

中國：食品、飲料及煙草

2016年6月30日

投資建議：
持有-超越同業 (研究員異動)

 目標價隱含漲/跌幅：**(9.2)%**

 日期 **2016/06/30**

收盤價	RMB291.92
十二個月目標價	RMB265.00
前次目標價	RMB250.00
上海A股指數	3,066.5

資訊更新：

- ▶ 研究員異動，給予「持有-超越同業」評等，目標價人民幣 265 元，係根據 20 倍 2016 年預估每股盈餘推得。
- ▶ 近期股價強勢係因市場對茅台酒漲價預期升溫。

本中心觀點：

- ▶ 研究中心預估茅台可望維持溫和復甦，2015-18 年營收年複合成長率預估可達 6.3%。
- ▶ 茅台目前股價相當於 22 倍 2016 年預估本益比(高於歷史平均本益比加一個標準差)，我們認為股價已達合理水準，利多皆已反映於股價。

公司簡介：貴州茅臺利用高粱和小麥生產白酒。

股價相對上海 A 股指數表現


市值	RMB366,709.3 百萬元
六個月平均日成交量	RMB506.5 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,256.2
流通 A 股股數比例	100.0%
自由流通股數比例	30.2%
大股東；持股比率	中國貴州茅臺酒廠(集團)有限責任公司, 62.0%
淨負債比率 (2016F)	(54.1%)
每股淨值 (2016F)	RMB58.45
股價淨值比 (2016F)	4.93 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	32.660	35.201	37.344	39.259
營業利益 **	21.374	23.371	24.585	25.836
稅後純益 *	15.503	16.329	17.045	17.953
每股盈餘(元)	12.34	13.00	13.57	14.29
每股盈餘年增率 (%)	(8.2)	5.3	4.4	5.3
每股股利(元)	6.17	6.50	6.78	7.14
本益比(倍)	23.4	22.2	21.2	20.2
殖利率(%)	2.1	2.3	2.4	2.5
股東權益報酬率 (%)	24.3	22.2	20.4	19.1

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：
劉珮昀

+886 2 3518 7931

juliette.liu@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

蔡耀霆

+886 2 3518 7934

tim.y.tsai@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>
Bloomberg code: YUTA

貴州茅台 (600519 CH)

有數項利多，但皆已反映於股價

[請點此參與今年 AsiaMoney 票選，將您寶貴的一票投給元大！](#)

研究員異動，給予「持有-超越同業」評等，目標價人民幣 265

元，係根據 20 倍 2016 年預估每股盈餘推得。我們認為，由於茅台在高端白酒市場佔據領導地位，而高端白酒供應量有限，公司可望受惠於穩健的大眾消費需求與消費升級趨勢。我們認為茅台可望穩定復甦，2015-18 年營收/獲利年複合成長率預估達

6.3%/5.0%。本中心認為近期股價強勢主要係因市場對白酒漲價的

預期升溫。由於該股目前股價相當於 22 倍 2016 年預估每股盈餘，高於歷史平均本益比加一個標準差，我們認為評價已達合理水準，且所有利多(包括白酒產業復甦態勢確立，以及市場對白酒漲價預期升溫)已大致反映於股價。研究中心建議投資人靜待更好的進場時機。

預收款項增加，顯示白酒需求提升：茅台 2016 年第一季預收款項年增 206%至人民幣 85 億元(2015 年底為 83 億元)，顯示經銷商持續看好產業需求。由於預收款項一般代表的是經銷商的信心水準，我們認為茅台 2016 年第一季的預收款項顯示公司營運回溫。我們預估 2015-18 年營收年複合成長率 6.3%，獲利年複合成長率 5.0%。

茅台酒漲價預期升溫：經過三年的產業調整期，反貪腐政策的負面影響已逐漸降低。由於 1) 茅台酒自 2012 年起未曾漲價；2) 主要的白酒業者，如瀘州老窖、五糧液、洋河已宣布漲價，因此我們認為市場對茅台酒價格新一波漲價的預期升溫。本中心預估漲價時間在中秋節前的 7/8 月，可望維持白酒產業的正面趨勢。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。本報告為摘要版；請聯繫本中心取得完整英文版。

資產負債表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
現金與短期投資	27,711	36,801	40,930	48,321	53,767
存貨	14,982	18,013	21,874	24,332	27,799
應收帳款及票據	1,852	8,579	8,780	8,613	8,596
其他流動資產	3,026	1,611	1,611	1,611	1,611
流動資產	47,571	65,005	73,196	82,878	91,774
長期投資	64	29	29	29	29
固定資產	13,798	16,312	17,564	18,705	19,736
什項資產	4,440	4,956	4,353	4,432	4,442
其他資產	18,302	21,297	21,945	23,166	24,206
資產總額	65,873	86,301	95,141	106,044	115,980
應付帳款及票據	708	881	276	1,110	423
短期借款	63	0	(56)	(112)	(168)
什項負債	9,774	19,171	19,171	19,171	19,171
流動負債	10,544	20,052	19,391	20,169	19,426
長期借款	0	0	0	0	0
其他負債及準備	18	16	16	16	16
長期負債	18	16	16	16	16
負債總額	10,562	20,067	19,406	20,184	19,441
股本	1,142	1,256	1,256	1,256	1,256
資本公積	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
保留盈餘	50,815	61,089	70,796	80,920	91,599
換算調整數	98	205	0	0	0
歸屬母公司之權益	53,430	63,926	73,427	83,552	94,230
少數股權	1,881	2,308	2,308	2,308	2,308
股東權益總額	55,312	66,234	75,735	85,860	96,539

