

贵州茅台 (600519. SH)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价 (元): **276.48**

分析师 联系人

胡彦超 范劲松

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

fanjs@r.qlzq.com.cn

2015 年 10 月 08 日

提前完成全年计划, Q4 茅台会如何发货?

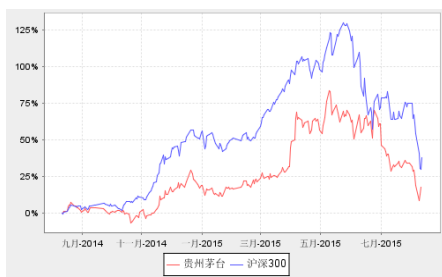
基本状况

总股本(百万股)	1,142
流通股本(百万股)	1,142
市价(元)	190.31
市值(百万元)	217,334
流通市值(百万元)	217,334

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	30,921.	31,573.	33,953.	38,225.	44,104.
营业收入增速	16.88%	2.11%	7.54%	12.58%	15.38%
净利润增长率	13.74%	1.41%	9.54%	14.73%	16.83%
摊薄每股收益 (元)	14.58	13.44	13.39	15.36	17.94
前次预测每股收益 (元)					
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市					
市盈率 (倍)	8.81	14.11	18.79	16.38	14.02
PEG	0.64	10.02	1.97	1.11	0.83
每股净资产 (元)	41.05	46.79	51.02	60.88	72.82
每股现金流量 (元)	12.19	11.06	16.95	15.90	19.36
净资产收益率	35.51%	28.73%	26.24%	25.23%	24.64%
市净率	3.13	4.05	4.93	4.13	3.45
总股本 (百万元)	1,038.1	1,142.0	1,256.0	1,256.0	1,256.0

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 我们最新的调研显示, 近 8 成茅台经销商已经完成全年的计划任务, 在这种情况下, 四季度茅台如何发货? 本文重点对茅台四季度发货策略的三种可能性进行了探讨。对于后市贵州茅台什么时候实行控量保价策略, 控量控多少市场上存有较多的分歧, 我们认为茅台无论采取怎么样的方式来应对市场, 都改变不了供需格局优异的事实, 2015 年实现近 10% 的增长可期。短期来看, 公司如能实行控量保价养渠道的策略, 不仅可以提高经销商的粘性, 也为后期提高出厂价夯实基础。长期来看, 我们认为公司最优策略探讨: 持续放量+适度提价, 做到终端价小步慢跑、出厂价不断提升、销量持续增加; 重申“买入”, 重点参照我们 7 月 16 号的深度报告《实现新的量价均衡, 持续增长可期》。
- 我们最新的调研显示: 深圳、广州大型经销商在九月中旬就已经陆续完成任务, 十一之后, 完成任务的经销商占多数 (约 9 成), 主要是中大型经销商为主, 目前大型经销商从中小经销商拿货, 也有少部分向厂家申请拿货, 北京以及上海的经销商反映近 8 成以上的经销商已完成全年的计划; 成都、河北近 7 成以上的经销商已完成全年计划; 总体我们预计完成计划的经销商占 8 成以上。
- 飞天茅台酒量增价不增的现象可同时存在。市场曾因为飞天茅台价格倒挂以及一批价格上涨至 850 而后回落至 830-840 而质疑销量的增长, 我们认为飞天茅台量增 15% 以上以及一批价格维持在 830 附近可以同时存在, 主要是因为有两方面的变化造成的。(1) 茅台酒自从允许使用银行承兑汇票之后, 应收票据方面从 2013 年不足 2 亿元增长至今年上半年的 39.5 亿元, 预收款项也较去年同期增长了 18 亿元。我们认为行业调整至今, 经销商目前的毛利十分有限, 经销商以出货回笼资金为主, 与公司之间使用承兑汇票结算, 可以套取期间的息差 (3 或 6 个月的资金成本) 来运作其它的业务。(2) 市场的心态普遍比

