

贵州茅台 (600519)

赏真茅台，赚明白钱

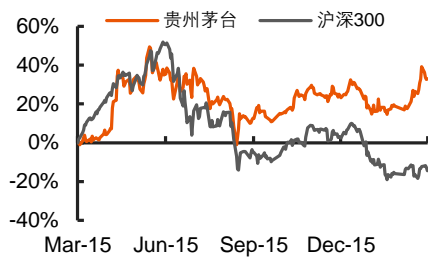
强烈推荐 (维持)

现价: 228.06 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/61.99%
实际控制人/持股	贵州省国有资产监督管理委员会/61.99%
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万股)	1,256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	2,865
流通 A 股市值(亿元)	2,865
每股净资产(元)	47.64
资产负债率(%)	20.20

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@pingan.com.cn

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

张宇光 投资咨询资格编号
S1060515090001
0755-22627694
ZHANGYUGUANG467@pingan.com.cn

王俏怡 投资咨询资格编号
S1060515110001
0755-22626689
WANGQIAOYI597@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

摘要: 2015年茅台酒销量比12年近翻倍，但降价抢渠道和消费者的红利基本消失，茅台4Q15已开始控量挺价。茅台酒销量狂飚与报表营收低增速并存源于产品、价格结构大变和预收款调节，虽我们预期16年茅台酒销量持平甚至下降，但靠15年积累的预收款，16、17年报表营收年增10%很容易。因高档酒需求量结构类似宽口细颈瓶，故消费升级可能仅支持茅台酒销量年增个位数，茅台酒价格涨幅与城镇人均可支配收入基本同步，且12年9月至今未涨，2H16或1H17或是合适时点，幅度约5%为宜。

■ **茅台酒销量三年逆市近翻倍。** 12年打击三公砍掉高端白酒约50%需求，茅台酒逆市连续增量，一批价从11年末约1700元/瓶降至15年约820元/瓶，释放了此前积累的渠道和品牌势能，客户结构迅速从政务转向商务、个人，渠道从11年末约1900家增至15年超2700家，茅台酒15年销量超2万吨，比12年逆市接近翻倍。

■ **16年再放量基础不存，顺势而为更宜提价。** 一批渠道已几无毛利；高端白酒行业销量结构已像宽口细颈瓶，500-700元价格带市场容量仅约1.7万吨，除非茅台酒继续降价向下抢市场，自然消费升级可能仅支撑个位数增速；茅台酒可销量同比增速已降至低个位数；15年酒厂已再次积累了预收款，16、17年财务增长无压力。茅台酒已快四年未涨价，为维持品牌形象，2H16或1H17可能是较好提价时点，为维持渠道盈利能力，提价之前必然控量以推升一批价。我们跟踪判断，4Q15至今茅台酒出货量已同比下降，这是16年春节一批价显著回升主因。

■ **穿透三重迷雾，读懂真茅台。** 茅台酒报表增速与市场调研矛盾源于：15年茅台酒占营收83%已较12年升20PCT；计划内、外价格15年才并轨；酒厂通过预收款“旺储淡消”调账，且基数效应致“数据幻觉”，扭曲财报增速，16年1月数据就更可能是“数据幻觉”。

■ **量价可稳增长，估值仍可提升。** 维持15-17年EPS12.61、13.86、15.22元预测，同比增3.2%、10.0%、9.8%，动态PE18.1、16.5、15倍。消费升级增量、茅台酒价格维持与人均可支配收入同步，茅台酒量价仍可齐升，预期5-10年内年增约10%无忧。增长前景明确、模式简单可靠、现金流充裕，合理估值应达25-30倍PE，预计逐步实现，维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示:** 烈性酒政策收紧；自然灾害影响生产。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	31,071	32,217	33,311	36,440	39,875
YoY(%)	17.4	3.7	3.4	9.4	9.4
净利润(百万元)	15,137	15,350	15,838	17,414	19,121
YoY(%)	13.7	1.4	3.2	10.0	9.8
毛利率(%)	92.9	92.7	92.6	92.6	92.6
净利率(%)	51.4	50.5	50.3	50.6	50.7
ROE(%)	39.4	32.0	28.1	26.8	24.7
EPS(摊薄/元)	12.05	12.22	12.61	13.86	15.22
P/E(倍)	15.6	17.0	18.1	16.5	15.0
P/B(倍)	6.7	5.4	4.8	4.0	3.4

正文目录

一、销量狂飙暂止，提价更似顺势而为	4
1.1 茅台酒销量逆市 3 年翻倍，800 元/瓶以上市场赢家通吃	4
1.2 渠道利润&需求不再支持大幅放量，顺势而为更宜挺价	5
二、春节批价回升因控量，透视三重迷雾懂真茅台	8
2.1 4Q15 至今控量推升了一批价，1 月高增长更可能因“数据幻觉”	8
2.2 穿透三重迷雾，读懂真茅台	9
三、成长仍可期：增量、提价、结构优化	11
四、报表稳定增长无忧，估值提升仍有空间	13
五、风险提示：	15

图表目录

图表 1	12 年打击三公，茅台酒一批价跳水	4
图表 2	2Q13 开始连续大放量，持续压低茅台酒一批价	4
图表 3	2Q13-15 年，酒厂通过各种政策持续推动茅台酒放量	4
图表 4	茅台酒降价抢市场推动高端白酒市场结构剧变 单位：吨，元/瓶	5
图表 5	茅台酒 15 年出货量比 12 年接近翻倍	5
图表 6	15 年茅台酒一批毛利趋近于零	6
图表 7	简单估算专卖店还能持续，但已经不起折腾	6
图表 8	53 度飞天茅台规模已相当于 52 度五粮液约 1.6 倍	6
图表 9	16 年茅台酒可销售量同比增速降至 4%	7
图表 10	15 年茅台预收款余额大增约 41 亿，相当于约 2500 吨茅台酒没有进 15 年报表	7
图表 11	2001 到 2012 年，茅台 1-2 年提价一次，2012 年 9 月至今未提价	8
图表 12	估计 4Q15 至今茅台酒出货量同比下降	8
图表 13	15 年茅台预收款一路上升，再次以待“淡消”	8
图表 14	预收款调账的基数效必然导致增速“数据幻觉”	9
图表 15	13-15 年报表增速持续大幅背离市场情况	9
图表 16	茅台酒营收占比快速上升	9
图表 17	茅台酒均价波动很大，11-15 年受提价、直营、计划外比例供货影响	10
图表 18	15 年计划外价格与计划内价格并轨	10
图表 19	茅台出货模式结构近年变化大	10
图表 20	茅台年末预收款余额波动幅度明显异常，且通常是趋势性的	11
图表 21	茅台当年收到预收款增速与营收增速系统性不匹配	11
图表 22	高端白酒需求结构像宽口细颈瓶，消费升级可能仅支持茅台销量低速增长	12
图表 23	01-12 年茅台酒出厂价涨幅基本与居民收入增速一致，至今已近四年未提价	12
图表 24	预计 16、17 年营收、净利年增约 10%	13
图表 25	13-15 年茅台 PE 逐步回升	14
图表 26	重点跟踪公司盈利预测表	14

