

解读李保芳最新讲话：预期引导和调控手段俱佳

事件：据酒业媒体“酒业家”等报道，公司总经理李保芳最近走访河南市场调研，并于经销商座谈会（3月3日）发言，释放出重要信息。

■首提“茅台无淡季”，“已销售茅台酒6500余吨，占全年30%以上”，供应缺口仍大。发言提到，茅台无淡季，原因在于市场需求旺盛，可用基酒有限，供需矛盾突出。按年初计划，全年茅台酒投放计划为2.68万吨，目前已销售茅台酒6500余吨，占全年计划的30%以上。到6月30日，可勾调投放市场的53度茅台酒大概在6500吨左右，只能满足市场需求的20%-25%。今年下半年，可投放市场的53度茅台酒总量约为1.28万吨。除去节假日，每天可生产投放市场的量约为80吨，也只能满足市场需求的50%左右。

■重视价格稳定，引导价格预期。①短时间不调整出厂价；②稳定价格在合理区间。公司将茅台酒价格超过1500元的采取严厉措施，取消经销商资格，今年公司会确保价格稳定在合适的区间，满足经销商一瓶酒赚200元的要求，控制价格在1300以下。公司不会提高出厂价，也不允许经销商追求暴利而有意甚至恶意抬高价格。价格要保持相对稳定，不能大涨、不能快涨，必须管住、控好。2017年，茅台会下大力气，确保价格管控有效、到位，稳定在合理的价格区间。严肃价格管控，将是今年和今后一段时间的一项重要任务。公司不会坐视鸡年生肖茅台酒市场价格不断上涨现象，要从源头上查起，进行整顿，杜绝炒作。

■坚守品质，整顿品牌，做大单品，“茅台酒和系列酒两手抓”。公司坚守品质，坚持标准不降低，同时公司将下大力整顿品牌乱象，切实促进茅台品牌“瘦身、美容、养颜”，防止过渡透支。未来一段时期，做大单品仍是茅台的努力方向，茅台酒、系列酒都不例外，统筹市场，既要卖好茅台酒，也要卖好系列酒。要坚持“两手抓、两手都要硬”，统筹抓好茅台酒和系列酒营销，着力打造“双轮驱动、多点开花”的协同发展局面。

■投资建议：公司是短期业绩确定性高，中期规划信心足的优质标的，在价升量紧情况下，公司具备更好的超预期能力，1季度经营预告显示了超预期的能力。调高6个月目标价至420.00元，预测2017-2018年每股收益分别为16.10元和19.89元，目标价相当于2017年26倍的动态市盈率。

■风险提示：存在十三五规划目标如不能达成的风险、估值波动风险。

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 32,217.2 | 33,446.9 | 39,989.0 | 47,735.3 | 58,333.8 |
| 净利润 | 15,349.8 | 15,503.1 | 16,776.1 | 20,223.1 | 24,983.3 |
| 每股收益(元) | 12.22 | 12.34 | 13.35 | 16.10 | 19.89 |
| 每股净资产(元) | 42.53 | 50.89 | 57.40 | 65.45 | 75.40 |
| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 市盈率(倍) | 29.2 | 28.9 | 26.7 | 22.1 | 17.9 |
| 市净率(倍) | 8.4 | 7.0 | 6.2 | 5.4 | 4.7 |
| 净利润率 | 47.6% | 46.4% | 42.0% | 42.4% | 42.8% |
| 净资产收益率 | 28.7% | 24.3% | 23.3% | 24.6% | 26.4% |
| 股息收益率 | 1.1% | 1.7% | 1.9% | 2.3% | 2.8% |
| ROIC | 90.9% | 61.8% | 64.1% | 67.8% | 58.7% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

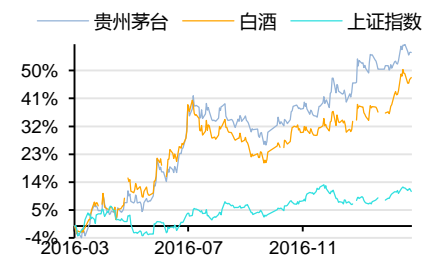
维持评级

6个月目标价：420.00元
股价(2017-03-03) 356.54元

交易数据

| | |
|-----------|----------------|
| 总市值(百万元) | 447,884.76 |
| 流通市值(百万元) | 447,884.76 |
| 总股本(百万股) | 1,256.20 |
| 流通股本(百万股) | 1,256.20 |
| 12个月价格区间 | 224.57/362.62元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 1.03 | 11.59 | 54.92 |
| 绝对收益 | 3.52 | 10.81 | 66.89 |

