

下半年旺季推动下有望加快增长

推荐（首次）

⑤ 上半年净利润同比增长 9.11%

公司上半年实现营业收入 1,577,864.75 万元，同比增长 10.17%；实现营业利润 1,115,161.39 万元，同比增长 8.79%；归属于母公司净利润 788,823.23 万元，同比增长 9.11%，扣非净利润 7,889,89.59 万元，同比增长 8.83%。2 季度单季同比情况来看，营业收入单季度同比增长 5.56%，净利润同比增长 0.66%。

⑤ 下半年营收及盈利增长有望加快

上半年预收款的确定性回升能更好的反应公司未来营收的回升趋势。结合茅台 8 月份经销商大会披露的营销数据和微观了解的经销商数据来看，茅台酒上半年的同比回升状况较好。临近传统旺季，公司进一步加强保价措施，严格要求一批价格维持在不得低于 850、860 元，预计在旺季需求刺激下，终端消费价格也较大可能有所上调，从而改善 7、8 月份淡季终端价格疲弱的态势。总体来看，下半年传统旺季，需求回升更明显，预计公司应收及盈利水平有望在半年报基础上进一步加快。

⑤ 投资策略

我们预计公司 2015 年-2016 年营业收入规模分别为 354 亿、389.8 亿，预计归属于母公司净利润分别为 180 亿、200 亿，对应 EPS 分别为 14.88 元、16.52 元。公司股价经过前期持续调整，估值水平进一步下降，截止 8 月 27 日，对应 2015、2016 年 PE 仅为 14.56X、13.12X，作为现金牛公司，在未来旺季因素刺激下，目前估值水平应是较好介入时机，未来估值有提升空间，给予公司“推荐”评级。

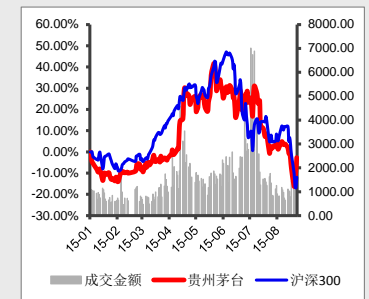
⑤ 风险提示

1、宏观经济出现大幅下滑。2、行业回升低于预期。

图表：（百万元）

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	31,070.6	32,217.2	35,438.9	38,982.8	42,881.1
同比增长(+/-%)	17.4%	3.7%	10.0%	10.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	15,136.6	15,349.8	16,995.6	18,867.6	20,872.1
同比增长(+/-%)	13.7%	1.4%	10.7%	11.0%	10.6%
每股收益（元）	13.25	13.44	14.88	16.52	18.28
PE	14.87	14.66	13.24	11.93	10.78
PB	3.26	3.86	5.25	4.77	4.33

市场表现 截至 2015.08.27



市场数据 2015-8-27

A 股收盘价（元）	197.07
A 股一年内最高价（元）	259.05
A 股一年内最低价（元）	129.97
上证指数	3,083.59
市净率	4.4
总股本（万股）	125,620
实际流通 A 股（万股）	125,620
限售的流通 A 股（万股）	0
流通 A 股市值（亿元）	2,475.6

分析师：金春萍

执业证书号：S1490515070001

邮箱：jinchunping@hrsec.com.cn

电话：010- 58565091

证券研究报告

目 录

一、上半年净利润同比增长 9.11%	4
二、下半年营收及盈利增长有望加快	4
三、投资策略	5
四、风险提示	5

图表目录

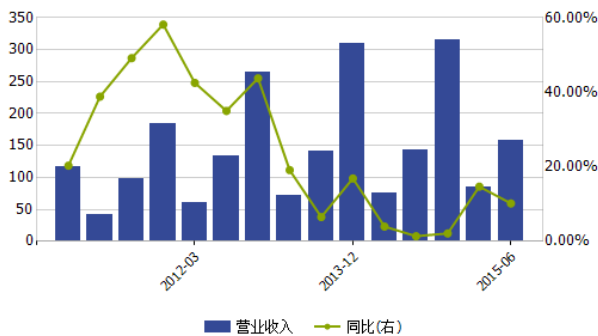
图表 1：贵州茅台营收及同比增长.....	4
图表 2：贵州茅台净利润及同比增长.....	4