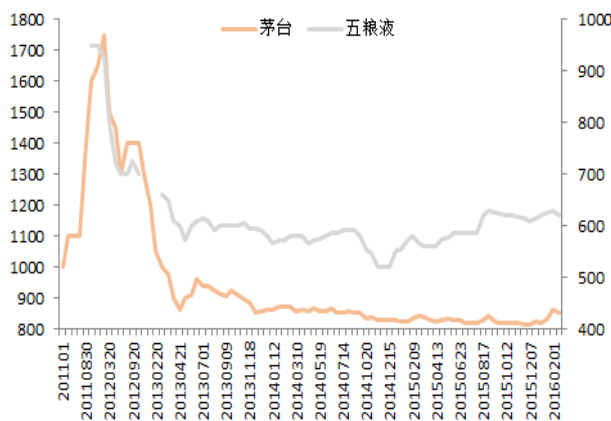
一、销量狂飚暂止，提价更似顺势而为

1.1 茅台酒销量逆市 3 年翻倍，800 元/瓶以上市场赢家通吃

12 年打击三公推动高端白酒市场急剧大调整。12 年之前政务消费占高端白酒需求约 50%（经验数据），且政务对价格不敏感，通过边际定价持续拉升高端白酒价格，11 年达到顶峰，茅台酒（特指 53 度飞天茅台酒，下同）一批价当年涨幅超 50% 超过 1700 元/瓶。故 12 年打击三公等于直接砍掉高端白酒 50% 的需求，行业被迫大调整。

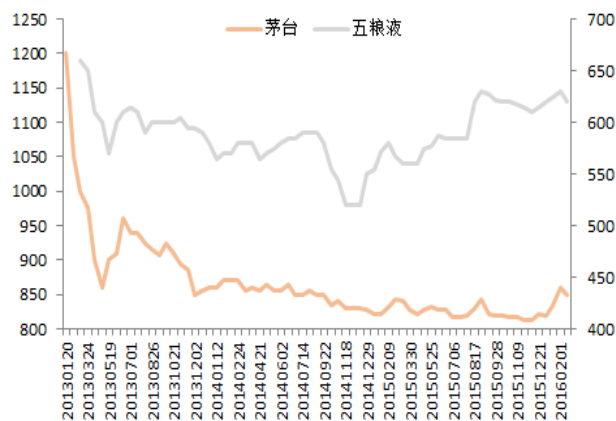
茅台酒厂 2Q13 开始快速持续放量，压低茅台酒一批价抢市场。打击三公之始，茅台酒一批价从 11 年末约 1700 元直线下滑至 12 年末约 1200 元，至 13 年 4 月降至约 860 元，但此后迅速反弹至 900 元/瓶以上。此后，酒厂开始持续放量，在 13 年底将一批价压至 860 元/瓶，稳定直至 14 年 9 月，3Q14 密集出政策推动新一轮增量，14 年底一批价被压至 830 元/瓶平台。由于增量政策转化为经销商计划效果集中体现在 15 年，且 3Q15 酒厂显著增加计划外供货，15 年实际出货再次大增，全年一批价也振荡向下，最低探至 810 元/瓶。

图表1 12年打击三公，茅台酒一批价跳水



资料来源：wind、平安证券研究所调研估算

图表2 2Q13开始连续大放量的，持续压低茅台酒一批价



资料来源：wind、平安证券研究所调研估算

图表3 2Q13-15年，酒厂通过各种政策持续推动茅台酒放量

政策推出时段	重要政策
2-3Q13	999 元/瓶计划外增量 3 千吨，按 20% 比例增加 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额，13 年就可执行；年份酒打款按 1: 2 比例增加 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额，13 年就可执行
4Q13	11/12 月份已经可以执行 14 年 1 季度的量，这种情况很普遍，且 1Q14 执行此后计划情况也较普遍
2-4Q14	999 元/瓶打款先后按 2: 1 和 1: 1 比例增加 14 年 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额，且自 15 年始相应按比例 2 或 3 增加 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额
	13 年实际执行了 999 元/瓶计划外货物的经销商，14 年额外按 20% 比例再增 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额，且自 15 年始按 1: 1 增加 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额；
	北、上、广专卖店不足 8 吨补足 8 吨；43 度打款按 1: 1 比例增加每年 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额；
	老经销商完成全年计划，按经营时间每年奖 0.2 吨计划增加 819 元/瓶每年 53 度飞天计划配额，14 年必须于 12 月 31 日必须完成
	14 年新增 300 多家专卖店，必须在 15 年 3 月之前完成执行。

政策推出时段	重要政策
2H15	完成全年计划，可按 819 元/瓶向厂里要求计划外增量，几乎没限制

资料来源：公司公告、平安证券研究所调研估算

赢家通吃，茅台酒销量逆市 3 年接近翻倍。快速降价释放了此前积累的品牌势能，茅台酒迅速完成了从政务转向商务、个人的客户转变，渠道也从 11 年末的约 1900 家扩张至 15 年超 2700 家，需求来源则主要是抢占原来这个价格带上的客户。我们估算，一批价 500 元/瓶以上高端白酒 11 年出货量约 39500 吨，当时普遍供不应求，可以之代替需求量。扣 50% 的政务消费后，商务、民间需求约为 2 万吨，考虑实际价格大降及消费升级双重影响，按年增 15% 计算，15 年市场实际需求量约为 34500 吨，与我们估算的 15 年茅台、五粮液、1573 实际出货量相当接近，茅台在 800 元/瓶市场上赢家通吃。

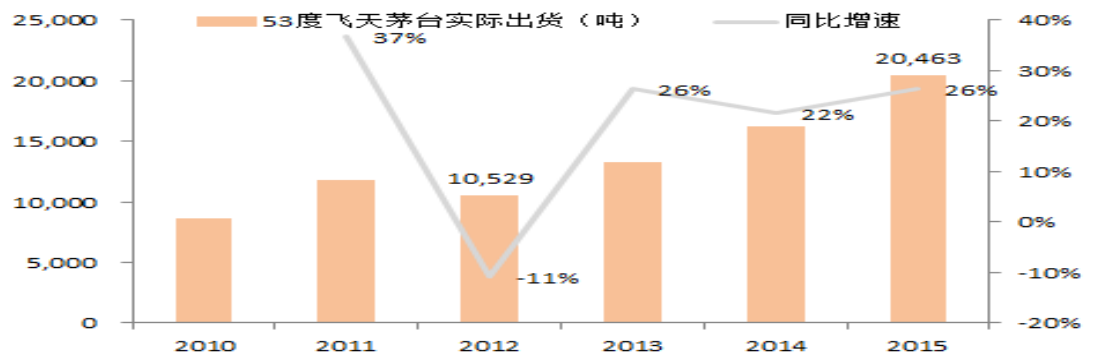
图表4 茅台酒降价抢市场推动高端白酒市场结构剧变 单位：吨，元/瓶

	11 年高端白酒出货量	4Q11 批价	扣除 50% 政务消费后需求量	估算 15 年需求量 (年增 15%)	2015 年高端白酒出货量	4Q15 批价
茅台 53 度	11,806	1,600			20,463	820
五粮液 52 度	14,600	950			13000	620
1573	5,200	900			2000	560
其他 (20% 市场份额)	7,901	500-900				<500
合计	39,507		19,753	34,549	35,463	

