

投资评级：推荐（维持）

分析师

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

执业证书编号: S1070515110001

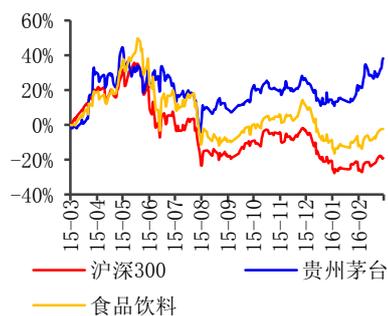
市场数据

目前股价	244.98
总市值(亿元)	3,048.29
流通市值(亿元)	3,048.29
总股本(万股)	125,620
流通股本(万股)	125,620
12个月最高/最低	259.05/166.20

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	36,579	41,334	46,294
(+/-%)	12%	13%	12%
净利润	17,466	19,658	22,135
(+/-%)	12.7%	12.6%	12.6%
摊薄 EPS	13.90	15.65	17.62
PE	17.45	15.51	13.77

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

## 年报符合预期，预收账款创新高

——贵州茅台（600519）公司动态点评

投资建议

公司产销旺盛，真实销售情况良好，预收账款创历年新高，看好茅台作为高端白酒龙头的长期投资价值。预测公司 2016 和 2017 年营业收入分别达到 366 亿元和 413 亿元，净利润为 175 亿元和 197 亿元，EPS 为 13.9 元和 15.65 元，“推荐”评级。

投资要点

- **事件：**贵州茅台发布年报，公司 2015 年度实现营业收入 326.60 亿元，同比增长 3.44%，归属于上市公司股东的净利润 155.03 亿元，同比增长 1.00%；基本每股收益 12.34 元；并拟向全体股东每 10 股派发现金红利 61.71 元(含税)。
- **公司业绩符合预期，预收账款创新高。**公司 2015 年度实现营业收入 326.60 亿元，同比增长 3.44%，归属于上市公司股东的净利润 155.03 亿元，同比增长 1.00%；基本每股收益 12.34 元，其中第四季度实现收入 97.11 亿元，同比下滑 2.89%，净利润 40.78 亿元，同比下滑 12.7%。与三季报公司营业收入（+6.59%）、净利润（+6.84%）相比，公司第四季度营收及净利润下滑明显。虽然年报表现平淡，但是 2015 年末预收账款 82.6 亿元，环比增长 26.6 亿元，创历史新高。我们认为尽管 2015 年报表现平淡，但公司实际销售旺盛，报表提升的空间较大。
- **公司供需格局良好，四季度控量保价。**草根调研了解到，公司经销商 10 月份已经基本完成了全年的销售任务，有的甚至超额完成了全年任务，表明茅台实际销售情况良好。公司四季度收入利润下滑主要原因在于公司在第四季度控制供给。2015 年以来，茅台一批价持续下滑，一度到达 820 元/瓶，部分地区出现价格倒挂的问题。价格倒挂不利于茅台公司的长期发展。8 月份公司半年度会议上提出一批价不得低于 850 元/瓶，控量保价带来了茅台价格企稳回升，有利于提高经销商积极性及渠道粘性。
- **公司 16 年实现“开门红”，量价齐升时代或可来临。**据了解，今年 1 月份茅台酒的销量在 4500 吨以上，而去年截止到 3 月 5 日茅台酒的销量是 4000 多吨；今年 1 月份茅台的销售收入是近 100 亿，而去年截止到 3 月 5 日集团销售收入是 92.94 亿。2016 年度茅台实现“开门红”，开年即呈现出产销两旺的良好态势。在目前整体消费弱势的情况下，茅台显示出品牌价值的极大优势，抢占份额继续提升行业集中度。
- **投资建议：**公司产销旺盛，真实销售情况良好，预收账款创新高，报表提升空间较大，看好茅台作为高端白酒龙头的长期投资价值。预测公司

2016 和 2017 年营业收入分别达到 366 亿元和 413 亿元，净利润为 175 亿元和 197 亿元，EPS 为 13.9 元和 15.65 元，“推荐”评级。

