

2015年10月23日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

220

贵州茅台(600519.SH)

BUY 买入
2015 前三季度纯利同比增 7%，3Q 预收款大增
结论与建议：

茅台前三季度纯利同比增 7%，符合预期。其中 3Q 预收款超过 50 亿元，处于 2013 年以来最高水平，超预期，显示茅台渠道订货持续改善，大众消费力不断提升。茅台作为国酒，在全行业深度调整的背景下，实现了业绩的平稳过度，我们坚定看好其长期的发展趋势和品牌价值。目前股价对应 2016 年 PE 为 15 倍，维持买入投资评级。

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2015/10/22)	202.53
上证综指(2015/10/22)	3368.74
股价 12 个月高/低	286.83/146.15
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	2544.18
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (61.99%)
每股净值(元)	47.64
股价/账面净值	4.25
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	2.3 -7.6 42.6

近期评等

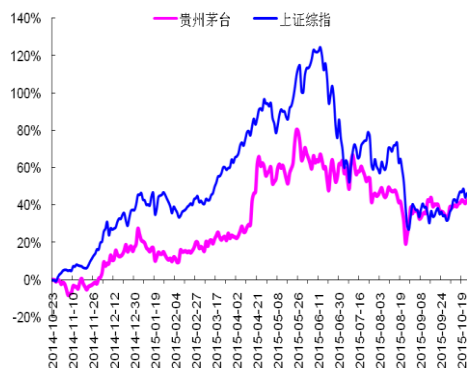
出刊日期	前日收盘	评等
2015-08-28	192.65	买入
2015-04-21	234.03	买入

产品组合

茅台酒	97.0%
系列酒	3.0%

机构投资者占流通 A 股比例

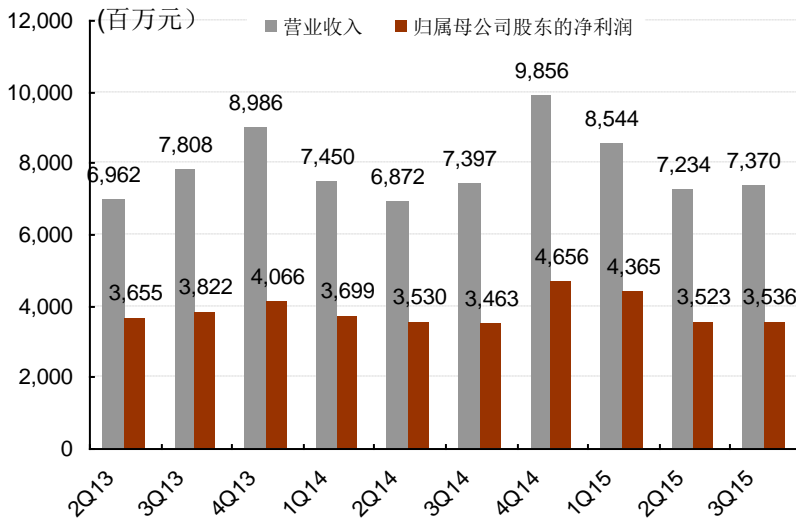
基金	1.3%
一般法人	68.6%

股价相对大盘走势


- 2015 年前三季度贵州茅台实现营业收入 231.48 亿元，同比增长 6.6%；实现营业利润 163 亿元，同比增长 6.4%；实现净利润 114.25 亿元，同比增长 6.84%；对应每股收益 9.09 元。符合预期。前三季度毛利率 92.63%，同比增加 0.18 个百分点，依然处在很高的水平。在经济增速放缓的背景下，这一业绩不俗，业绩持续领先于其它竞争对手，抗行业周期的能力极强。
- 分季度看，3Q 贵州茅台实现营收 75.49 亿元，同比基本持平；实现净利润 35.36 亿元，同比增加 2.11%。3Q 属于白酒消费淡季，茅台业绩增长表现良好。
- 3Q 预收帐款 56.06 亿元，较 2Q 绝对值增加 32.69 亿元，增长 140%，处于白酒行业调整以来的最高水平，超预期，显示茅台渠道订货持续改善，大众消费力不断提升。
- 白酒行业经过 2 年调整，目前一线阵营明朗，一线和二线白酒的价格差逐渐清晰，而贵州茅台牢牢占据白酒 800 元以上的价位，继续走低的空间十分有限，最坏时期已过去。
- 8 月茅台要求经销商将一批价格从原来的 820-830 元提高到 840 元，在此背景下，市场零售价格顺势升至 949 元附近。四季度属于传统白酒消费旺季，尽管今年国内经济下行压力加大，但我们认为茅台单季度纯利仍将维持增增长。
- 综上，维持公司盈利预测，预计公司 2015、2016 年将实现净利润 162 亿元和 172 亿元，分别同比增长 5.49%和增长 6.71%，对应的 EPS 为 12.89 元和 13.76 元。