备注：假设 12-15 年商务和民间需求量年均增 15%，驱动因素包括价格下降和消费升级。

资料来源：wind、平安证券研究所估算

图表5 茅台酒 15 年出货量比 12 年接近翻倍

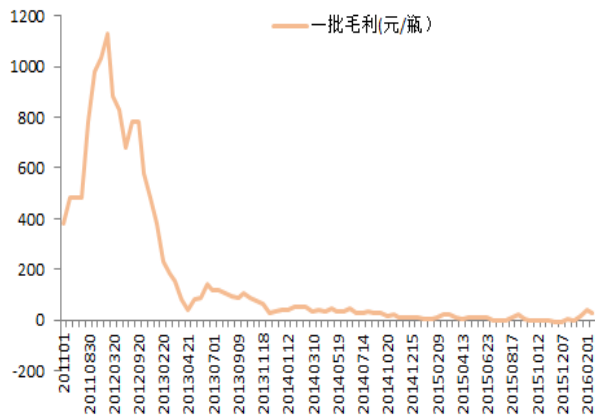


资料来源：wind，平安证券研究所估算

1.2 渠道利润&需求不再支持大幅放量，顺势而为更宜挺价

渠道利润大幅收窄，经不起折腾。连续三年放量推动以价换量后，经销商盈利能力已急剧下降。2015 年茅台酒一批价常在 820 元/瓶，据此计算实际单瓶已无毛利。典型专卖店销量结构中有部分是团购，有部分是一批倒货，按各占 50% 估算，团购价取 860 元/瓶，销量按 2700 家客户平均，简单估算，一家专卖店茅台酒能产生毛利约 32 万元，按全年资金周转六次估毛利 ROE 约 15%，只能算是不错的生意。我们没考虑公司给予的票据支持，也没估算人工、房租、亏钱的系列酒等。故总的来看，约 2000 家专卖店对价格和政策已很敏感，历史上赚大钱的效应也将随时间边际下降。

图表6 15年茅台酒一批毛利趋近于零



资料来源: wind、平安证券研究所调研估算

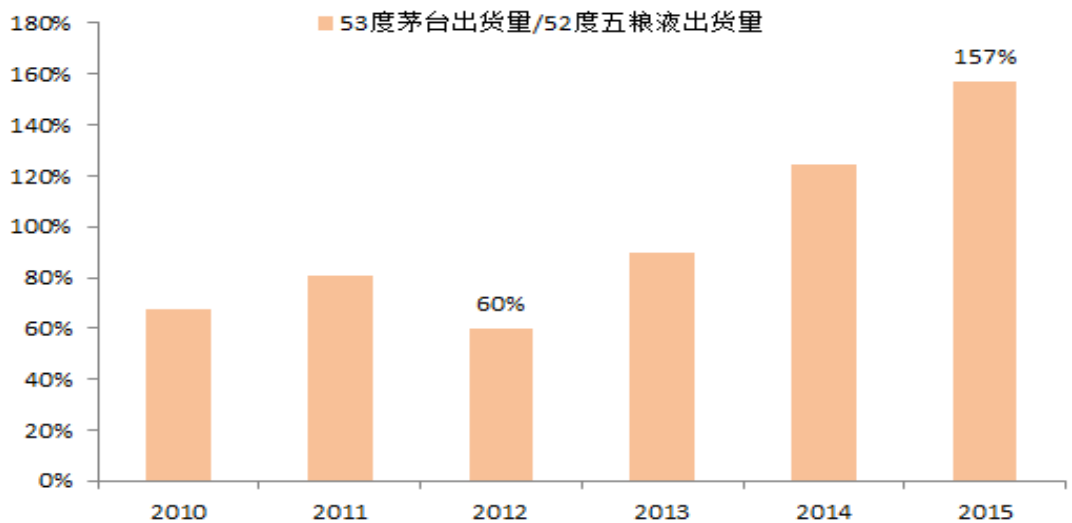
图表7 简单估算专卖店还能持续, 但已经不起折腾

53度飞天茅台销量(2700家客户平均)	7.6吨
销售均价(50%一批, 50%团购)	840元/瓶
吨毛利(元)	42,420
总毛利(元)	322,392
营运资金(元, 假设年周转六次)	2,205,840
ROE	15%

资料来源: wind、平安证券研究所调研估算

放量抢市场应已完成, 消费升级推动销量增长需要时间。2012年, 我们估计茅台酒出货量仅为52度五粮液的约60%, 2015年这一比例升至约160%, 茅台旺销与五粮液调整艰难的市场反馈与这个数据吻合。茅台酒降价抢消费者、抢渠道已持续三年, 观察15年市场前端, 我们相信高端白酒市场结构调整已基本完成, 除非茅台价格再降台阶, 否则量的增长只能等待消费持续升级了, 由于茅台酒之下五粮液等销量合计已小于茅台酒, 每年消费升级能支持的茅台酒销量增速可能有限。