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

| | |
|-----------------------------|------------|
| 贵州茅台：强劲真实需求驱动增长，估值空间打开 | 2016-10-31 |
| 贵州茅台：独步高端白酒，赚钱效应突出 | 2016-08-28 |
| 贵州茅台：贵州茅台：旺季连续新高，龙头优势持续强化 | 2016-04-21 |
| 贵州茅台：贵州茅台年报点评：从放量到稳价，超 | 2016-03-24 |
| 强操盘力显从容 | |
| 贵州茅台：高端稳步扩容，茅台中期市值预计7000亿以上 | 2017-01-23 |

李保芳最新讲话要点信息

事件：公司总经理李保芳最近走访河南市场调研，并于经销商座谈会（3月3日）发言，释放出重要信息。

引导市场预期，首提“茅台无淡季”，“已销售茅台酒 6500 余吨，占全年 30%”，供应缺口仍大。茅台无淡季，原因在于市场需求旺盛，可用基酒有限，供需矛盾突出。另一方面，按年初计划，全年茅台酒投放计划为 2.68 万吨。目前，已销售茅台酒 6500 余吨，占全年计划的 30% 以上。到 6 月 30 日，可勾调投放市场的 53 度茅台酒大概在 6500 吨左右，只能满足市场需求的 20%—25%。今年下半年，可投放市场的 53 度茅台酒总量约为 1.28 万吨。除去节假日，每天可生产投放市场的量约为 80 吨，也只能满足市场需求的 50% 左右。

重视价格稳定，稳定价格预期。①短时间不调整出厂价；②控制合理价格区间。对茅台酒价格超过 1500 元的要采取严厉措施，取消经销商资格，今年公司会确保价格稳定在合适的区间，满足经销商一瓶酒赚 200 元的要求，控制价格在 1300 以下，要制裁让消费者不满意的经销商。从 3 月开始要严格控制厂里的销售，尤其是不能发大单。公司不会提高出厂价，也不允许经销商追求暴利，有意甚至恶意抬高价格。价格要保持相对稳定，不能大涨、不能快涨，必须管住、控好。对不听招呼、不守规矩、让消费者不高兴的经销商，茅台将严厉处理和打击。今年，茅台会下大力气，确保价格管控有效、到位，稳定在合理的价格区间。严肃价格管控，将是今年和今后一段时间的一项重要任务。针对鸡年生肖茅台酒市场价格不断上涨现象，李保芳表示：生肖酒是用来喝的、用作纪念的，不能让个别人恶意炒作，从中牟取暴利。茅台不能坐视不管，要马上管，而且必须管住。要从源头上查起，进行整顿。管好生肖酒，让价格稳定在正常水。

坚守品质，整顿品牌，做大单品，“茅台酒和系列酒两手抓”。公司坚守品质，坚持标准不降低，同时公司将下大力整顿品牌乱象，切实促进茅台品牌“瘦身、美容、养颜”，防止过度透支。未来一段时期，做大单品仍是茅台的努力方向，茅台酒、系列酒都不例外，统筹市场，既要卖好茅台酒，也要卖好系列酒。要坚持“两手抓、两手都要硬”，统筹抓好茅台酒和系列酒营销，着力打造“双轮驱动、多点开花”的协同发展局面。

李保芳讲话的解读

河南是茅台酒销售第三大省份，仅次于贵州和北京，也是销量第三个进入 2000 吨俱乐部的省份，李保芳总经理在河南的调研具有重要意义，经销商座谈会信息具有重要价值。

从 2016 年初以来，观察李保芳总经理的讲话指引，在市场层面基本得到验证（参见李保芳部分讲话回顾列表），也即李保芳的讲话具有权威性，具有很强的预期引导力，同时在政策方面，公司切实能够用相应的控制手段来引导市场符合预期引导方向。

价格回落较快时，引导价格预期，年内批价看高到 1300 元

2016 年 1 季度公司释放下半年供应偏紧的信号，批价站稳 850 元，6 月份之后批价稳步上行，3 季度李保芳在回答记者问时提到“目前茅台酒的价格，无论是出厂价、一批价还是终端价，都是企业、经销商以及消费者最能接受的价格水平，而茅台酒市场价的合理区间也基本保持在 1000 元上下”，茅台批价贴近 1000 元。

春节后茅台价格小幅回落，部分地区因为发货节奏问题和部分经销商急于资金回笼问题，价格回落幅度较大，部分价格回落到 1100 以内，李保芳此时发表“茅台无淡季”和“只能满足市场需求 50%”的言论，无疑是给经销商打气，控制价格在 1300 以下，经销商普遍理解为是批价，同当前批价 1100 元上下相比，年内批价可向上浮动空间仍然存在，下一个旺季（中秋）批价上行概率仍高。

