



公司最新消息

贵州茅台 (600519.SS)

买入

证券研究报告

解析涨价的主要趋势、条件和可能性；买入

最新事件

继最近茅台一批价强劲上涨后，我们回答了投资者关于价格上涨以及长期趋势的几个主要问题。

潜在影响

(1) 最近一批价走势强劲的原因：我们将此归因于短期供应短缺（关键原因）和需求改善，尤其是较大的经销商和部分消费者预计一批价将进一步上涨，从而投资需求上升。

(2) 长期上行的价格趋势：我们认为从长期来看，未来几年的供应将逐渐收紧，且茅台酒相对于个人收入增长的可承受能力上升也将推高消费升级需求，并支撑价格势头的强劲。

(3) 价格上调的条件：我们认为出厂价上调应符合以下条件之一：(a) 经销商毛利达到 15%-30%，(b) 相对较高的利润率持续至少 3 个月。

(4) 什么时候为最佳时机？我们认为当前状况尚不足以上调价格，但随着批发商毛利率持续扩张，下一个旺季涨价的概率较大。

(5) 市场计入的程度如何？从市值和库存价值的相关性，以及股价和一批价的相关性来看，我们认为当前该股估值已经部分计入了一批价的进一步上涨。

估值

我们微调了 2016-20 年每股盈利预测以反映运营资本的变化。我们相应将 12 个月目标价上调至人民币 332.31 元（原为 331.69 元），仍基于 18 倍的 2020 年预期市盈率乘以人民币 25.77 元的每股盈利预测，并以 8.7% 的股权成本贴现回 2016 年。由于我们认为短期内茅台酒价格不会上涨，因此估值中并未考虑任何价格上涨因素。因市场地位强劲、将受益于行业复苏而维持买入评级。

主要风险

行业复苏慢于预期，费用高于预期。

所属投资名单

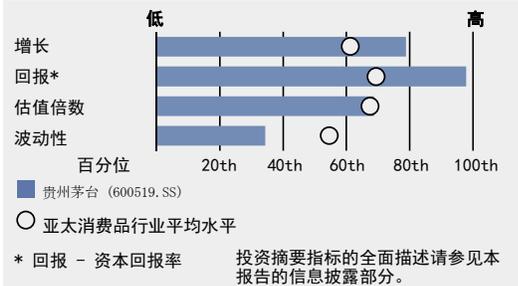
亚太买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA (分析师) 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufa.liao@ghst.cn 北京高华证券有限责任公司

戴晔 (研究助理)
+86(21)2401-8944 brian.dai@qhsf.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	313.15
12个月目标价格 (Rmb)	332.31
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	393,378.3 / 59,110.2
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	12.34	14.23	16.63	19.25
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(0.2)	0.0	(0.1)
每股盈利增长 (%)	(12.4)	15.3	16.8	15.8
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	12.34	14.23	16.63	19.25
市盈率 (X)	16.5	22.0	18.8	16.3
市净率 (X)	4.0	5.4	4.7	4.1
EV/EBITDA (X)	9.7	13.2	11.1	9.4
股息收益率 (%)	3.0	2.3	2.7	3.1
净资产回报率 (%)	26.4	26.1	26.7	27.1
ROIC (%)	26.5	26.5	26.7	26.6

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	24.7	56.1	50.7
相对于沪深300指数	22.8	43.5	84.9

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为7/29/2016收盘价）

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

贵州茅台：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	33,446.9	39,934.6	46,747.8	54,214.7	现金及等价物	36,800.7	49,979.5	58,186.9	67,637.5
主营业务成本	(2,612.6)	(3,528.3)	(4,324.8)	(5,186.6)	应收账款	10,190.5	6,564.6	7,428.4	8,317.9
销售、一般及管理费用	(8,747.0)	(11,180.7)	(12,994.7)	(14,961.9)	存货	18,013.3	24,166.2	30,214.5	36,945.5
研发费用	(7.5)	(16.0)	(18.7)	(21.7)	其它流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
其它营业收入/(支出)	0.5	0.0	0.0	0.0	流动资产	65,004.5	80,710.3	95,829.9	112,900.9
EBITDA	22,936.0	26,274.7	30,617.7	35,418.3	固定资产净额	16,313.4	18,747.3	21,393.1	24,480.6
折旧和摊销	(848.1)	(1,049.1)	(1,189.4)	(1,352.1)	无形资产净额	3,582.5	3,793.9	3,998.5	4,196.2
EBIT	22,087.9	25,225.7	29,428.3	34,066.2	长期投资	29.0	89.0	149.0	209.0
利息收入	110.3	184.0	249.9	290.9	其它长期资产	1,372.1	1,372.1	1,372.1	1,372.1
财务费用	(43.0)	0.0	0.0	0.0	资产合计	86,301.5	104,712.7	122,742.6	143,158.8
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	应付账款	14,084.1	21,266.3	26,067.4	31,261.6
其它	(153.4)	0.0	0.0	0.0	短期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	22,001.7	25,409.7	29,678.2	34,357.2	其它流动负债	5,967.6	7,156.5	8,658.4	10,304.8
所得税	(5,546.7)	(6,428.6)	(7,508.6)	(8,692.4)	流动负债	20,051.7	28,422.7	34,725.8	41,566.4
少数股东损益	(951.9)	(1,099.4)	(1,284.0)	(1,486.5)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	15,503.1	17,881.7	20,885.6	24,178.3	其它长期负债	15.6	15.6	15.6	15.6
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	15.6	15.6	15.6	15.6
非经常性项目前净利润	15,503.1	17,881.7	20,885.6	24,178.3	负债合计	20,067.3	28,438.3	34,741.4	41,582.0
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	15,503.1	17,881.7	20,885.6	24,178.3	普通股权益	63,926.0	72,866.8	83,309.6	95,398.8
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	12.34	14.23	16.63	19.25	少数股东权益	2,308.2	3,407.5	4,691.6	6,178.0
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	12.34	14.23	16.63	19.25	负债及股东权益合计	86,301.5	104,712.7	122,742.6	143,158.8
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	12.34	14.23	16.63	19.25	每股净资产(Rmb)	50.89	58.01	66.32	75.94
每股股息 (Rmb)	6.17	7.12	8.31	9.62					
股息支付率 (%)	50.0	50.0	50.0	50.0					
自由现金流收益率 (%)	5.9	5.3	4.3	5.0					
增长率和利润率 (%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	3.8	19.4	17.1	16.0	CROCI (%)	26.5	26.5	26.7	26.6
EBITDA增长率	0.9	14.6	16.5	15.7	净资产回报率 (%)	26.4	26.1	26.7	27.1
EBIT增长率	0.5	14.2	16.7	15.8	总资产回报率 (%)	20.4	18.7	18.4	18.2
净利润增长率	1.0	15.3	16.8	15.8	平均运用资本回报率 (%)	57.5	67.6	78.4	79.8
每股盈利增长	(12.4)	15.3	16.8	15.8	存货周转天数	2,304.9	2,181.7	2,294.8	2,363.2
毛利率	92.2	91.2	90.7	90.4	应收账款周转天数	82.2	76.6	54.6	53.0
EBITDA利润率	68.6	65.8	65.5	65.3	应付账款周转天数	1,439.6	1,828.5	1,997.4	2,017.2
EBIT利润率	66.0	63.2	63.0	62.8	净负债/股东权益 (%)	(55.6)	(65.5)	(66.1)	(66.6)
					EBIT利息保障倍数 (X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	15,503.1	17,881.7	20,885.6	24,178.3	基本市盈率 (X)	16.5	22.0	18.8	16.3
折旧及摊销	848.1	1,049.1	1,189.4	1,352.1	市净率 (X)	4.0	5.4	4.7	4.1
少数股东权益	951.9	1,099.4	1,284.0	1,486.5	EV/EBITDA (X)	9.7	13.2	11.1	9.4
运营资本增减	471.4	4,655.1	(2,111.0)	(2,426.3)	企业价值/总投资现金 (X)	3.2	4.3	3.6	3.0
其它	(338.2)	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	3.0	2.3	2.7	3.1
经营活动产生的现金流	17,436.3	24,685.2	21,248.1	24,590.6					
资本开支	(2,061.5)	(3,694.4)	(4,039.8)	(4,637.2)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	8.8	0.0	0.0	0.0					
其它	3.9	(60.0)	(60.0)	(60.0)					
投资活动产生的现金流	(2,048.8)	(3,754.4)	(4,099.8)	(4,697.2)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	(4,995.1)	(7,752.0)	(8,940.8)	(10,442.8)					
借款增减	(33.9)	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(559.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(5,588.0)	(7,752.0)	(8,940.8)	(10,442.8)					
总现金流	9,799.5	13,178.8	8,207.4	9,450.6					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