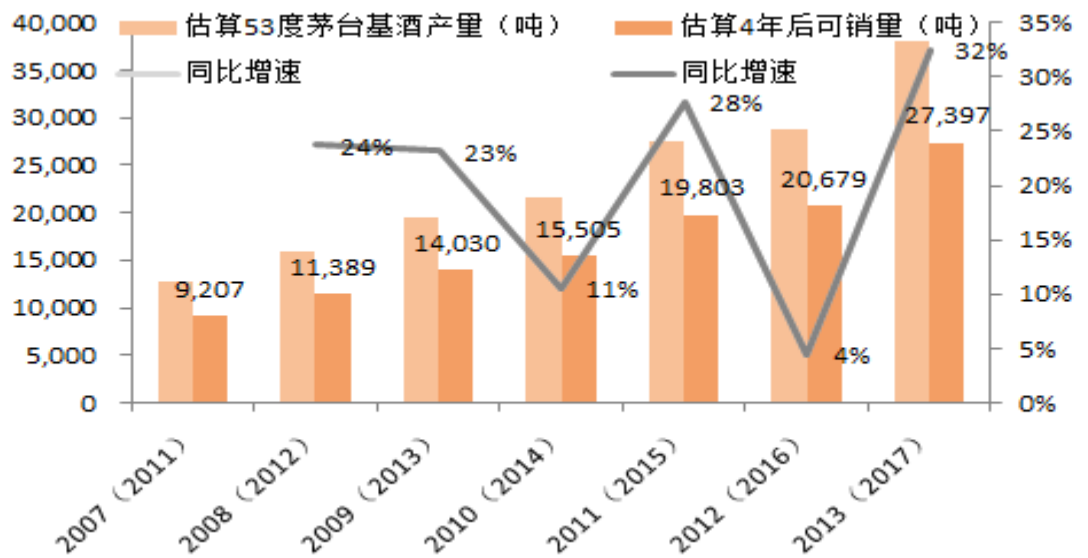
图表8 53度飞天茅台规模已相当于52度五粮液约1.6倍



资料来源: wind、平安证券研究所调研估算

16年产能释放压力稍减, 17年放量压力可能再增。根据07-13年基酒产量估算, 12-15年可出厂销售茅台酒持续高速增长, 到15年约2万吨。16年增速会降至仅4%, 但17年又会猛增至32%。茅台产品结构单一, 系列酒和低度茅台酒已多年基本没增长, 年份酒占比很小, 故公司披露的基酒生产量扣除系列酒和低度茅台基酒后, 就是53度茅台酒的基酒。这些基酒会存放三年, 勾兑后再存一年则可出厂销售, 考虑挥发和老酒留存, 4年前基酒中有约70-75%可包装成53度飞天茅台酒出售。随着茅台十一五、十二五产能建设投产, 茅台产能不够早已成过去时。

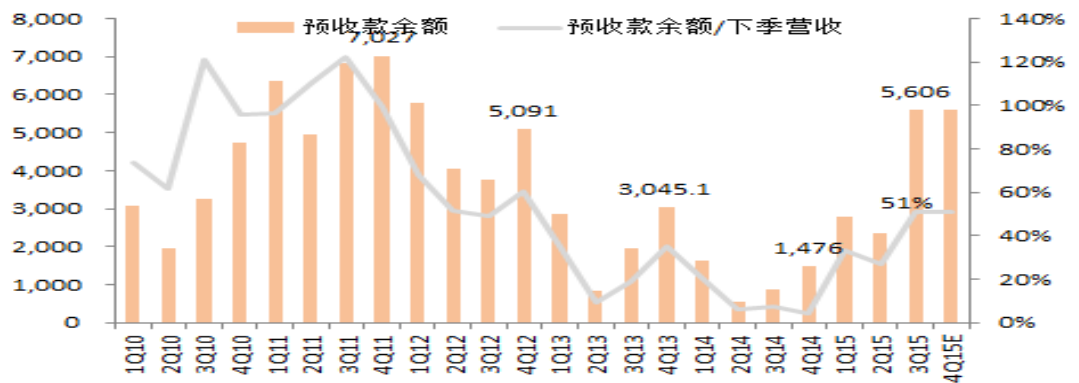
图表9 16年茅台酒可销售量同比增速降至4%



资料来源：公司公告，平安证券研究所估算

财务留存支撑报表增长无忧，16年控量有底气。我们估算，15年茅台酒实际出货增约26%至20500吨，但通过预收款不开票模式，酒厂2015年财报可能仅确认约18000吨的茅台酒销售。这意味着，即使16年茅台酒出货量持平仍为20500吨，财报营收增速能做到27%（（15年未开票的2500+16年比15年报表数多的2500）/15年报表量18000吨）。做为国企，公司为16年完成任务做好充分准备，就象11年之前一样，这将为公司控量提供足够底气。

图表10 15年茅台预收款余额大增约41亿，相当于约2500吨茅台酒没有进15年报表



资料来源：公司公告，平安证券研究所估算

距上次提价时间已超3年，茅台酒2H16或1H17提价动力上升。2001年至2012年9月，茅台1-2年会提价一次。但伴随市场剧变和公司大放量，从12年9月至今，已有超过3年没有提价，而到16年底将4年未提，茅台提价动力逐步上升。

顺势而为更宜提价。综上，茅台暂停持续了3年的放量政策，控量挺价恢复渠道利润，然后再提出厂价以维护品牌形象是当前顺势而为的选择。

图表11 2001到2012年，茅台1-2年提价一次，2012年9月至今未提价

提价时间	提价后	53度茅台酒涨幅
2001年8月	218	18%
2003年10月	268	23%
2006年2月	308	15%
2007年4月	358	16%
2008年1月	438	22%
2009年1月	499	14%
2011年1月	619	24%
2012年9月	819	32%

资料来源：公司公告，WIND，平安证券研究所

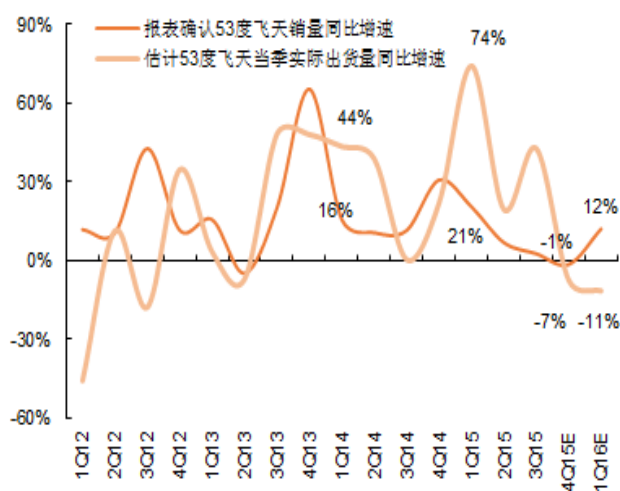
二、春节批价回升因控量，透视三重迷雾懂真茅台

2.14Q15至今控量推升了一批价，1月高增长更可能因“数据幻觉”

4Q15至今控量推升了一批价，16年春节需求难言强。根据我们持续跟踪，4Q15酒厂已开始控量，当季茅台酒实际出货同比可能降个位数，且延续至1Q16。控量在16年春节将一批价抬升至860元/瓶以上甚至超了15年春节，而前端调研反馈，16年春节需求并不算强。

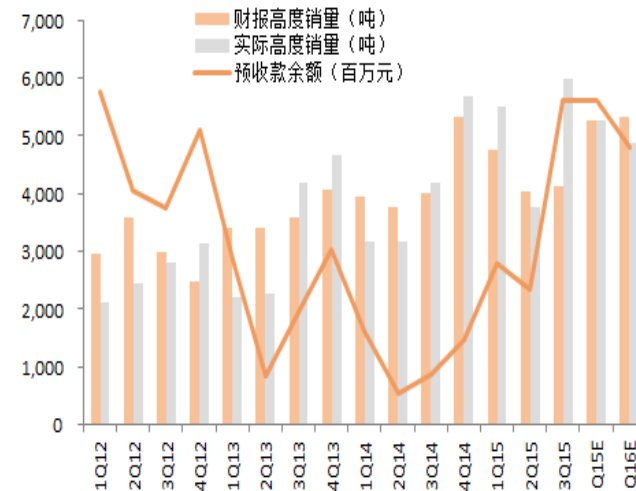
16年1月茅台酒数据大增更可能源于“数据幻觉”。可能原因是，15年积累的预收款在新财年要开发票，以免时效性不符要求，16年发货则再次转化为未开票的预收款。