渠道库存跟踪紧，调控发货水平高，产品结构调整灵活

12月批价上行加快，茅台相继传递“保障春节供应”、“2017年不提高出厂价”，“不干预市场价格”来调整和引导预期，1月3日发布《2017年春节前物流配送运行规则》要求保障春节市场供应，春节旺季绝大部分地区批价控制在1200以内（较9月初“1000元是可接受的”向上突破了200元/瓶）。

1月份发货较足，据我们去到调研推算，1季度53度茅台发货6000吨左右，节后批价回落，茅台发货锐减至不到1000吨数量级，用“讲话引导预期+发货节奏控制”组合拳引领市场良性发展，茅台做的最好。

表 1：总经理李保芳部分重点讲话汇总

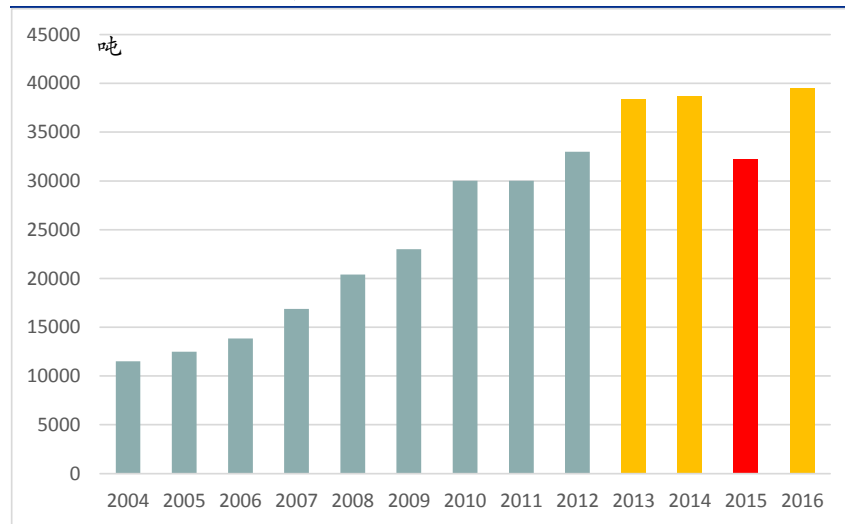
| 时间 | 内容 | 讲话人 | 职位 | 背景 |
|------------------|--|-----|---------|------------|
| 2016 春糖会 | 下半年供应量只有 8000 吨 | 马玉鹏 | 销售公司总经理 | 批价不振，经销商微利 |
| 2016 年 4 月苏浙沪调研 | 下半年供应量只有 8000 吨，中秋国庆销售形势会紧张，1000 元价格比较合理 | 李保芳 | 公司总经理 | 批价不振，经销商微利 |
| 2016 年 4 月 11 日 | 1 季度可圈可点，二季度乘势而上，确保“双过半” | 李保芳 | 公司总经理 | |
| 2016 年 6 月 26 日 | 系列酒销量要超茅台 | 李保芳 | 公司总经理 | 酱香系列酒研讨会 |
| 2016 年 7 月 6 日 | 学洋河；茅台酒的供求关系转变成最突出变化 | 李保芳 | 公司总经理 | 半年营销工作会议 |
| 2016 年 7 月 14 日 | 上半年茅台完成了全年销量的 70%，茅台酒市场价格开始上升，这是白酒回暖的一个标志。要让市场配置资源的作用拉动茅台酒市场价格的自然回升，不提高出厂价格，不干预茅台酒市场经济价格走向，让全国老百姓喝得起、喝得到、喝得高兴，让经销商效益顺势而动、合理回归。 | 李保芳 | 公司总经理 | 成都座谈会 |
| 2016 年 8 月 1 日 | 在积极拓展茅台酒市场的同时，也积极拓展其系列酒的市场占有率，实现茅台双轮驱动、强劲发展；各省区经销商要冷静、理性地对待价格的涨幅 | 李保芳 | 公司总经理 | 辽宁座谈会 |
| 2016 年 8 月 12 日 | 2016 年的“茅台现象”仅是个案；茅台 2000 元的价位短期不会再来；以目前的情况而论，1000 块钱左右是对三方都能接受的最好的价格区间 | 李保芳 | 公司总经理 | 内部培训会 |
| 2016 年 9 月 9 日 | 茅台无提价意图；目前茅台酒市场价的合理区间也基本保持在 1000 元上下 | 李保芳 | 公司总经理 | 记者会回答 |
| 2016 年 11 月 2 日 | 价格不调，政策不变；茅台酒系列酒 1:1 | 李保芳 | 公司总经理 | 海外经销商联谊会 |
| 2016 年 12 月 23 日 | 确保完成全年销量 2.6 万吨、销售收入 43 亿元以上的目标计划，把系列酒打造成茅台新的增长极 | 李保芳 | 公司总经理 | 系列酒经销商会议 |
| 2016 年 12 月 20 日 | 在“稳”上下功夫，2017 年按 2.6 万吨安排营销计划，价格要稳，不要幻想回到 2000 元；公务消费降到 1% | 李保芳 | 公司总经理 | 经销商大会 |
| 2017 年 1 月 4 日 | 2017 会比 2016 年好；实施“654321”计划；确保一季度开门红；以优异成绩迎接党的十九大和省第十二次党代会胜利召开 | 李保芳 | 公司总经理 | 茅台集团年度工作会议 |
| 2017 年 3 月 3 日 | “茅台无淡季”；下半年只能满足市场 50% 需求；茅台酒出厂价仍保持稳定暂不会上调，管控好市场价格；整顿品牌；做大单品 | 李保芳 | 公司总经理 | 河南座谈会 |

