	1.87	1.87	2.01	2.14

圖 1：貴州茅臺分季度營收和淨利潤變動表 單位：百萬元



數據來源：公司公告，群益證券整理

圖 2：貴州茅臺分季度毛利率和淨利潤率變動表 單位：%



數據來源：公司公告，群益證券整理

預期報酬(Expected Return：ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
營業收入	18402	26455	31071	32217	33205	34996
經營成本	1551	2044	2194	2339	2409	2605
營業稅金及附加	2477	2573	2791	2789	2882	3032
銷售費用	720	1225	1858	1675	1730	1979
管理費用	1674	2204	2835	3378	3551	3741
財務費用	-351	-421	-429	-123	-106	-423
資產減值損失	-3	3	-2	0	0	0
投資收益	3	3	3	3	0	0
營業利潤	12336	18831	21792	22103	22726	24063
營業外收入	7	7	33	7	6	8
營業外支出	9	137	392	227	12	11
利潤總額	12335	18700	21432	21882	22721	24060
所得稅	3084	4692	5467	5613	5703	6015
少數股東損益	487	700	828	920	883	902
歸屬於母公司所有者的淨利潤	8763	13308	15137	15350	16135	17142

附二：合并資產負債表

百萬元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
貨幣資金	18255	22062	25185	27711	32064	37839
應收賬款	2	18	1	4	5	5
存貨	7187	9666	11837	14982	17979	21575
流動資產合計	27830	36225	41932	47571	52548	61919
長期股權投資	4	4	4	0	0	0
固定資產	5426	6807	8523	10376	12451	14941
在建工程	251	393	456	3422	3251	3088
非流動資產合計	7071	8773	13523	18302	21963	26355
資產總計	34901	44998	55454	65873	74511	88274
流動負債合計	9481	9526	11307	10544	8435	6748
非流動負債合計	17	18	18	18	20	22
負債合計	9497	9544	11325	10562	8455	6770
少數股東權益	412	1304	1507	1881	3762	11287
股東權益合計	24991	34150	44129	55312	62294	70218
負債及股東權益合計	34901	44998	55454	65873	74511	88274

附三：合并現金流量表

百萬元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	10149	11921	12655	12633	12885	13658
投資活動產生的現金流量淨額	-2120	-4199	-5339	-4580	-3528	-2527
籌資活動產生的現金流量淨額	-2662	-3915	-7386	-5041	-5004	-5357
現金及現金等價物淨增加額	5366	3807	-70	3005	4354	5774

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。