图表12 估计4Q15至今茅台酒出货量同比下降



资料来源：平安证券研究所估算

图表13 15年茅台预收款一路上升，再次以待“淡消”



资料来源：平安证券研究所估算，公司公告

基数效应必致“数据幻觉”。当第X年通过预收款藏收入时，会直接降低第X年财务报表规模基数，一方面会使第X+1年财报同比基数降低，另一方面藏起来的预收款还可以直接增加X+1的营收，一增一减对财报增速影响巨大，如下表中，2016年实际出货可能降14%，但通过预收款调节，可以轻松做到财报同比增8%，且预收款仍余地。就茅台而言，随着2H13放量政策在15年充分落地到经销商计划中，且3Q15酒厂再次通过计划外放量1000-2000吨，茅台酒厂预收款在3Q15升至约56亿元，这意味着有约2500吨茅台酒未进报表，数据幻觉必然发生作用，16年报表增长很容易。

图表14 预收款调账的基数效必然导致增速“数据幻觉”

	2013	2014	2015	2016	2017
实际出货	100	120	140	120	130
增速		20%	17%	-14%	8%
财报做账出货	100	110	120	130	140
增速		10%	9%	8%	8%
预收款余额	10	20	40	30	20

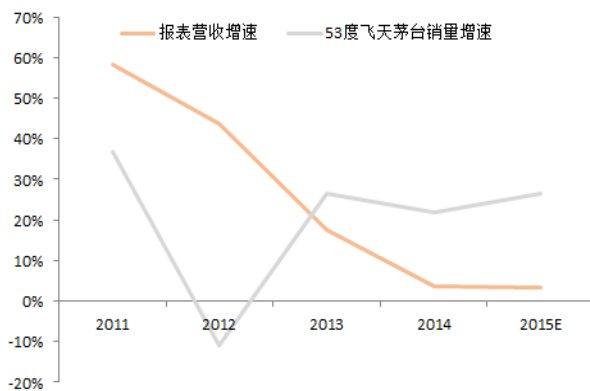
资料来源: wind、平安证券研究所

2.2 穿透三重迷雾，读懂真茅台

魔鬼都在细节中，茅台报表与市场调研错配源自多因。13-15年，一方面前端调研显示茅台酒持续旺销，另一方面14、15年酒厂报表营收增速仅为3%上下，完全不匹配。16年1月至今，前端调研显示茅台酒需求增速明显偏弱，但酒厂数据却高歌猛进，似有“王者归来”之象。种种矛盾，可能来自三方面原因。

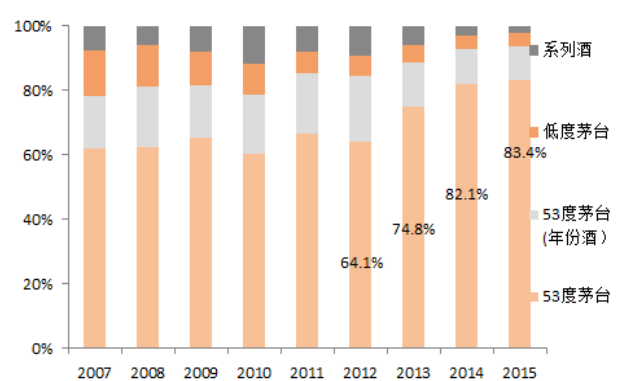
首先是产品结构变化。我们估算，15年与12年比，茅台年份酒（也是53度）、低度茅台酒、系列酒营收同比降约40%、18%、60%，全靠53度飞天茅台酒销量翻倍带动整体营收增长。到2015年，53度飞天茅台酒（不含年份酒）占营收约83%，较12年增长了近20个百分点。

图表15 13-15年报表增速持续大幅背离市场情况



资料来源: 平安证券研究所、公司官网

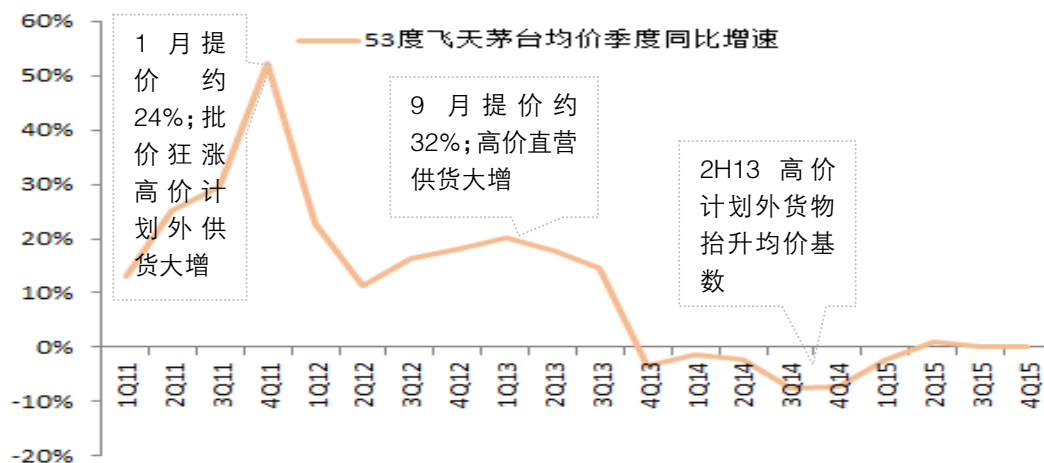
图表16 茅台酒营收占比快速上升



资料来源: 平安证券研究所、公司官网

其次是茅台酒计划外出货和价格扰动。茅台酒厂严格按计划发货给经销商，但每年会根据市场情况投放一定量计划外货物，11年之前每年约占总出货量的5-10%，且15年之前计划外价格明显高于计划内。因一批价大幅波动和酒厂持续放量，2011-2014年计划外货物占比和价格均大幅波动，显著影响均价，如2H14茅台酒出厂均价降幅甚至接近7%。随着一批价趋近于出厂价，及放量落实到经销商年度计划内，2015年计划外出货价格与计划内并轨，占比估计也回落到了5-10%区间。

图表17 茅台酒均价波动很大，11-15年受提价、直营、计划外比例供货影响



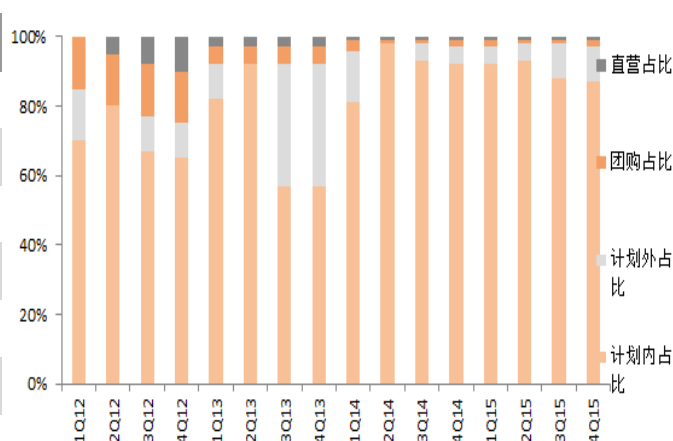
资料来源：平安证券研究所估算

图表18 15年计划外价格与计划内价格并轨

	计划内	计划外（团购）	直营
2009年1月	499	579	
2011年1月	619	779	
2012年9月	819	999	1519
2013年	819	999	1159
2014年	819	999	1159
2015年	819	819	1159

