

2015年12月21日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元)

250

公司基本資訊

| | | | |
|------------------|-----------------------------|------|------|
| 產業別 | 食品飲料 | | |
| A 股價(2015/12/20) | 216.88 | | |
| 上證綜指(2015/12/20) | 3578.96 | | |
| 股價 12 個月高/低 | 286.83/169.64 | | |
| 總發行股數(百萬) | 1256.20 | | |
| A 股數(百萬) | 1256.20 | | |
| A 市值(億元) | 2724.44 | | |
| 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) | 47.64 | | |
| 股價/賬面淨值 | 4.55 | | |
| | 一個月 | 三個月 | 一年 |
| 股價漲跌(%) | 1.5 | 11.4 | 34.3 |

近期評等

| | | |
|------|------|----|
| 出刊日期 | 前日收盤 | 評等 |
|------|------|----|

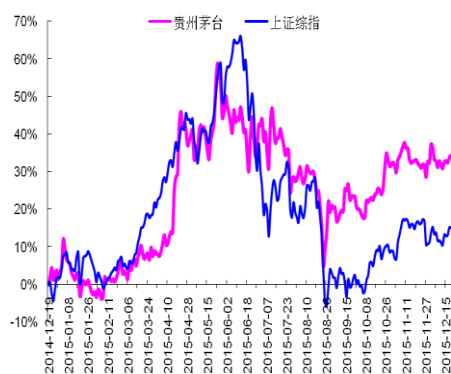
產品組合

| | |
|-----|-------|
| 茅臺酒 | 97.0% |
| 系列酒 | 3.0% |

機構投資者占流通 A 股比例

| | |
|------|-------|
| 基金 | 1.3% |
| 一般法人 | 68.6% |

股價相對大盤走勢



貴州茅臺(600519.SH)

BUY 買入

逆勢增長，2015 前 11 個月茅臺銷量增 7%，消費需求穩定增加

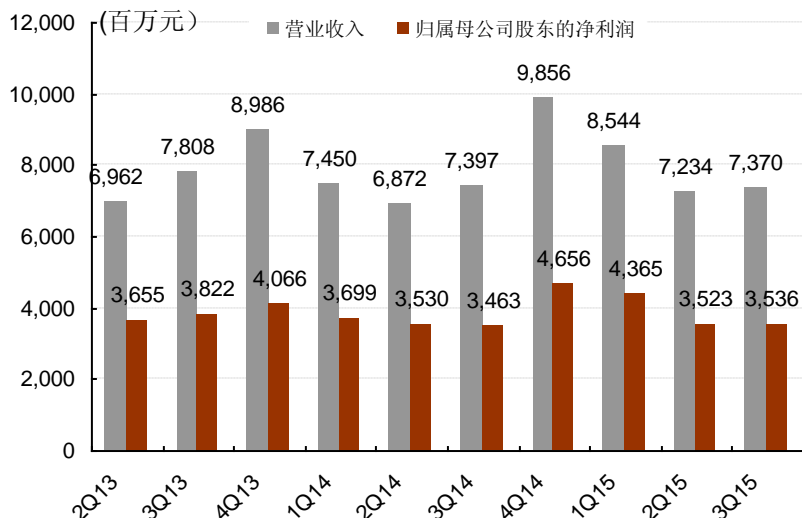
結論與建議：

茅臺酒前 11 個月銷量同比增 7.65%，再次證實了茅臺渠道訂貨持續改善，大眾消費力不斷提升。維持原有觀點，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。目前股價對應 2016 年和 2017 年 PE 分別為 15 倍和 14 倍，維持買入投資評級。

- 12 月 20 日茅臺照例召開經銷商大會，董事長袁仁國表示，茅臺目前已經完成了全年目標，2015 年 1 至 11 月，茅臺集團實現銷售收入 357 億元，同比增長 4%；實現利潤 193.45 億元，同比增長 1.88%；其中茅臺酒銷量同比增長 7.65%。
- 2015 年公司提出 53 度飛天茅臺酒的“三不原則”，即不降價，不增量，不增加經銷商。在此背景下，茅臺單品的銷量依然實現了增長，代表了市場對茅臺目前零售價位的認可（900 元/瓶上下），茅臺的大眾消費需求穩定增加，渠道訂貨持續改善。
- 白酒行業經過 3 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，價格中樞趨于穩定。
- 8 月茅臺曾經要求經銷商將一批價格從原來的 820-830 元提高到 840 元，在此背景下，市場零售價格順勢升至 949 元附近。近兩個月，為順應雙十一大促和春節前促銷預熱，飛天茅臺的流通一批價回落到在 825 元/瓶附近，與去年同期的水平持平，茅臺零售價格也降至 888 元。四季度屬傳統白酒消費旺季，儘管今年國內經濟下行壓力加大，但茅臺的銷量數據不俗，抗行業周期的能力極強，因此我們認為茅臺單季度純利仍將維持增增長。
- 展望 2016 年，為了穩定價格，茅臺酒預計依然不會增量，而對於系列酒而言，由于銷售不暢，因此預計系列酒產品進行調整的可能性比較大。
- 綜上，維持公司盈利預測，預計公司 2015、2016、2017 年將實現淨利潤 162 億元、176.5 億元和 190 億元，分別同比增長 5.49%、增長 9%和增長 8%，對應的 EPS 為 12.89 元、14 元和 15 元。