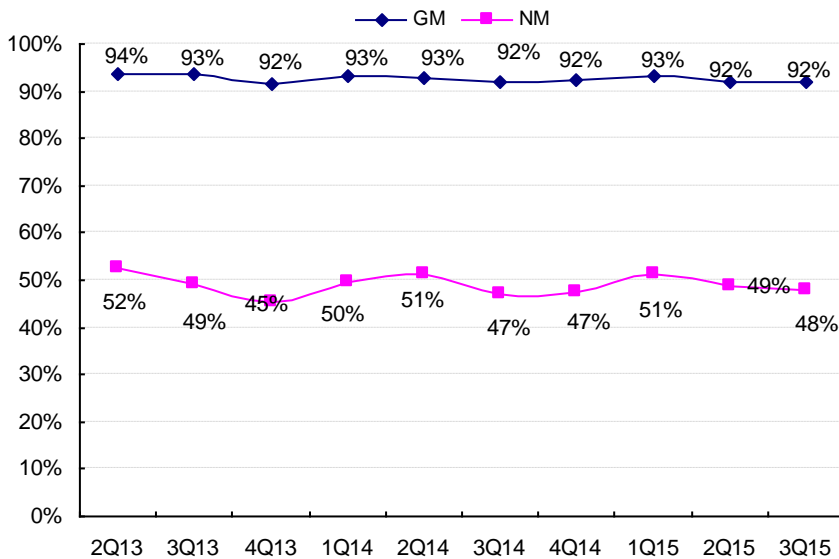
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	8763	13308	15137	15350	16192	17279
同比增减	%	73.49	51.86	13.74	1.41	5.49	6.71
每股盈余 (EPS)	RMB 元	8.44	12.82	14.58	13.44	12.89	13.76
同比增减	%	57.76	51.90	13.73	-7.81	-4.10	6.71
市盈率(P/E)	X	24.00	15.80	13.89	15.07	15.71	14.72
股利 (DPS)	RMB 元	4.00	6.42	4.37	4.37	4.30	4.59
股息率 (Yield)	%	1.97	3.17	2.16	2.16	2.12	2.26

图 1: 贵州茅台分季度营收和净利润变动表 单位: 百万元



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 贵州茅台分季度毛利率和净利润率变动表 单位: %



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
营业收入	18402	26455	31071	32217	33527	35334
经营成本	1551	2044	2194	2339	2409	2605
营业税金及附加	2477	2573	2791	2789	2937	3090
销售费用	720	1225	1858	1675	1621	2010
管理费用	1674	2204	2835	3378	3608	3800
财务费用	-351	-421	-429	-123	-79	-424
资产减值损失	-3	3	-2	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	4	0
营业利润	12336	18831	21792	22103	22987	24255
营业外收入	7	7	33	7	3	8
营业外支出	9	137	392	227	136	11
利润总额	12335	18700	21432	21882	22854	24252
所得税	3084	4692	5467	5613	5708	6063
少数股东损益	487	700	828	920	953	909
归属于母公司所有者的净利润	8763	13308	15137	15350	16192	17279

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
货币资金	18255	22062	25185	27711	32064	37839
应收账款	2	18	1	4	5	5
存货	7187	9666	11837	14982	17979	21575
流动资产合计	27830	36225	41932	47571	52548	61919
长期股权投资	4	4	4	0	0	0
固定资产	5426	6807	8523	10376	12451	14941
在建工程	251	393	456	3422	3251	3088
非流动资产合计	7071	8773	13523	18302	21963	26355
资产总计	34901	44998	55454	65873	74511	88274
流动负债合计	9481	9526	11307	10544	8435	6748
非流动负债合计	17	18	18	18	20	22
负债合计	9497	9544	11325	10562	8455	6770
少数股东权益	412	1304	1507	1881	3762	11287
股东权益合计	24991	34150	44129	55312	62294	70218
负债及股东权益合计	34901	44998	55454	65873	74511	88274

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	10149	11921	12655	12633	12885	13658
投资活动产生的现金流量净额	-2120	-4199	-5339	-4580	-3528	-2527
筹资活动产生的现金流量净额	-2662	-3915	-7386	-5041	-5004	-5357
现金及现金等价物净增加额	5366	3807	-70	3005	4354	5774

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事先通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。