戴晔
brian.dai@ghsl.cn

目录

最近一批价大幅上涨	4
为什么一批价大涨? 分析短期动态	5
长期内一批价能否上涨? 分析长期因素	7
近期零售价走强已经在股价中有所体现	9
茅台是否会很快涨价?	11
盈利和目标价格调整	13
信息披露附录	16

图表 1: 中国白酒行业估值比较表

Ticker	Company	Rating	Price 29-Jul-2016	12-m TP	Potential +/-	PE(X)			EV/EBITDA			P/B(X)		
						2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Spirits														
600519.SS	Kweichow Moutai	Buy	313.15	331.69	6%	22X	19X	16X	14X	11X	10X	5.4X	4.7X	4.1X
000858.SZ	Wuliangye Yibin	Buy	36.17	40.25	11%	19X	16X	14X	11X	10X	8X	2.9X	2.7X	2.4X
002304.SZ	Jiangsu Yanghe	Buy	71.51	82.70	16%	18X	16X	14X	12X	10X	9X	4.2X	3.7X	3.3X
000568.SZ	Luzhou Laojiao	Neutral	32.49	25.39	-22%	25X	22X	20X	20X	18X	16X	4.3X	4.1X	3.9X
600809.SS	Shanxi Xinghuacun Fen Wine	Neutral	22.11	19.26	-13%	30X	24X	20X	19X	15X	13X	4.1X	3.8X	3.5X
000596.SZ	Anhui Gujing Distillery Co.	Neutral	45.52	37.16	-18%	26X	21X	19X	16X	12X	10X	4.2X	3.7X	3.3X
002646.SZ	Qinghai Huzhu Barley Wine Co.	Sell	20.46	14.65	-28%	30X	24X	22X	22X	18X	16X	3.6X	3.3X	3.0X
Avg.						24X	20X	18X	16X	14X	12X	4.1X	3.7X	3.3X
Median						25X	21X	19X	16X	12X	10X	4.2X	3.7X	3.3X

Ticker	Company	Rating	EPS			ROE			CROCI			Div yield		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
Spirits														
600519.SS	Kweichow Moutai	Buy	14.27	16.63	19.27	26%	27%	27%	27%	27%	27%	2.3%	2.7%	3.1%
000858.SZ	Wuliangye Yibin	Buy	1.94	2.27	2.56	16%	17%	18%	15%	16%	17%	2.6%	3.1%	3.5%
002304.SZ	Jiangsu Yanghe	Buy	3.96	4.54	5.14	24%	25%	25%	25%	25%	24%	2.8%	3.2%	3.6%
000568.SZ	Luzhou Laojiao	Neutral	1.29	1.47	1.62	17%	19%	20%	15%	16%	17%	3.0%	3.4%	3.8%
600809.SS	Shanxi Xinghuacun Fen Wine	Neutral	0.73	0.93	1.10	14%	16%	18%	14%	16%	17%	1.7%	2.2%	2.6%
000596.SZ	Anhui Gujing Distillery Co.	Neutral	1.75	2.17	2.39	17%	19%	18%	18%	20%	20%	1.2%	1.4%	1.8%
002646.SZ	Qinghai Huzhu Barley Wine Co.	Sell	0.69	0.85	0.94	13%	14%	14%	14%	15%	15%	1.2%	1.5%	1.6%
Avg.						18%	20%	20%	18%	19%	20%	2.1%	2.5%	2.9%
Median						17%	19%	18%	15%	16%	17%	2.3%	2.7%	3.1%

资料来源: FactSet, 高华证券研究

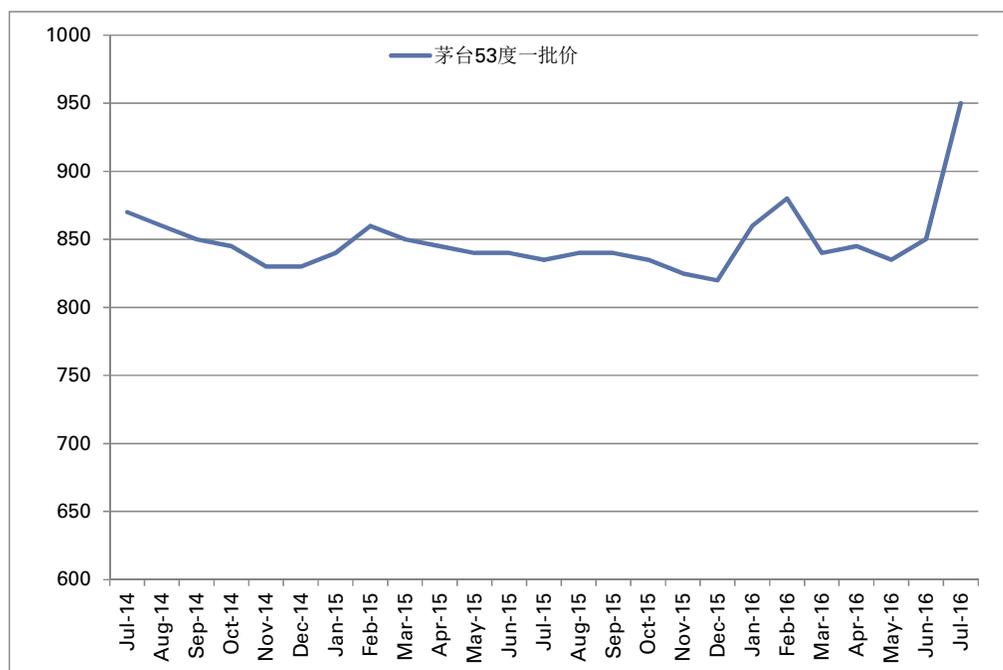
最近一批价大幅上涨

过去两个月中，茅台一批价上涨至人民币 830 元，一些地区甚至高达 950 元，创下反腐倡廉三年以来的高点。价格的大幅上涨使得一些投资者对以下问题产生了不同看法：1) 这一趋势能否持续，2) 短期内公司是否会上调出厂价。