较低落，主要体现在两方面。其一：在行业没看到很好的希望的时候，经销商目前逐渐退出市场的在增加，经销商以出货为主，补库存不积极，不敢贸然多进货。其二：终端市场购买者担心白酒涨价的人群骤减，囤货行为在减少，购买者以随买随用以及观望的为主（不担心价格会出现明显的上涨）。以上两点造成经销商以低价出货为主，出现量增价不增的现象。

- **茅台全年计划大多经销商已提前完成，后期公司销售政策值得期待，我们认为后期飞天茅台发货可能有三种方式，第二和第三种方式概率较大：（1）按照上半年的节奏继续放量。**如果按照上半年的节奏，我们认为未来的两个半月还可以销售全年计划的 15% 以上，假使这样，今年的销售额增长应该接近 15%，我们认为此种策略的概率不大。（2）**平时不控量，关键节日控量来提高价格。**大多时候还是按照前三季度的节奏来，关键时刻（如元旦节前）实行控量，阶段性的供给紧张来提高一批价格。我们认为此种策略有近 60% 的可能，最大的意义在于进一步挤压竞争对手的市场。（3）**平稳控量，逼迫经销商提高终端价。**公司也表示最大的风险在于经销商不能盈利带来的渠道风险，公司在年初也表示今年要控货、保价养渠道，主要用于提升经销商的信心，现在经销商总体毛利率依旧处于地位，勉强维持运转，如公司从经销商层面考虑的多一些，大概率新增计划 5% 左右。我们认为此种策略有近 30% 的可能，最大的意义在于让经销商尝到甜头，利于渠道建设。
- **我们认为茅台无论采取怎么样的方式来应对市场，都改变不了供需格局优异的事实，2015 年实现近 10% 的增长可期。**短期来看，公司如能实行控量保价养渠道的策略，不仅可以提高经销商的粘性，也可以为后期提高出厂价夯实基础。从长期来看我们认为公司最优策略探讨：持续放量+适度提价，做到量价齐升。具体运作表现为：1，将年份酒、定制酒按照奢侈品模式来运作，继续大幅提价；2，茅台则在较高的终端价位上放量，通过增加流通渠道供给抑制终端价格过快上涨。3，以茅台酒渠道毛利率作为重要的观察窗口，保持“适度提价+持续放量”的策略，做到终端价小步慢跑、出厂价不断提升、销量持续增加。
- **目标价 276.48 元，维持“买入”评级。**我们认为公司产品旺销，预计 2015—2017 年分别实现净利润 168.1 亿、192.9 亿、225.4 亿元，同比增长 9.54%、14.73%、16.83%，对应 EPS 为 13.39、15.36、17.94 元。我们认为茅台酒作为高端酒的龙头估值可回升至 18xPE，对应 2016 年目标价 276.48 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：行业恶性竞争、食品品质事故**

图表 1：高端白酒价格总体稳定

日期	来源	茅台	五粮液		剑南春	老窖 1573	水井坊
			水晶	1618			
2015/1/18	酒仙网	868	609	699	359	619	499
2015/2/2	酒仙网	839	599	679	359	779	549
2015/2/15	酒仙网	859	599	679	359	680	459
2015/2/28	酒仙网	859	609	679	359	680	459
2015/3/14	酒仙网	859	609	679	359	680	399
2015/3/21	酒仙网	859	609	669	359	680	399
2015/3/28	酒仙网	859	609	669	359	680	399
2015/4/4	酒仙网	859	609	669	359	680	399
2015/4/12	酒仙网	843	609	669	359	680	399
2015/4/18	酒仙网	843	609	669	359	609	399
2015/4/25	酒仙网	798	599	669	359	609	399
2015/4/30	酒仙网	859	599	679	379	680	399
2015/5/10	酒仙网	843	599	679	359	609	399
2015/5/17	酒仙网	843	599	679	359	609	399
2015/5/24	酒仙网	843	599	679	359	609	399
2015/5/31	酒仙网	843	609	679	379	609	399
2015/6/7	酒仙网	849	609	679	359	609	398
2015/6/14	酒仙网	849	609	679	359	609	399
2015/6/22	酒仙网	849	609	669	359	609	399
2015/6/27	酒仙网	849	609	679	359	599	399
2015/7/5	酒仙网	849	609	679	349	609	399
2015/7/12	酒仙网	849	609	679	359	609	399
2015/7/19	酒仙网	839	609	659	339	569	399
2015/7/26	酒仙网	849	609	679	359	609	399
2015/8/1	酒仙网	849	609	679	359	609	399
2015/8/7	酒仙网	859	699	679	359	699	399
2015/8/16	酒仙网	849	699	699	349	699	399
2015/8/22	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/8/28	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/9/3	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/9/9	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/9/16	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/9/23	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/9/30	酒仙网	859	699	699	359	699	399
2015/10/7	酒仙网	859	699	699	359	739	399