资料来源：平安证券研究所调研估算、公司公告

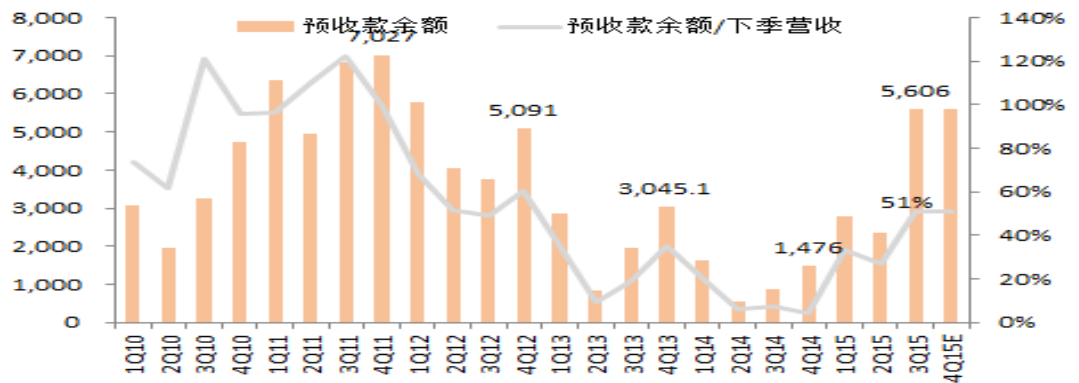
图表19 茅台出货模式结构近年变化大



资料来源：平安证券研究所调研估算、公司公告

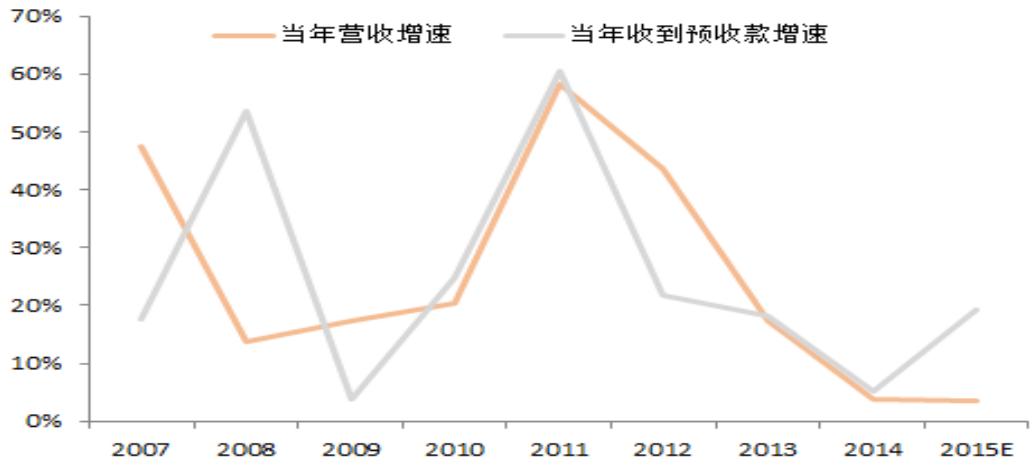
第三是预收款“旺储淡消”，加剧报表与实际出货增速的不匹配。酒厂是严格的先款后货制度，且经销商打款后收到货物时间非常规范，除非季节性波动，报表预收款规模应与业务量基本保持一致比例。如当前经销商打款两周后可收到货物，合理预收款余额应为一个月发货量的50%，按15年约330亿营收计算，加上增值税，合理预收款余额约为16亿元，约相当于1000吨茅台酒。但酒厂实际预收款季度波动幅度非常大，且呈现明显趋势性，持续上升或持续下降。如果观察每年收到预收款（当年营收+预收款余额变化），则能看到其增速与报表营收增速常常不匹配，通常是旺销且超出计划时把营收藏在预收款，平淡时则把预收款放出来，调控报表。

图表20 茅台年末预收款余额波动幅度明显异常，且通常是趋势性的（单位：百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所预测

图表21 茅台当年收到预收款增速与营收增速系统性不匹配

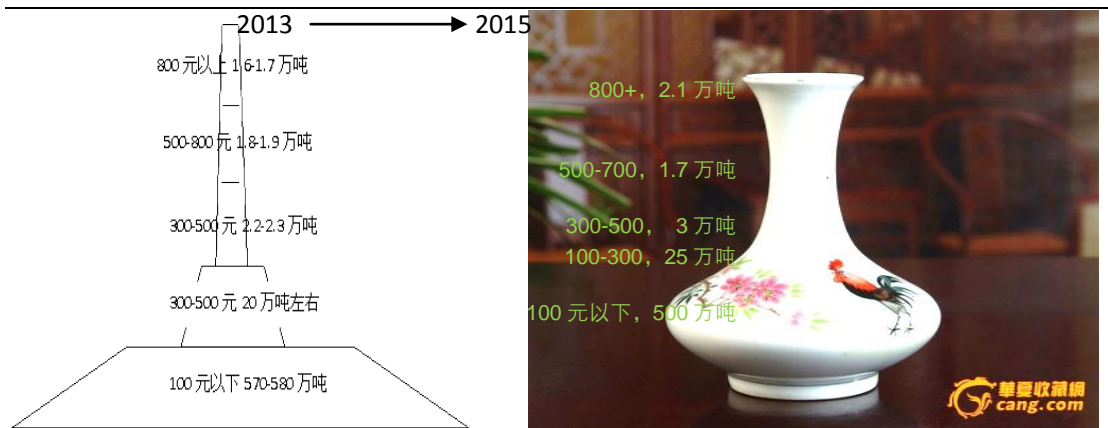


资料来源：wind，公司公告，平安证券研究所预测

三、 成长仍可期：增量、提价、结构优化

虽销量狂飙基础已不存，但消费升级仍可支持年增个位数。13-15年茅台酒销量翻倍，是凭借此前积累品牌势能快速降价抢渠道、抢客户。但到2015年，茅台酒一批价已接近出厂价，再降价几无空间，而调整后的500-700元/瓶价格带市场总容量估计仅约1.7万吨，若其中10%每年升级至茅台酒，亦仅支撑约8%的增速。如没有新增需求来源，比如三公消费再次回来，假设茅台酒3-5年内销量增个位数可能较合适。