本报告中，我们试图以更广的视角通过分析长期和短期供需格局来回答以上问题。最后我们还试图确定出厂价的上涨幅度（如果上涨），以及当前估值在多大程度上计入了涨价因素。

图表 2: 最近茅台一批价大幅上涨

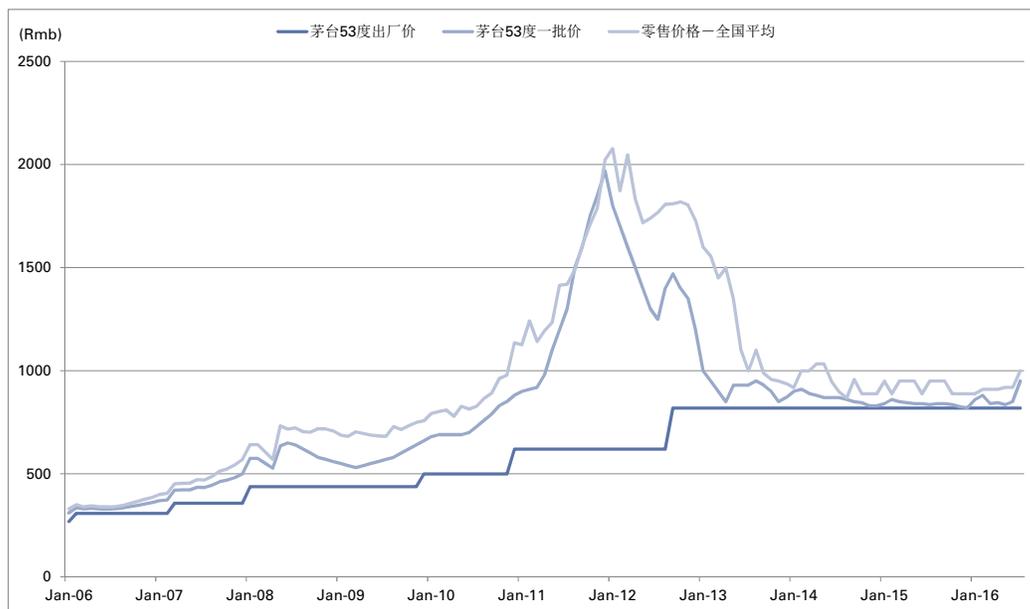
茅台酒一批价 (人民币元/瓶)



资料来源：公司数据

茅台以出厂价将酒卖给经销商，随后经销商以一批价卖给下一级经销商和零售商（如超市），随后再以零售价卖给消费者。

图表 3: 对茅台酒长期价格趋势的分析显示, 一批价与历史水平相比仍然较低



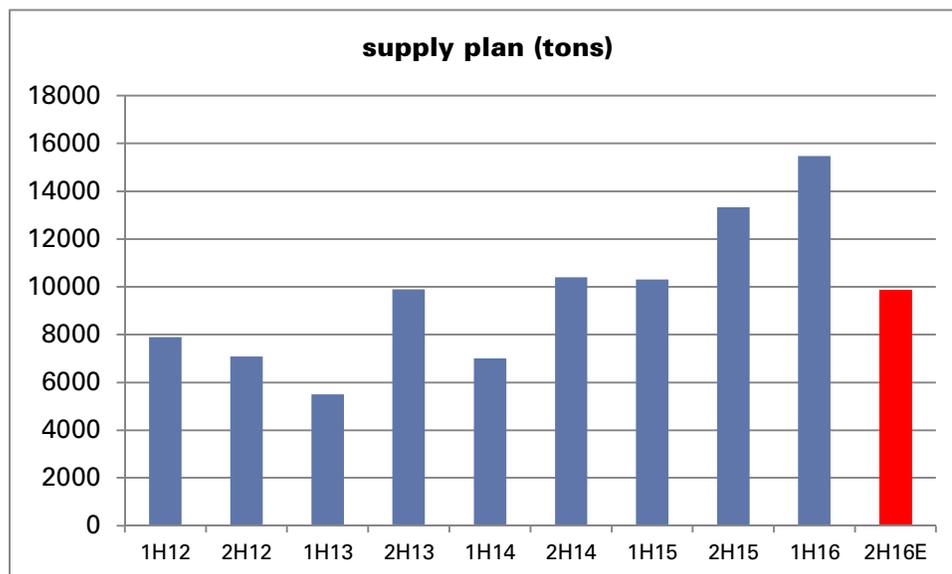
资料来源: 公司数据

为什么一批价大涨? 分析短期动态

我们认为最近一批价的变化受到需求改善和供应日趋紧张的双重推动。短期内这两个因素将继续存在。因此, 我们预计一批价将继续上涨, 尤其是在即将到来的中秋和国庆销售旺季 (9月中到10月初)。

2016年下半年供应可能短缺: 管理层表示, 截至7月底, 茅台已经完成对经销商年度供应目标的近70%, 这意味着2016年下半年, 公司可供订购的产品不足8,000吨, 而上半年为15,000吨以上。当前茅台的包装产能为每年25,000吨, 因此, 公司仍然在执行月度发货和订购计划, 而并未采用灵活的订货系统, 从而导致部分地区供应紧张。即便公司将供应提高到最大产能 (即2016年下半年近10,000吨), 下半年的供应也仍会远低于上半年, 且仅将接近过去三年的均值。