来源：酒仙网、齐鲁证券研究所

图表 2：销售分项预测表（百万元）

茅台酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售量 (吨)	13346	16640	17008	18369	19654	21227
YOY (%)		24.7%	2.2%	8.0%	7.0%	8.0%
单价 (万元/吨)	180.1	174.6	180.1	179.2	188.2	201.4
YOY (%)		-3.0%	3.2%	-0.5%	5.0%	7.0%
收入 (百万元)	24033	29056	30638	32924	36990	42746
YOY (%)		20.90%	5.45%	7.46%	12.35%	15.56%
单位成本 (万元/吨)	10.5	9.5	11.4	11.9	12.2	12.6
YOY (%)		-9.8%	20.5%	4.0%	3.0%	3.0%
成本 (百万元)	1400	1574	1938	2177	2399	2669
YOY (%)		12.41%	23.11%	12.32%	10.21%	11.24%
毛利 (百万元)	22632	27481	28699	30747	34591	40077
毛利率	94.17%	94.58%	93.67%	93.39%	93.51%	93.76%
系列酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	2423	1866	936	1029	1235	1358
YOY (%)		-22.98%	-49.87%	10.00%	20.00%	10.00%
成本 (百万元)	644	620	400	412	494	543
毛利 (百万元)	1779	1246	535	617	741	815
毛利率	73.42%	66.79%	57.20%	60.00%	60.00%	60.00%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	26455	30922	31574	33953	38225	44104
YOY (%)		16.88%	2.11%	7.54%	12.58%	15.38%
成本 (百万元)	2044	2194	2338	2588	2893	3212
YOY (%)		7.32%	6.59%	10.69%	11.77%	11.03%
毛利	24411	28727	29234	31365	35332	40892
毛利率	92.27%	92.90%	92.59%	92.38%	92.43%	92.72%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 贵州茅台财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	26,455	30,922	31,574	33,953	38,225	44,104
增长率	43.76%	16.9%	2.1%	7.5%	12.6%	15.4%
营业成本	-2,044	-2,194	-2,339	-2,588	-2,893	-3,212
% 销售收入	7.7%	7.1%	7.4%	7.6%	7.6%	7.3%
毛利	24,411	28,728	29,235	31,365	35,332	40,892
% 销售收入	92.3%	92.9%	92.6%	92.4%	92.4%	92.7%
营业税金及附加	-2,573	-2,791	-2,789	-2,978	-3,383	-3,947
% 销售收入	9.7%	9.0%	8.8%	8.8%	8.9%	9.0%
营业费用	-1,225	-1,858	-1,675	-1,630	-1,873	-2,161
% 销售收入	4.6%	6.0%	5.3%	4.8%	4.9%	4.9%
管理费用	-2,204	-2,835	-3,378	-3,226	-3,287	-3,705
% 销售收入	8.3%	9.2%	10.7%	9.5%	8.6%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	18,410	21,244	21,393	23,532	26,789	31,079
% 销售收入	69.6%	68.7%	67.8%	69.3%	70.1%	70.5%
财务费用	421	429	123	1,035	1,429	1,862
% 销售收入	-1.6%	-1.4%	-0.4%	-3.0%	-3.7%	-4.2%
资产减值损失	-3	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3	3
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18,831	21,678	21,519	24,570	28,221	32,944
营业利润率	71.2%	70.1%	68.2%	72.4%	73.8%	74.7%
营业外收支	-130	-246	363	-200	-220	-240
税前利润	18,700	21,432	21,882	24,370	28,001	32,704
利润率	70.7%	69.3%	69.3%	71.8%	73.3%	74.2%
所得税	-4,692	-5,467	-5,613	-6,217	-7,156	-8,358
所得税率	25.1%	25.5%	25.7%	25.5%	25.6%	25.6%
净利润	14,008	15,965	16,269	18,153	20,845	24,346
少数股东损益	700	828	920	1,340	1,554	1,809
归属于母公司的净利润	13,308	15,137	15,350	16,813	19,291	22,537
净利率	50.3%	49.0%	48.6%	49.5%	50.5%	51.1%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	22,062	25,185	27,711	41,464	53,810	70,354
应收款项	360	417	1,933	1,557	1,956	2,179
存货	9,666	11,837	14,982	13,428	15,396	17,171
其他流动资产	4,137	4,493	2,945	3,887	4,098	4,629
流动资产	36,225	41,932	47,571	60,336	75,261	94,332
% 总资产	80.5%	75.6%	72.2%	76.6%	80.7%	84.7%
长期投资	54	54	64	64	64	64
固定资产	7,203	8,981	13,798	14,023	13,657	12,736
% 总资产	16.0%	16.2%	20.9%	17.8%	14.6%	11.4%
无形资产	873	3,571	3,588	3,520	3,454	3,391
非流动资产	8,773	13,523	18,302	18,459	18,027	17,043
% 总资产	19.5%	24.4%	27.8%	23.4%	19.3%	15.3%
资产总计	44,998	55,454	65,873	78,796	93,288	111,376
短期借款	0	0	63	0	0	0
应付款项	6,827	4,935	3,416	4,068	4,257	4,947
其他流动负债	2,700	6,373	7,066	7,525	7,891	8,479
流动负债	9,526	11,307	10,544	11,593	12,149	13,426
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	18	18
负债	9,544	11,325	10,562	11,611	12,166	13,444
普通股股东权益	34,150	42,622	53,430	64,078	76,461	91,462
少数股东权益	1,304	1,507	1,881	3,221	4,775	6,584
负债股东权益合计	44,998	55,454	65,873	78,910	93,402	111,490