一、上半年净利润同比增长 9.11%

公司发布 2015 年上半年中报业绩和运营数据，实现营业收入 1,577,864.75 万元，同比增长 10.17%；实现营业利润 1,115,161.39 万元，同比增长 8.79%；归属于母公司净利润 788,823.23 万元，同比增长 9.11%，扣非净利润 7,889,89.59 万元，同比增长 8.83%。2 季度单季同比情况来看，营业收入单季度同比增长 5.56%，净利润同比增长 0.66%。

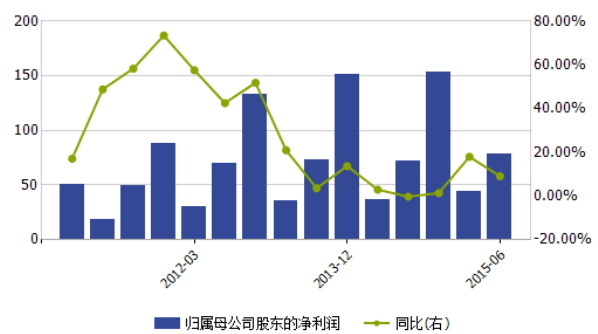
总体上看，2 季度淡季情况下，公司营收仍然维持同比增长的趋势。净利润增速慢于营收增速，主要是原辅料价格上涨较多以及职工薪酬类费用及新增基酒储存酒坛等费用增加；上半年毛利水平 92.61%，小幅回落 0.49%，主要是因为成本上涨，但总体上表现较为平稳。

图表 1：贵州茅台营收及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

图表 2：贵州茅台净利润及同比增长



数据来源：wind，华融证券整理

二、下半年营收及盈利增长有望加快

根据公司半年报，上半年预收款为 23.37 亿，虽然较一季度略有回落（一季度末 27.91 亿，且一季度有春节因素影响），但总体上同比仍然远高于 2014 年的水平，预收款的确定性回升能更好的反应公司未来营收的回升趋势。茅台集团半年度营销会中披露数据，1-7 月份茅台酒及系列酒销售额同比增长 28%，结合微观了解的经销商数据来看，茅台酒上半年的同比回升状况较好。临近传统旺季，公司进一步加强保价措施，严格要求一批价格维持在不得低于 850、860 元，预计在旺季需求刺激下，终端消费价格也较大可能有所上调，从而改善 7、8 月份淡季终端价格疲弱的态势。总体来看，下半年传统旺季，需求回升更明显，预计公司应收及盈利水平有望在半年报基础上进一步加快。

三、投资策略

我们预计公司 2015 年-2016 年营业收入规模分别为 354 亿、389.8 亿，预计归属于母公司净利润分别为 180 亿、200 亿，对应 EPS 分别为 13.53 元、15.02 元，公司股价经过前期持续调整，估值水平进一步下降，截止 8 月 27 日，对应 2015、2016 年 PE 仅为 14.56X、13.12X，作为现金牛公司，在未来旺季因素刺激下，目前估值水平应是较好介入时机，未来估值有提升空间，给予公司“推荐”评级。

四、风险提示

- 1、宏观经济出现大幅下滑。
- 2、行业回升低于预期。

附表：
利润表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	31,070.6	32,217.2	35,438.9	38,982.8	42,881.1
营业成本	2,193.9	2,338.6	2,657.9	2,923.7	3,216.1
营业税金及附加	2,790.7	2,789.0	3,189.5	3,508.5	3,859.3
营业费用	1,858.1	1,674.7	1,966.9	2,171.3	2,379.9
管理费用	2,834.7	3,378.5	4,252.7	4,677.9	5,145.7
财务费用	-429.1	-123.2	-1,163.7	-1,554.5	-1,870.4
资产减值损失	-2.0	0.4	5.6	-0.9	-1.9
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
营业利润	21,791.5	22,103.0	24,533.2	27,259.9	30,155.4
营业外收入	32.8	6.6	13.3	14.8	16.9
营业外支出	391.9	227.2	191.2	236.8	261.8
利润总额	21,432.4	21,882.3	24,355.3	27,037.9	29,910.5
所得税	5,467.5	5,613.0	6,332.4	7,029.9	7,776.7
净利润	15,964.9	16,269.4	18,022.9	20,008.0	22,133.8
少数股东权益	828.3	919.6	1,027.3	1,140.5	1,261.6
归属母公司所有者净利润	15,136.6	15,349.8	16,995.6	18,867.6	20,872.1
EPS（元）	12.05	12.22	13.53	15.02	16.62