- **风险提示：**白酒景气度不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	31,574	32,660	36,579	41,334	46,294	成长性	2.11%	3.44%	12.00%	13.00%	12.00%
营业成本	2,339	2,538	2,817	3,183	3,565	营业收入增长	6.59%	8.54%	10.96%	13.00%	12.00%
销售费用	1,675	1,485	1,536	1,936	2,072	营业成本增长	1.43%	0.25%	11.56%	12.56%	12.60%
管理费用	3,378	3,813	4,024	4,547	5,092	营业利润增长	2.10%	0.55%	12.36%	12.56%	12.60%
财务费用	-123	-67	-382	-522	-656	利润总额增长	1.41%	1.00%	12.66%	12.56%	12.60%
投资净收益	3	4	0	0	0	净利润增长					
营业利润	22,103	22,159	24,721	27,825	31,331	盈利能力	92.59%	92.23%	92.30%	92.30%	92.30%
营业外收支	-221	-157	0	0	0	毛利率	48.62%	47.47%	47.75%	47.56%	47.81%
利润总额	21,882	22,002	24,721	27,825	31,331	销售净利率	27.75%	23.40%	21.91%	20.72%	19.77%
所得税	5,613	5,547	6,180	6,956	7,833	ROE	27.99%	25.65%	27.94%	30.19%	31.37%
少数股东损益	920	952	1,075	1,210	1,363	ROIC					
净利润	15,350	15,503	17,466	19,658	22,135	营运效率	5.30%	4.55%	4.20%	4.68%	4.48%
资产负债表	( 百万 )					销售费用/营业收入	10.70%	11.67%	11.00%	11.00%	11.00%
流动资产	47571	65005	80849	99018	119630	管理费用/营业收入	-0.39%	-0.21%	-1.04%	-1.26%	-1.42%
货币资金	27711	36801	55298	70146	87293	财务费用/营业收入	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款	4	0	2	2	3	投资收益/营业利润	25.65%	25.21%	25.00%	25.00%	25.00%
应收票据	1848	8579	4033	4557	5104	所得税/利润总额	13918.63	27849.30	16241.79	16318.40	16318.40
存货	14982	18013	17743	20049	22455	应收账款周转率	0.14	0.14	0.15	0.15	0.15
非流动资产	18302	21297	21275	21177	20673	存货周转率	0.56	0.45	0.41	0.38	0.35
固定资产	13798	16312	16377	16366	15948	流动资产周转率	0.41	0.35	0.33	0.32	0.30
资产总计	65873	86301	102124	120195	140303	总资产周转率					
流动负债	10544	20052	22398	25302	28330	偿债能力	0.16	0.23	0.22	0.21	0.20
短期借款	63	0	63	63	63	资产负债率	4.51	3.24	3.61	3.91	4.22
应付款项	708	881	978	1105	1237	流动比率	3.09	2.34	2.82	3.12	3.43
非流动负债	18	16	16	16	16	速动比率					
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 ( 元 )	13.44	12.34	13.90	15.65	17.62
负债合计	10562	20067	22414	25317	28346	EPS	48.43	52.74	63.46	75.54	89.13
股东权益	55312	66247	79723	94891	111970	每股净资产	11.06	13.88	19.52	17.18	19.30
股本	1142	1256	1256	1256	1256	每股经营现金流	0.82	1.12	1.40	1.10	1.10
留存收益	52289	62683	75083	89041	104757	每股经营现金/EPS	2.11%	3.44%	12.00%	13.00%	12.00%
少数股东权益	1881	2308	3384	4594	5957	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	65874	86314	102137	120208	140316	PE	18.05	19.66	17.45	15.51	13.77
现金流量表	( 百万 )					PEG	1.88	1.56	1.39	1.23	-
经营活动现金流	12633	17436	24522	21580	24248	PB	5.01	4.60	3.82	3.21	2.72
其中营运资本减少	(3940)	1227	4937	(418)	(436)	EV/EBITDA	12.28	13.34	12.01	10.72	9.57
投资活动现金流	(4580)	(2049)	(1022)	(1031)	(681)	EV/SALES	8.78	9.33	8.34	7.38	6.59
其中资本支出	(4431)	(2061)	(1022)	(1031)	(681)	EV/IC	4.42	4.64	4.69	4.32	4.01
融资活动现金流	(5041)	(5588)	(5002)	(5701)	(6419)	ROIC/WACC	3.06	2.81	3.06	3.31	3.43
净现金总变化	3005	9783	18497	14848	17147	REP	1.44	1.65	1.53	1.31	1.17

## 研究员介绍及承诺

**安雅泽:** 英国莱斯特大学经济学硕士, 5年证券行业从业, 2015年7月从事食品饮料行业研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

## 长城证券投资评级说明

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

## 长城证券销售交易部

### 深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

### 北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

### 上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

## 长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>