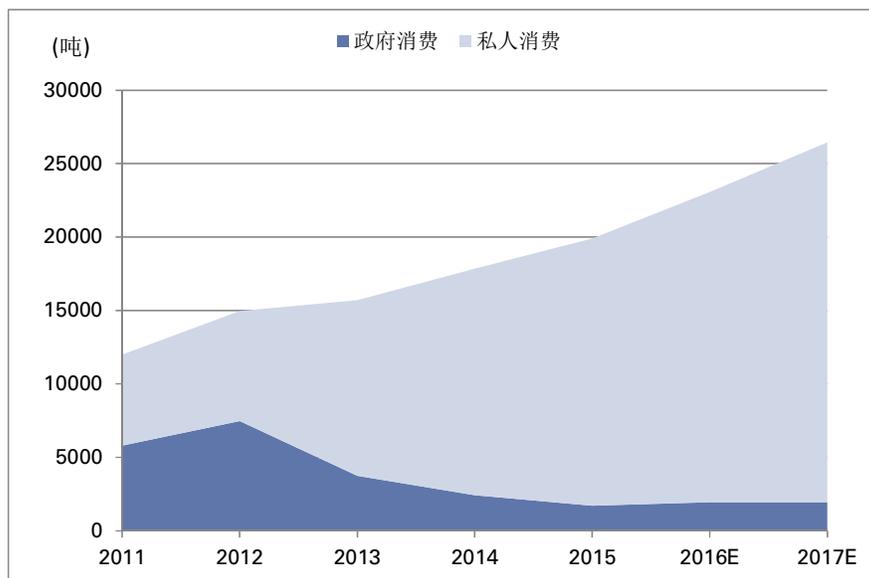
图表 4: 下半年茅台供应有限
茅台的历史供应计划



资料来源: 公司数据、高华证券研究

尽管我们认为短期内供应紧张为主要因素，但需求也是重要的推动力：在过去三年中（2012-15），茅台的销量平均增长 10%。虽然政府相关消费下降了 80%，但私人消费增长了 110%，远超政府相关消费的降幅。尽管目前私人消费占到总需求的 90%左右（我们估算 2012 年为 50%），且保持着强劲的增长，但我们看到有两个额外因素推动着近期消费的加速增长：(a) 政府相关消费触底，从而其对总体增速的影响不复存在；(b) 最近价格的变动引发了经销商（包括已经开始增加库存的大经销商）和一些消费者（茅台爱好者）的强烈反应，他们已经开始提前购买并且在家收藏茅台。

图表 5: 私人消费的增长远远抵消了政府相关消费的下降
政府 vs. 私人白酒消费



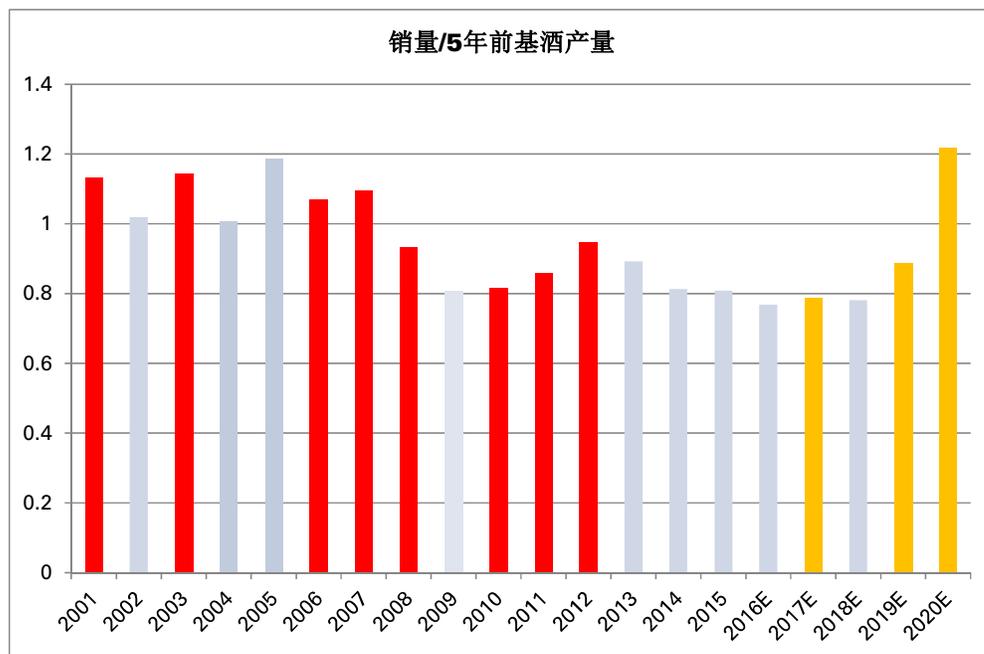
资料来源：公司数据、高华证券研究

长期内一批价能否上涨？分析长期因素

我们在此从供需两个方面来分析茅台的长期价格趋势。由于生产和储藏通常需要至少五年时间，我们通过分析 5 年前的基酒产量来决定长期供应，而为了确定长期需求，我们需要分析价格的可承受性以确定消费升级趋势。

未来几年长期供应将逐渐收紧。2012 年以来，茅台的基酒产量增速开始放缓至略高于 10% 的水平，随后于 2013-14 年触顶（因控制资本开支而为 38,000 吨），2015 年受到异常天气变化的影响，基酒产量同比下降 17% 至仅 32,000 吨。这意味着从 2017 年开始，未来 4 年的供应可能较为紧张，特别是在 2020 年，届时供应缺口可能非常大（我们估算需求将为 39,000 吨，而供应上限仅为 32,000 吨）。以上估算是根据我们当前的预测，即 2016-20 年期间，需求将以每年 14% 的速度增长，与 2012-15 年的年均复合增速一致。我们认为未来几年相对紧张的供应将支撑价格趋势保持强劲。

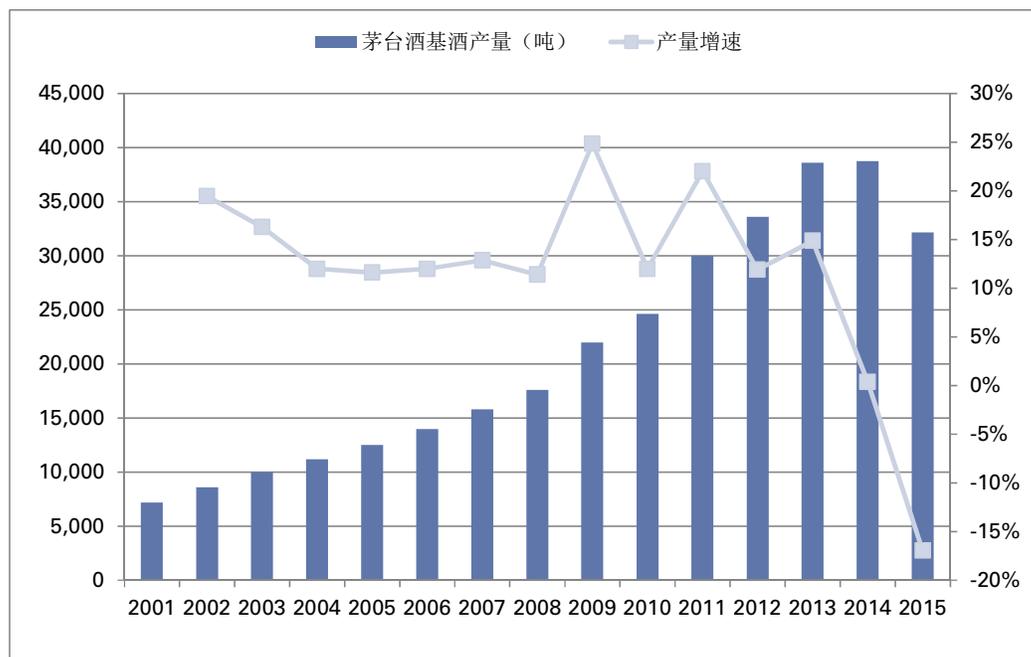
图表 6: 我们认为未来几年的供应相对紧张
销量/5年前基酒产量



注：红色柱状代表涨价的年份，黄色柱状表示供应相对紧张的年份。

资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 7: 2012 年以来，基酒产量增速放缓，并于 2015 年下降
基酒产量