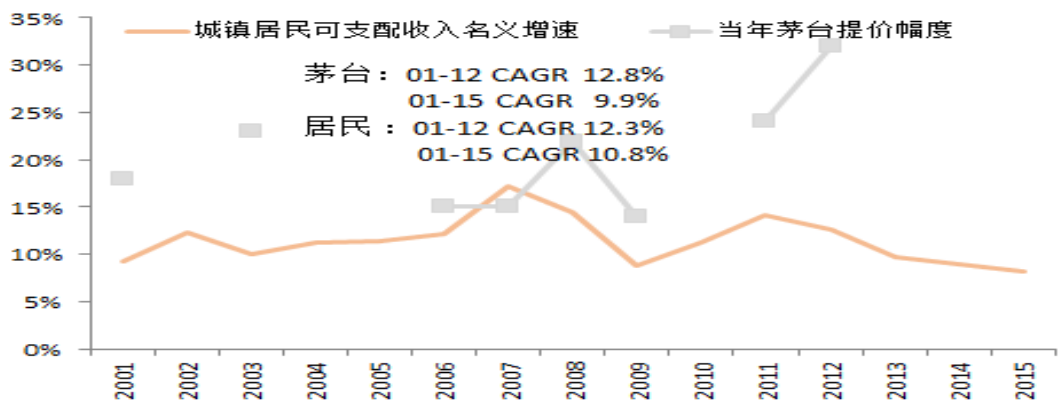
图表22 高端白酒需求结构像宽口细颈瓶，消费升级可能仅支持茅台销量低速增长



资料来源：平安证券研究所估算

茅台酒涨价有望继续与居民收入增速同步，提价策略最近合适时点可能在 2H16 或 1H17，幅度 5% 左右较合适。2001-2012 年，茅台酒出厂价年均增约 12.8%，基本与 12.3% 的城镇居民人均可支配收入名义增速同步。做为独家难以替代产品，仍可预期茅台酒价格与居民收入增速同步。至 2H16，距 12 年 9 月最后一次提价将约是四年，人均收入持续增长背景下，茅台酒提价动力和空间均增大。如茅台管理层选择提价策略，合适时点可能在 2H16 至 1Q17，考虑一批价水平，幅度约 5% 较合适。

图表23 01-12年茅台酒出厂价涨幅基本与居民收入增速一致，至今已近四年未提价



资料来源：wind，平安证券研究所

1000-4000 元/瓶市场提供结构改善空间。当前零售价 1000 元/瓶以上基本被茅台酒和茅台年份酒垄断，但产品线仍单薄。零售价 900-1000 元是茅台酒，年销量估计 2 万吨，之上是零售价约 4000 元/瓶的 15 年茅台年份酒，年销量约 300 吨。1000-4000 元/瓶之间价格带很长，有分层需求，如礼品等。酒厂的策略是开放订制酒，思路之一是单瓶容量变化，从 100ML/瓶到 100 公斤/坛，折算每 500ML 的价格高于标准 500ML 装产品，如销量最好的 3 斤装和 6 斤装，零售价约 1100-1300 元/500ml，15 年销量据称已达约 200 吨；思路之二是开发不同色系、不同瓶型，如 2H15 很火的蓝茅、猴年酒等，这些产品零售价也在 1100-1300/500ML。同时，经销商也通过老年份的茅台酒满足 1000-2000 元/瓶的需求。按茅台酒标准装 2 万吨的 10% 估算，1000-4000 元/瓶市场年需求量可能达 2000 吨，酒厂完全可推出这一区间产品改善产品结构。我们认为，一种比较好的选择是，推 5 年、10 年的茅台年份酒，以满足 1000-2000 元/瓶，2000-3000 元/瓶的市场需求。

四、 报表稳定增长无忧， 估值提升仍有空间

16、17 年报表稳定增长无忧。销量方面，16、17 年茅台酒大幅增长可能性低，尤其是 16 年，为提升一批价，出货量可能受到控制，甚至不排除通过减少计划外出货，实际出货量下降。价格方面，茅台酒 2H16 或 1H17 会否提价需进一步观察。由于 15 年积累了预收款，带来基数效应，即使对销量和价格采取持平假设，16、17 年贵州茅台也能很容易保持报表稳定增长。预计 15-17 年收入 333、364、399 亿元，同比增 3.4%、9.4%、9.4%，归母净利润同比增长 3.2%、10.0%、9.8%至 158、174、191 亿元，EPS12.61、13.86、15.22 元，动态 PE 为 18.1、16.5、15 倍。

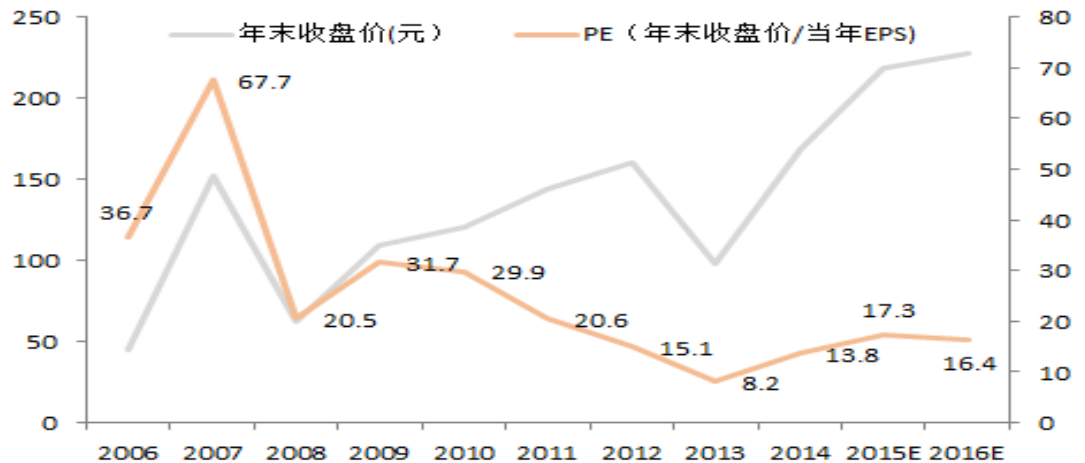
图表24 预计16、17年营收、净利年增约10%（单位：百万元）

		2014A	2015E	2016E	2017E
53 度茅台酒	销售收入	25,845	26,848	29,533	32,486
	YOY	12.9%	3.9%	10.0%	10.0%
茅台年份酒	销售收入	3,361	3,361	3,529	3,706
	YOY	-25.0%	0.0%	5.0%	5.0%
低度茅台酒	销售收入	1,427	1,427	1,498	1,573
	YOY	-15.0%	0%	5.0%	5.0%
茅台系列酒	销售收入	935	935	1,029	1,132
	YOY	-49.8%	0.0%	10.0%	10.0%
利息收入	销售收入	149	643	740	850
	YOY		332.5%	15.0%	15.0%
合计	销售收入	32,212	33,311	36,440	39,875
	YOY	3.7%	3.4%	9.4%	9.4%