資料來源：公司資料、元大投顧

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期純益	16,269	16,455	17,457	18,288	19,201
折舊及攤提	753	841	890	1,001	1,111
本期營運資金變動	(3,940)	1,227	(4,667)	(1,457)	(4,138)
其他營業資產	(450)	(1,087)	0	0	0
營運活動之現金流量	12,633	17,436	13,680	17,832	16,174
資本支出	(4,431)	(2,061)	(2,061)	(2,061)	(2,061)
本期長期投資變動	(7)	39	0	0	0
其他資產變動	(142)	(26)	523	(160)	(90)
投資活動之現金流量	(4,580)	(2,049)	(1,538)	(2,221)	(2,151)
股本變動	35	0	0	0	0
本期負債變動	67	(56)	(56)	(56)	(56)
其他調整數	(5,144)	(5,532)	(7,956)	(8,164)	(8,522)
融資活動之現金流量	(5,041)	(5,588)	(8,012)	(8,220)	(8,578)
本期產生現金流量	3,005	9,783	4,130	7,391	5,445
自由現金流量	8,052	15,388	12,142	15,610	14,023

資料來源：公司資料、元大投顧

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	31,574	32,660	35,201	37,344	39,259
銷貨成本	(2,339)	(2,538)	(2,815)	(3,328)	(3,680)
營業毛利	29,235	30,121	32,385	34,016	35,579
營業費用	(7,842)	(8,747)	(9,014)	(9,432)	(9,743)
營業利益	21,393	21,374	23,371	24,585	25,836
利息收入	766	854	895	844	850
利息費用	(59)	(74)	(109)	(109)	(109)
利息收入淨額	707	780	786	735	741
投資利益(損失)淨額	3	4	0	0	0
其他業外收入(支出)淨額	(221)	(156)	(20)	(32)	(28)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	21,882	22,002	24,138	25,287	26,549
所得稅費用	(5,613)	(5,547)	(6,681)	(6,999)	(7,348)
少數股權淨利	(920)	(952)	(1,128)	(1,243)	(1,248)
歸屬母公司之淨利	15,350	15,503	16,329	17,045	17,953
稅前息前折舊攤銷前淨利	22,146	22,216	24,261	25,585	26,947
每股盈餘 (RMB)	13.44	12.34	13.00	13.57	14.29
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	13.44	12.34	13.00	13.57	14.291

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成長率 (%)					
營業收入	2.1	3.4	7.8	6.1	5.1
營業利益	0.7	(0.1)	9.3	5.2	5.1
稅前息前折舊攤銷前淨	1.6	0.3	9.2	5.5	5.3
稅後純益	1.4	1.0	5.3	4.4	5.3
每股盈餘	(7.8)	(8.2)	5.3	4.4	5.3
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	92.6	92.2	92.0	91.1	90.6
營業利益率	67.8	65.4	66.4	65.8	65.8
稅前息前折舊攤銷前淨利率	70.1	68.0	68.9	68.5	68.6
稅後純益率	48.6	47.5	46.4	45.6	45.7
資產報酬率	26.8	21.6	19.2	18.2	17.3
股東權益報酬率	28.7	24.3	22.2	20.4	19.1
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.1	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
淨負債比率 (%)	(50.0)	(55.6)	(54.1)	(56.4)	(55.9)
利息保障倍數 (倍)	370.5	297.7	222.1	232.6	244.1
利息及短期債	180.2	297.7	455.2	(9,598.8)	(455.2)
現金流量對利息保障倍數 (倍)	213.3	235.1	125.3	163.3	148.1
現金流量對利息及短期債保障倍數 (倍)	103.7	235.1	256.8	(6,739.7)	(276.2)
流動比率 (倍)	4.5	3.2	3.8	4.1	4.7
速動比率 (倍)	3.1	2.3	2.6	2.9	3.3
淨負債 (RMB 百萬元)	(27,648)	(36,801)	(40,986)	(48,433)	(53,934)
每股淨值 (RMB)	46.79	50.89	58.45	66.51	75.01
評價指標 (倍)					
本益比	21.4	23.4	22.2	21.2	20.2
股價自由現金流量比	40.9	23.5	29.8	23.2	25.8
股價淨值比	6.2	5.7	4.9	4.3	3.8
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	14.9	16.3	14.9	14.1	13.4
股價營收比	10.4	11.1	10.3	9.7	9.2

資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

貴州茅台 (600519 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2014/10/26	158.88	206.00	206.00	買進	王佳卉
2	2015/01/05	189.62	235.00	235.00	買進	王佳卉
3	2015/04/21	234.03	287.00	287.00	買進	王佳卉
4	2016/01/14	199.78	250.00	250.00	買進	Research 元大
5	2016/06/30	291.92	265.00	265.00	持有-超越同業	劉珮昀

資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	223	47%
持有-超越同業	116	24%
持有-落後同業	44	9%
賣出	12	3%
評估中	79	17%
限制評等	1	0%
總計:	475	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