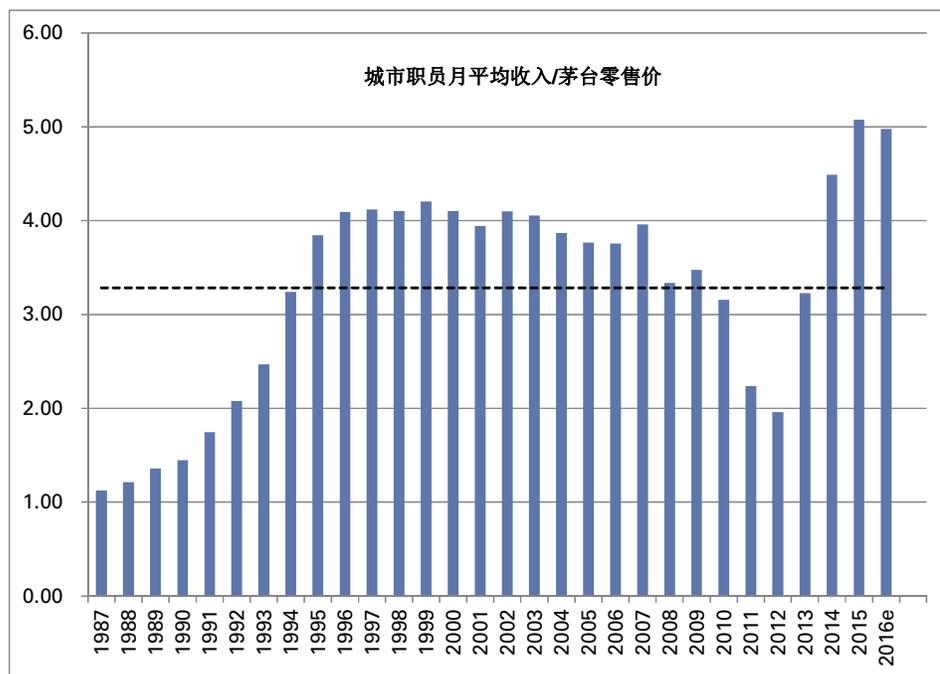
资料来源：公司数据

消费升级是主要的需求推动力，且茅台价格的可承受性是支撑需求增长最重要的因素之一。过去30年，我们发现一名城市职员的月薪平均相当于3.3瓶茅台。过去5年城市职员平均月收入增长了60%，而茅台零售价下跌了30%，可承受性大大改善。目前这一比率均值已经上升至5，是过去30年以来的最高水平，这意味着目前人们仅需花不到一周的薪水来购买一瓶茅台。因此目前在国内，茅台并非只是高净值人士独享，其对大众市场的门槛已经降低。

我们认为可承受性改善是向茅台等高端品牌消费升级的最重要的推动力。然而，我们认为管理层最终将不得不主动或被动地提高零售价，以确保茅台作为高端品牌的尊享性。即便管理层不直接上调零售价，持续进行的消费升级最终将导致供需失衡（供不应求），公司将被迫提高价格。

图表 8: 茅台的可承受性处于历史高点

城市职员月平均收入/茅台零售价



资料来源：公司数据、高华证券研究

近期零售价走强已经在股价中所有体现

由于最近一段时间贵州茅台股价表现领先（年初至今该股累计上涨了50%，而沪深300指数下跌了14%），我们认为市场或许已经计入了近期白酒价格的强劲表现。但是股价在多大程度上对此有所反映？我们从以下两个角度来分析这一问题：

- 1) **市值 vs. 基酒价值**。在过去七年中，贵州茅台平均市值非常接近基于一批价格计算的基酒库存价值。截至2015年底，贵州茅台基酒库存为19万吨，我们基于当前950元的一批价格计算的库存价值为人民币3,500亿元。公司当前市值为人民币3,800亿-4,000亿元，比库存价值要高。我们认为，在其他条件不变的情况下，这意味着市场计入了日后价格或库存进一步上升的可能性（在过去十年中的平均市值/库存价值之比为1.0倍）。