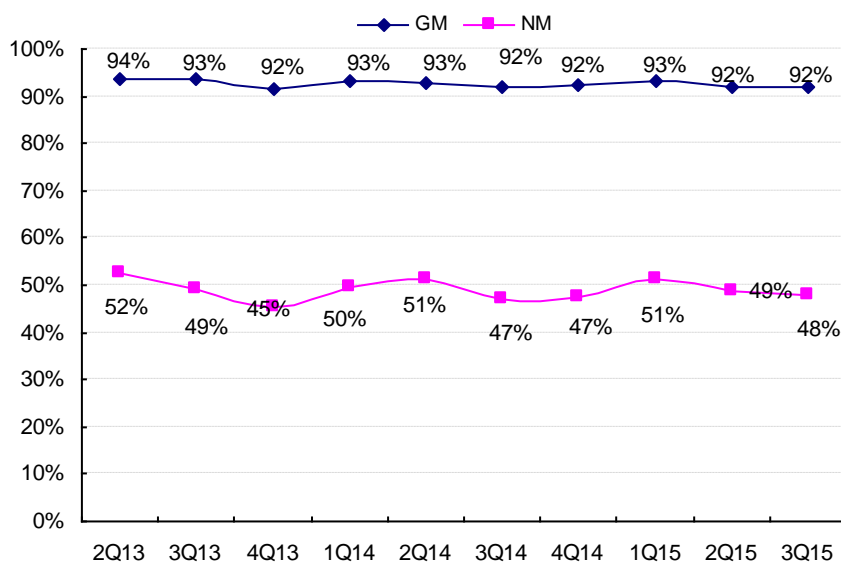
| 年度截止 12 月 31 日 | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 純利 (Net profit) | RMB 百萬元 | 13308 | 15137 | 15350 | 16192 | 17647 | 19025 |
| 同比增減 | % | 51.86 | 13.74 | 1.41 | 5.49 | 8.98 | 7.81 |
| 每股盈餘 (EPS) | RMB 元 | 12.82 | 14.58 | 13.44 | 12.89 | 14.05 | 15.14 |
| 同比增減 | % | 51.90 | 13.73 | -7.81 | -4.10 | 8.98 | 7.81 |
| 市盈率(P/E) | X | 16.92 | 14.88 | 16.14 | 16.83 | 15.44 | 14.32 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 6.42 | 4.37 | 4.37 | 4.30 | 4.68 | 5.05 |
| 股息率 (Yield) | % | 2.96 | 2.02 | 2.02 | 1.98 | 2.16 | 2.33 |

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 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入 | 26455 | 31071 | 32217 | 33527 | 36013 | 38798 |
| 經營成本 | 2044 | 2194 | 2339 | 2409 | 2604 | 2784 |
| 營業稅金及附加 | 2573 | 2791 | 2789 | 2937 | 3143 | 3372 |
| 銷售費用 | 1225 | 1858 | 1675 | 1621 | 2057 | 2235 |
| 管理費用 | 2204 | 2835 | 3378 | 3608 | 3871 | 4165 |
| 財務費用 | -421 | -429 | -123 | -79 | -431 | -462 |
| 資產減值損失 | 3 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投資收益 | 3 | 3 | 3 | 4 | 0 | 0 |
| 營業利潤 | 18831 | 21792 | 22103 | 22987 | 24770 | 26704 |
| 營業外收入 | 7 | 33 | 7 | 3 | 8 | 8 |
| 營業外支出 | 137 | 392 | 227 | 136 | 11 | 11 |
| 利潤總額 | 18700 | 21432 | 21882 | 22854 | 24767 | 26701 |
| 所得稅 | 4692 | 5467 | 5613 | 5708 | 6192 | 6675 |
| 少數股東損益 | 700 | 828 | 920 | 953 | 929 | 1001 |
| 歸屬於母公司所有者的淨利潤 | 13308 | 15137 | 15350 | 16192 | 17647 | 19025 |

附二：合并資產負債表

| 百萬元 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 貨幣資金 | 22062 | 25185 | 27711 | 31671 | 36921 | 41986 |
| 應收賬款 | 18 | 1 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 存貨 | 9666 | 11837 | 14982 | 17979 | 21575 | 24811 |
| 流動資產合計 | 36225 | 41932 | 47571 | 52155 | 61001 | 69303 |
| 長期股權投資 | 4 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定資產 | 6807 | 8523 | 10376 | 12451 | 14941 | 17929 |
| 在建工程 | 393 | 456 | 3422 | 3251 | 3088 | 2934 |
| 非流動資產合計 | 8773 | 13523 | 18302 | 21963 | 26355 | 31626 |
| 資產總計 | 44998 | 55454 | 65873 | 74118 | 87357 | 100929 |
| 流動負債合計 | 9526 | 11307 | 10544 | 8435 | 6748 | 5398 |
| 非流動負債合計 | 18 | 18 | 18 | 20 | 22 | 24 |
| 負債合計 | 9544 | 11325 | 10562 | 8455 | 6770 | 5422 |
| 少數股東權益 | 1304 | 1507 | 1881 | 3762 | 11287 | 45148 |
| 股東權益合計 | 34150 | 44129 | 55312 | 61901 | 69300 | 50360 |
| 負債及股東權益合計 | 44998 | 55454 | 65873 | 74118 | 87357 | 100929 |

附三：合并現金流量表

| 百萬元 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F | 2017F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 經營活動產生的現金流量淨額 | 11921 | 12655 | 12633 | 12885 | 13658 | 13931 |
| 投資活動產生的現金流量淨額 | -4199 | -5339 | -4580 | -3528 | -2527 | -2526 |
| 籌資活動產生的現金流量淨額 | -3915 | -7386 | -5041 | -5397 | -5881 | -6341 |
| 現金及現金等價物淨增加額 | 3807 | -70 | 3005 | 3961 | 5250 | 5065 |

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先通知前變更。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。