主要财务比率

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
同比增长率					
营业收入	17.4%	3.7%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润	15.7%	1.4%	11.0%	11.1%	10.6%
净利润	14.0%	1.9%	10.8%	11.0%	10.6%
盈利能力					
毛利率	92.9%	92.7%	92.5%	92.5%	92.5%
净利率	51.4%	50.5%	50.9%	51.3%	51.6%
ROE	35.5%	28.7%	26.1%	24.3%	22.8%
ROIC	47.6%	39.3%	34.0%	31.2%	29.0%
偿债能力					
资产负债率	20.4%	16.0%	19.3%	17.9%	16.9%
流动比率	3.71	4.51	3.84	4.14	4.43

速动比率	2.66	3.09	2.98	3.24	3.51
营运能力					
资产周转率	0.56	0.49	0.42	0.39	0.37
存货周转率	0.19	0.16	0.19	0.18	0.18
应收账款周转率	104.61	17.39	44.92	41.03	35.20
每股资料 (元)					
每股收益	12.05	12.22	13.53	15.02	16.62
每股经营现金	12.19	11.06	19.08	14.78	16.70
每股净资产	41.05	46.79	51.93	61.88	72.80
每股股利	5.30	3.61	4.06	4.57	4.65
估值比率					
PE	16.35	16.13	14.57	13.12	11.86
PB	4.80	4.21	3.80	3.18	2.71

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	41,931.6	47,570.9	62,393.3	73,647.3	87,089.1
现金	25,185.0	27,710.7	42,871.2	51,340.0	62,017.4
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	296.1	1,847.8	782.3	942.2	1,212.8
应收款项	0.9	4.3	6.6	7.9	5.5
其他应收款	119.6	80.9	125.0	147.2	146.4
存货	11,836.8	14,982.4	14,062.4	15,949.4	18,128.9
其他	4,493.2	2,944.8	4,545.8	5,260.6	5,578.0
非流动资产	13,432.0	18,271.4	21,995.5	25,952.6	29,333.0
长期股权投资	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	8,523.3	10,375.8	13,658.3	16,491.2	19,122.9
无形资产	3,563.3	3,582.6	4,476.0	5,653.0	6,316.8
其他	1,341.5	4,313.0	3,861.1	3,808.4	3,893.3
资产总计	55,454.2	65,873.2	84,388.8	99,600.0	116,422.1
流动负债	8,534.1	6,587.4	16,233.2	17,794.3	19,647.4
短期负债	0.0	62.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	284.7	707.5	473.3	569.6	647.4
预收账款	3,045.1	1,476.2	11,269.6	12,396.5	13,636.2
其他	5,204.2	4,341.1	4,490.3	4,828.1	5,363.7
长期负债	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
负债合计	8,551.9	6,605.2	16,251.0	17,812.0	19,665.1
股本	1,038.2	1,142.0	1,256.2	1,256.2	1,256.2

资本公积金	1,375.0	1,375.0	1,375.0	1,375.0	1,375.0
留存收益	40,195.8	50,815.5	62,598.2	75,107.9	88,815.3
少数股东权益	1,506.9	1,881.1	2,908.5	4,048.9	5,310.5
母公司所有者权益	42,622.2	53,430.4	65,229.4	77,739.0	91,446.4
负债及权益合计	55,454.2	65,873.2	84,388.8	99,600.0	116,422.1

现金流量表

单位：百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	12,657.0	12,632.1	23,965.2	18,569.2	20,976.9
净利润	15,964.9	16,269.4	18,022.9	20,008.0	22,133.8
折旧摊销	556.3	756.8	1,108.3	1,353.6	1,609.9
财务费用	0.0	0.0	-1,163.7	-1,554.5	-1,870.4
投资收益	6.0	82.0	81.9	81.9	81.9
营运资金变动	-3,688.4	-4,479.9	10,038.7	-1,224.1	-910.6
其他	-181.7	3.8	-4,122.9	-95.8	-67.6
投资活动现金流	-5,339.3	-4,580.2	-4,807.1	-5,296.9	-5,005.1
资本支出	-5,334.3	-4,489.6	-4,726.8	-5,216.3	-4,924.7
其他投资	-5.0	-90.6	-80.3	-80.6	-80.5
筹资活动现金流	-6,664.1	-4,374.6	-3,997.6	-4,803.4	-5,294.3
借款变动	0.0	62.6	-62.6	0.0	0.0
普通股增加	0.0	103.8	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	-6,664.1	-4,541.0	-5,098.7	-6,357.9	-7,164.7
其他	0.0	0.0	1,163.7	1,554.5	1,870.4

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

金春萍，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58565091

网址：www.hrsec.com.cn