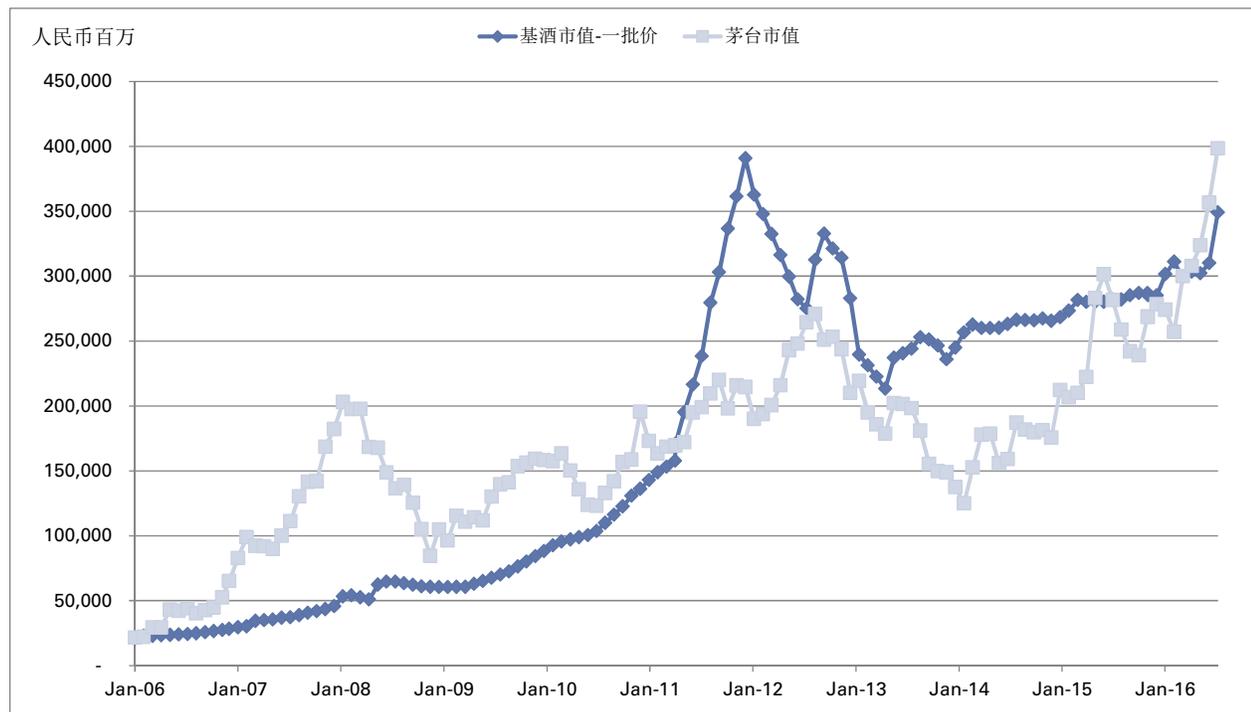
图表 9: 贵州茅台市值 vs 基酒库存价值

贵州茅台市值/基酒库存价值



资料来源: 公司数据、高华证券研究

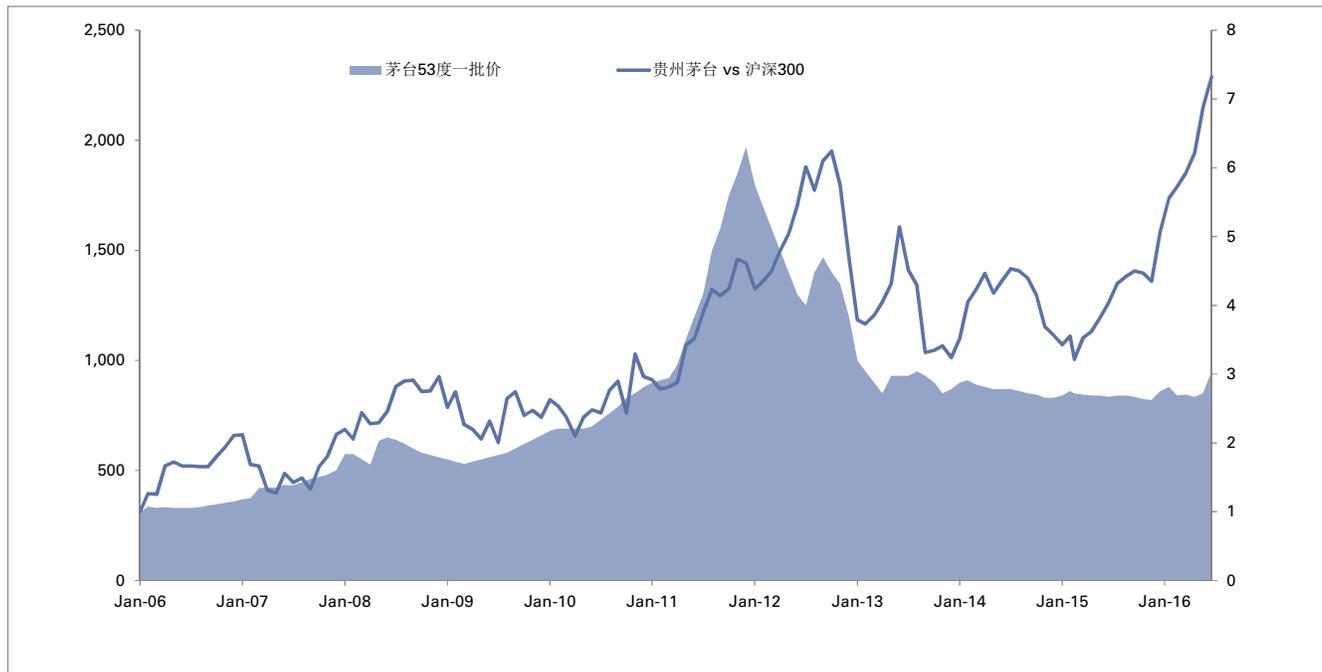
图表 10: 贵州茅台市值平均与基酒库存价值非常接近



资料来源: 公司数据、高华证券研究

- 2) **股票相对表现 vs. 一批价动态。**2016年之前，贵州茅台股价与一批价高度相关，相关系数高达82%（R平方）。我们认为这是因为一批价会影响到投资者对茅台短期需求的信心。但是年初至今，我们认为股价的领先幅度远高于一批价涨幅，贵州茅台股票表现跑赢沪深300指数110%，而一批价格仅上涨了15%。

图表 11: 贵州茅台股价与一批价走势高度相关



资料来源：公司数据、高华证券研究

茅台是否会很快涨价？

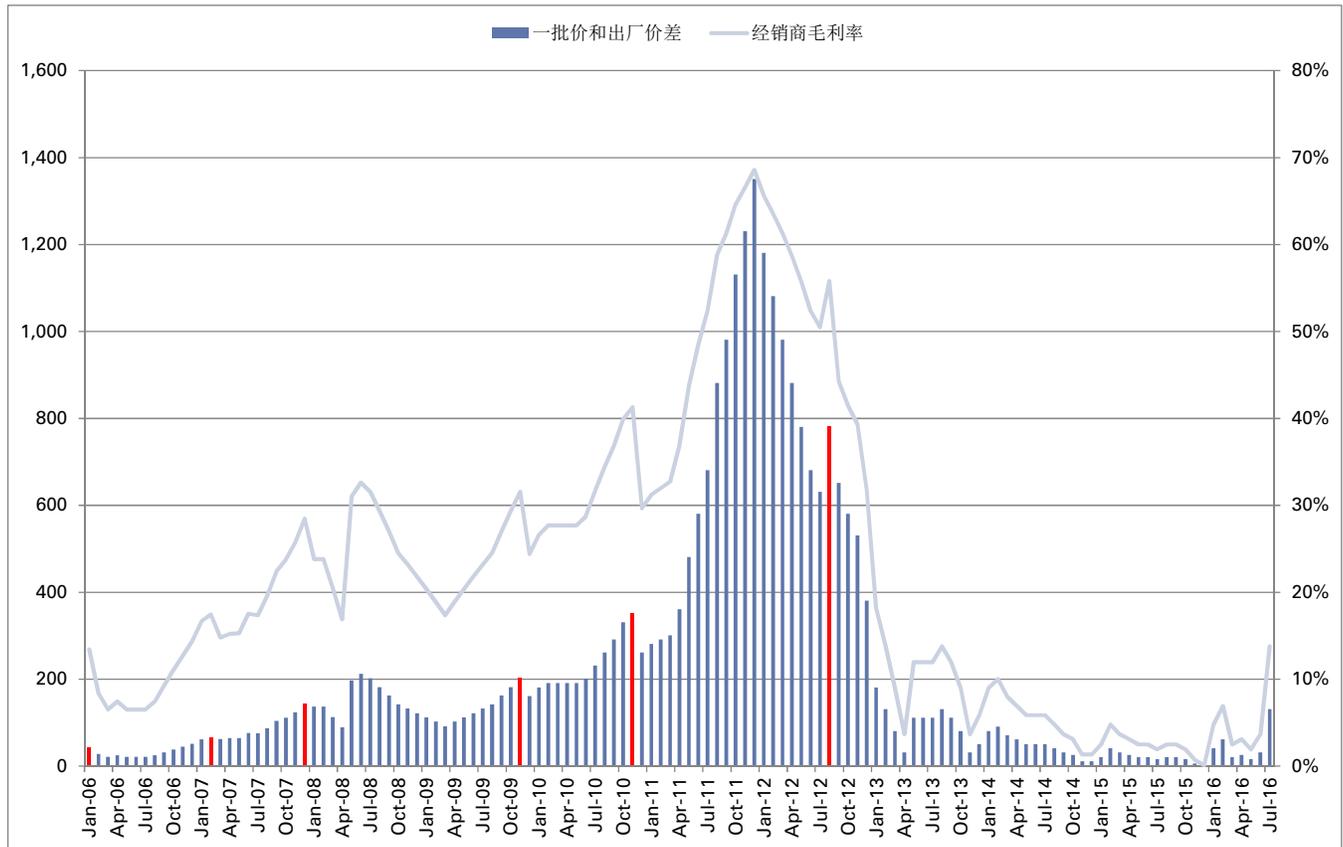
由于一批价格呈上行走势而且贵州茅台股价持续走高，我们认为投资者对于涨价的预期正在升温。我们回答了以下两个关键问题：1) 当前状况是否预示着近期茅台价格将会上涨？2) 若是如此，涨幅多大？