资料来源：wind、平安证券研究所估算

估值仍有提升空间，维持“强烈推荐”。茅台酒销量仅占中国白酒消费量的不足 0.5%，消费升级足以支持销量维持个位数增长，作为高端白酒垄断性品牌茅台酒拥有定价权，价格涨幅能轻易战胜通胀。价量齐升，茅台 5-10 年内营收年增约 10%的预期很合理。高端白酒商业模式简单且现金流非常好，贵州茅台 ROE 高达约 30%且资金利用效率仍有巨大提升空间。对比国外酒精饮料巨头如 DIAGEO 和保乐利加，两者产品线更杂且增长前景明显弱于茅台，两者 5 年平均 PE 均约 20 倍。故我们认为，在优质资产日益稀缺背景下，茅台合理 PE 应上升至 25-30 倍，这一过程可能逐步实现。

图表25 13-15年茅台PE逐步回升



备注：2015、2016年EPS为平安预测值，2016年股价为3月9日收盘价。

资料来源：wind，平安证券研究所预测

图表26 重点跟踪公司盈利预测表

股票名称	股价(元) 3月10日	EPS (元/股)			P/E			评级	2015年EPS预测值调整
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	228.06	12.22	12.61	13.86	18.7	18.1	16.4	强烈推荐	
五粮液	25.1	1.54	1.57	1.82	16.4	16.0	13.8	强烈推荐	
洋河股份	66.3	2.99	3.35	3.80	22.2	19.8	17.4	推荐	
均值					19.1	18.0	15.9		
老白干酒	49.8	0.34	0.62	1.17	147.6	80.0	42.5	强烈推荐	
顺鑫农业	18.8	0.63	0.66	0.81	29.8	28.4	23.1	强烈推荐	
古井贡酒	33.0	1.19	1.29	1.49	27.8	25.6	22.1	推荐	
山西汾酒	15.9	0.41	0.50	0.57	38.8	32.2	28.0	推荐	
青青稞酒	16.2	0.71	0.54	0.61	22.9	30.1	26.5	中性	
泸州老窖	22.1	0.63	1.01	1.27	35.3	21.9	17.4	中性	
均值	20.0	0.42	0.37	0.47	47.6	53.4	42.9		
伊利股份	13.43	0.68	0.73	0.81	19.7	18.5	16.5	强烈推荐	
光明乳业	10.87	0.46	0.29	0.47	23.6	38.1	22.9	中性	
海天味业	28.42	0.77	0.93	1.11	36.8	30.6	25.6	强烈推荐	
中炬高新	12.20	0.36	0.31	0.34	33.9	39.9	35.4	推荐	
安琪酵母	35.67	0.45	0.86	1.40	79.9	41.6	25.4	强烈推荐	
双汇发展	20.05	1.22	1.28	1.37	16.4	15.7	14.6	推荐	
三全食品	8.06	0.10	0.04	0.19	80.2	183.7	43.1	强烈推荐	
张裕A	33.02	1.45	1.57	1.70	22.8	21.0	19.4	推荐	
青岛啤酒	27.26	1.47	1.26	1.08	18.5	21.6	25.3	中性	
大北农	10.64	0.29	0.26	0.38	36.7	40.9	27.9	强烈推荐	
均值					32.0	29.8	23.7		

资料来源：wind，平安证券研究所

五、 风险提示

烈性酒政策收紧、自然灾害影响生产。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	47,571	58,931	70,750	85,214
现金	27,711	39,154	48,547	61,242
应收账款	1,852	1,117	1,658	1,576
其他应收款	81	106	104	120
预付账款	2,864	3,915	3,786	4,411
存货	14,982	14,497	16,532	17,711
其他流动资产	81	143	124	153
非流动资产	18,302	21,347	22,805	24,829
长期投资	0	0	0	0
固定资产	13,798	16,507	17,812	19,640
无形资产	3,583	3,899	4,055	4,228
其他非流动资产	922	941	937	961
资产总计	65,873	80,278	93,555	110,043
流动负债	10,544	18,338	18,854	21,331
短期借款	63	0	0	0
应付账款	708	531	697	699
其他流动负债	9,774	17,807	18,157	20,632
非流动负债	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	10,562	18,356	18,872	21,349
少数股东权益	1,881	2,803	3,816	4,929
股本	1,142	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	50,815	56,390	68,138	81,036
归属母公司股东权益	53,430	59,120	70,867	83,765
负债和股东权益	65,873	80,278	93,555	110,043

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	12,633	20,248	16,896	21,344
净利润	15,350	15,838	17,414	19,121
折旧摊销	675	723	926	1,025
财务费用	-123	-100	-131	-164
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-3,936	2,784	-2,423	152
其他经营现金流	666	1,002	1,109	1,210
投资活动现金流	-4,580	-3,847	-2,480	-3,146
资本支出	5,498	3,847	2,480	3,146
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-10,078	-7,693	-4,961	-6,293
筹资活动现金流	-5,041	-4,958	-5,023	-5,503
短期借款	63	-63	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5,104	-4,896	-5,023	-5,503
现金净增加额	3,011	11,444	9,393	12,695

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	32,217	33,311	36,440	39,875
营业成本	2,339	2,457	2,686	2,938
营业税金及附加	2,789	3,031	3,316	3,629
营业费用	1,675	1,675	1,758	1,846
管理费用	3,378	3,740	4,077	4,484
财务费用	-123	-100	-131	-164
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	22,103	22,511	24,736	27,144
营业外收入	7	3	1	0
营业外支出	227	250	250	250
利润总额	21,882	22,264	24,487	26,895
所得税	5,613	5,504	6,060	6,661
净利润	16,269	16,760	18,428	20,233
少数股东损益	920	922	1,013	1,113
归属母公司净利润	15,350	15,838	17,414	19,121
EBITDA	22,737	23,215	25,627	28,102
EPS (元)	12.22	12.61	13.86	15.22

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	3.7	3.4	9.4	9.4
营业利润(%)	1.4	1.8	9.9	9.7
归属于母公司净利润(%)	1.4	3.2	10.0	9.8
获利能力				
毛利率(%)	92.7	92.6	92.6	92.6
净利率(%)	50.5	50.3	50.6	50.7
ROE(%)	32.0	28.1	26.8	24.7
ROIC(%)	65.6	57.1	58.4	58.4
偿债能力				
资产负债率(%)	16.0	22.9	20.2	19.4
净负债比率(%)	-50.1	-63.2	-65.0	-69.0
流动比率	4.51	3.21	3.75	3.99
速动比率	3.09	2.42	2.88	3.16
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.46	0.42	0.39
应收账款周转率	12312.2	9477.7	10962.6	10354.3
应付账款周转率	4.7	4.0	4.4	4.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	12.22	12.61	13.86	15.22
每股经营现金流(最新摊薄)	10.06	16.12	13.45	16.99
每股净资产(最新摊薄)	44.03	49.29	59.45	70.61
估值比率				
P/E	17.0	18.1	16.5	15.0
P/B	5.4	4.8	4.0	3.4
EV/EBITDA	12.3	12.1	11.0	10.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033