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	12.819	14.580	13.441	13.387	15.359	17.943
每股净资产 (元)	32.894	41.055	46.787	51.018	60.877	72.820
每股经营现金净流 (元)	11.483	12.190	11.062	16.950	15.900	19.360
每股股利 (元)	6.420	4.370	4.374	5.000	5.500	6.000
回报率						
净资产收益率	38.97%	35.51%	28.73%	26.24%	25.23%	24.64%
总资产收益率	29.57%	27.30%	23.30%	21.31%	20.65%	20.21%
投入资本收益率	103.39%	84.22%	59.20%	68.02%	72.89%	83.74%
增长率						
营业总收入增长率	43.76%	16.88%	2.11%	7.54%	12.58%	15.38%
EBIT 增长率	53.68%	16.01%	2.90%	7.07%	13.84%	16.02%
净利润增长率	51.86%	13.74%	1.41%	9.54%	14.73%	16.83%
总资产增长率	28.93%	23.24%	18.79%	19.62%	18.39%	19.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
存货周转天数	1,504.5	1,788.7	2,093.0	1,893.5	1,942.5	1,951.2
应付账款周转天数	46.2	52.4	77.4	69.1	71.9	70.9
固定资产周转天数	84.4	90.5	109.2	115.4	106.6	91.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.23%	-57.07%	-49.99%	-61.61%	-66.24%	-71.76%
EBIT 利息保障倍数	-43.7	-49.8	-178.4	-22.7	-18.7	-16.7
资产负债率	21.21%	20.42%	16.03%	14.71%	13.03%	12.06%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。