1) 首先，我们认为现在上调出厂价的短期条件尚未满足。如果我们回顾过去十年中的六次涨价，就会发现上调出厂价通常需满足如下关键条件：较高的经销利润率。过去经验表明，贵州茅台可能会在批发商平均毛利率接近28%时上调出厂价格。但是需要指出的是，2006年，批发商毛利率在将近半年的时间里一直保持在15%左右（为此前涨价周期中的最低水平而且和当前的14%较为接近），贵州茅台也上调了出厂价格。

基于以往经验，我们认为贵州茅台可能在上调出厂价之前评估以下两个条件：(1) 经销商毛利率远远高于15%。当毛利率超过20%时涨价可能性将显著上升。由于管理层已经表示他们既不希望经销商只能靠薄利艰难度日、也不希望经销商像上次上行周期（2011-12年）那样盈利过高，我们认为当经销商毛利率介于15%-30%之间时或将触发贵州茅台涨价；(2) 相对较高的利润率应能持续一段时间（历史经验表明这段持续期约为3个月），表明市场需求具有可持续性。

总而言之，我们认为当前状况无法给 2016 年涨价带来充分支撑。但是，如果一批价升至更高水平（例如茅台酒价格在春节销售旺季中突破 1000 元），那么我们认为贵州茅台提价的可能性较高（参见图表 14）。

图表 12: 涨价前的经销商毛利率



注：红色表示涨价时间

资料来源：公司数据

2) 回顾 2001-2012 年期间的八次涨价，平均价格涨幅为 21%，而且涨价后经销商的毛利率将立即降至 13%，与我们所认为的管理层对于经销商合理毛利率区间的预期(10%-15%)基本相符。若我们将涨价后批发商的目标毛利率水平设定在 13%，则我们的敏感性分析显示，在一批价为 1000 元的情况下，出厂价需上涨 6%；一批价为 1100 元时出厂价需上涨 17%。假设 1000-1100 元的一批价对应涨价前的经销商毛利率为 18%-26%，则我们认为在一批价突破 1000 元之时涨价幅度很可能为 10%-20%。

图表 13: 过去 12 年的涨价概览

提价时间	高度酒出厂价 (元/瓶)	提价幅度 (元/瓶)	提价比例
8/10/2001	218	40	22.47%
10/1/2003	268	50	22.94%
2/10/2006	308	40	14.93%
4/1/2007	358	50	16.23%
1/11/2008	438	80	22.35%
1/1/2010	499	61	13.93%
1/1/2011	619	120	24.05%
9/1/2012	819	200	32.31%

资料来源: 公司数据

图表 14: 当一批价格处于 1000-1100 元区间时, 为将批发商毛利率降至 13%, 出厂价涨幅需要为 5%-20%

涨价的敏感性分析

一批价 (元)	经销商毛利率	提价后经销商毛利率	为将经销商毛利率降至13%所需提价比例
1000	18%	13%	6%
1100	26%	13%	17%
1200	32%	13%	27%
1300	37%	13%	38%

假设: 在 2001-2012 年期间的八次涨价后, 经销商平均毛利率立即降至 13%; 所以我们将涨价后批发商目标毛利率水平设定在 13%。

资料来源: 公司数据、高华证券研究

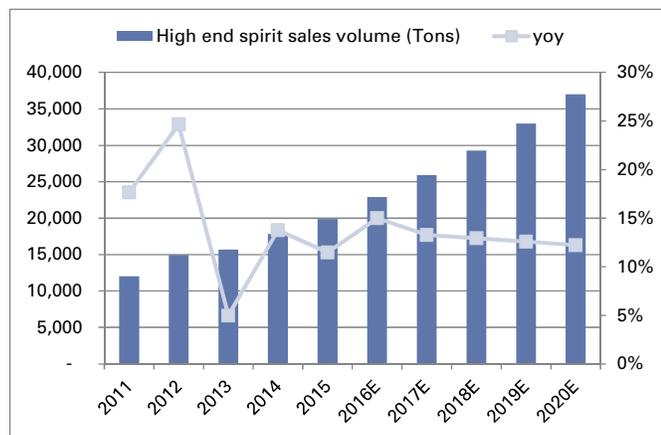
盈利和目标价格调整

我们将 2016-20 年每股盈利预测调整了 -0.2% 至 +0.2%, 以反映运营资本的变化情况。我们并未计入未来两年涨价的可能性, 因为我们认为涨价的短期条件并未得到满足。

我们在调整盈利预测后, 将 12 个月目标价格从 331.69 元小幅上调了 0.2% 至 332.31 元, 仍基于 18 倍的市盈率乘以 2020 年预期每股盈利人民币 25.77 元, 并以 8.7% 的行业股权成本贴现回 2016 年。维持买入评级, 因为贵州茅台市场地位强劲, 将受益于白酒行业的复苏。

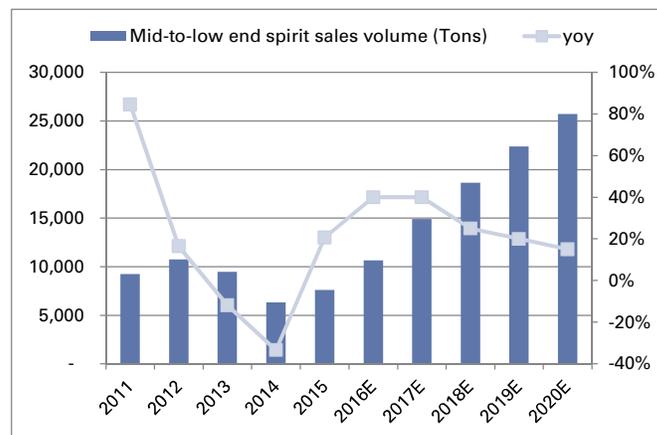
主要风险: 行业复苏慢于预期; 税率和一般销售及管理费用高于预期。

图表 15: 我们预计 2016-2020 年高端白酒销量增长 12%-15%
 高端白酒的销量和增速



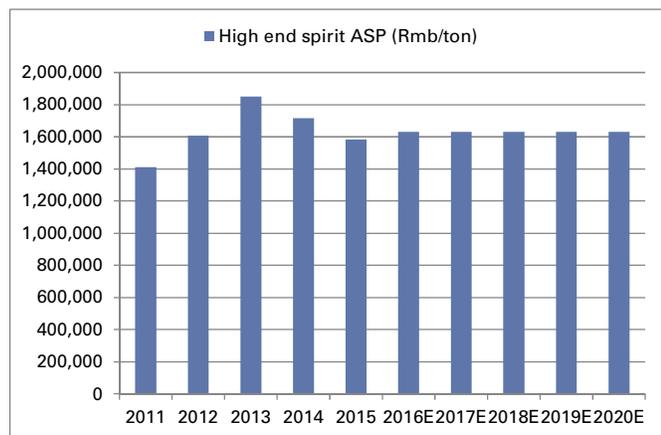
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 16: 我们预计 2016-2020 年中低端白酒销量增长 15%-40%
 中低端白酒的销量和增速



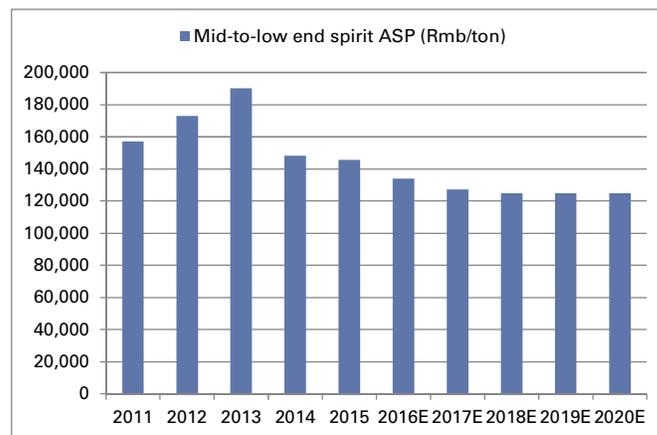
资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 17: 我们预计 2016-2020 年高端白酒均价持平
 高端白酒均价



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 18: 我们预计 2016-2020 年中低端白酒均价小幅走低
 中低端白酒均价



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图19: 财务数据预测和主要推动因素

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	31,071	32,217	33,447	39,935	46,748	54,215	62,644	72,120
茅台酒	29,055	30,637	31,546	37,407	43,313	49,823	57,380	66,151
茅台酒销量	15,700	17,860	19,908	23,076	26,455	30,130	34,356	39,216
增速	5%	14%	11%	16%	15%	14%	14%	14%
茅台酒均价	925	858	792	811	819	827	835	843
增速	15%	-7%	-8%	2%	1%	1%	1%	1%
系列酒	1,866	935	1,108	1,428	2,034	2,691	3,364	3,869
系列酒销量	9,478	6,308	7,610	10,653	15,980	21,573	26,967	31,012
增速	-12%	-33%	21%	40%	50%	35%	25%	15%
系列酒均价	95	74	73	67	64	62	62	62
增速	10%	-22%	-2%	-8%	-5%	-2%	0%	0%
收入增速	17%	4%	4%	19%	17%	16%	16%	15%
茅台酒	21%	5%	3%	19%	16%	15%	15%	15%
系列酒	-23%	-50%	18%	29%	43%	32%	25%	15%
毛利	28877	29879	30909	36495	42527	49148	56670	65247
茅台酒	27481	28699	29534	34765	40269	46338	53386	61570
系列酒	1,246	535	586	710	948	1,210	1,494	1,697
毛利增速	18%	3%	3%	18%	17%	16%	15%	15%
毛利率	93%	92.7%	92.4%	91%	91%	91%	90%	90%
茅台酒	95%	94%	94%	93%	93%	93%	93%	93%
系列酒	67%	57%	53%	50%	47%	45%	44%	44%
营业税金及附加	2,791	2,789	3,449	4,992	5,843	6,777	7,830	9,015
占营业收入比重	9.0%	8.7%	10.3%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
销售费用	1,858	1,675	1,485	1,780	2,084	2,417	2,792	3,215
占营业收入比重	6.0%	5.2%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	2,835	3,378	3,813	4,409	5,067	5,768	6,477	7,241
占营业收入比重	9.1%	10.5%	11.4%	11.0%	10.8%	10.6%	10.3%	10.0%
财务费用	-429	-123	-67	-184	-250	-291	-338	-393
利润总额	21,432	21,882	22,002	25,410	29,678	34,357	39,769	46,009
减: 所得税	5,467	5,613	5,547	6,429	7,509	8,692	10,062	11,640
净利润	15,965	16,269	16,455	18,981	22,170	25,665	29,707	34,369
减: 少数股东损益	828	920	952	1,099	1,284	1,486	1,721	1,991
归属于母公司所有者的净利润	15,137	15,350	15,503	17,882	20,886	24,178	27,987	32,378
同比增长	14%	1%	1%	15%	17%	16%	16%	16%
基本每股收益	14.58	14.08	12.34	14.23	16.63	19.25	22.28	25.77

资料来源: 公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

本人, 廖绪发, CFA, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用多种方法综合计算而成, 以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较, 如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总, 如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算, 如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场之间的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析: 现金投资的现金回报、行业地位和管理水平(公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性)。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA: 中国传媒业、中国食品及饮料行业。

中国食品及饮料行业: 古井贡酒、洋河股份、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液。

中国传媒业: 奥飞娱乐、光线传媒、歌华有线、华录百纳、蓝色光标、中南传媒、分众传媒、省广股份、华谊兄弟、IMAX 中国、凤凰传媒、乐视网、东方明珠、掌趣科技、万达院线、华策影视。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司(“高盛高华”)与北京高华证券有限责任公司(“高华证券”)投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬: 贵州茅台 (Rmb306.96)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系: 贵州茅台 (Rmb306.96)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单; 但是, 在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报: 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A):** 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N):** 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C):** 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露, 本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日, 且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。