资料来源：茅台时空，酒业家等；安信证券研究中心整理

2017 年不提价，但提价窗口已经实质性打开

2016 年茅台经销商开始赚钱，茅台 2016-2017 增长靠量即可实现，但基于茅台生产工艺，其当前销量同之前的基酒产量相关，2013-2015 年基酒产量决定了 2017-2019 年可供销售成品酒的量受限，收入增长当中“价”的贡献将会突出，随着茅台出厂价和终端价格拉大，提价窗口已经实质性打开，将成为后续重点催化剂。

图 1：茅台 2013-2016 年基酒产量几无增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

2017 年增长确定性高，1 季度销售已超预期

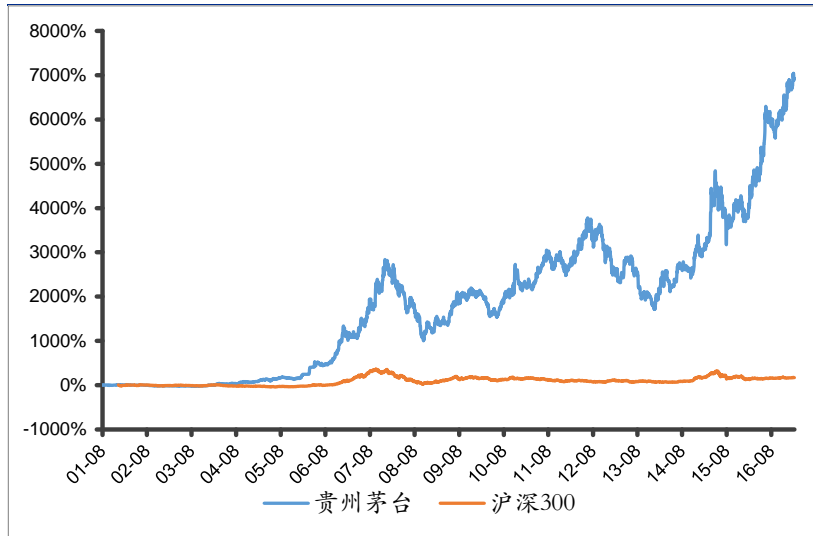
公司 2017 年表观茅台销售计划量为 2.68 万吨，在 2016 年 2.35 万吨基础上增长 14% 左右，为全年至少两位数增长打下基调，但产品结构调整和系列酒翻番的规划，使得全年销售增速达到 20% 仍然可期。

1 季度公司披露经营数据，营业总收入预计 128.52 亿元，同比增长 25.38%，收入增速超市场预期（20% 以内），我们预计预收款仍然高位。营业利润 80.59 亿元，同比增长 11.90%，我们估计消费税为最重要的影响因素，考虑到 2016 年消费税比例已经是高位，2017 年消费税影响预计前高后低。

消费品万年青，贵州茅台市值天花板仍远

中国白酒文化源远流长，本轮白酒行业调整在政务消费式微的情况下，在相对较短时间内（2013-14 年两年深度调整，2015-16 年开始显性复苏）实现了较为快速的全面名白酒的恢复发展，充分体现了中国白酒的行业生命力。茅台酒坚守品质，坚持品牌底蕴和内涵，彰显文化自信，为中国富裕阶层和中产阶级深度喜爱，已经事实上成为中国第一高端名酒，中国高端白酒价格的度量衡，其衍生的投资收藏价值行业独一无二，是消费品和收藏品的完美统一。行业天然高门槛，超强品牌护城河，茅台自上市以来股价走势也彰显了其投资价值。我们坚持在前期报告《贵州茅台：高端稳步扩容，茅台中期市值预计 7000 亿以上》的市值天花板仍远的观点。

图 2：茅台上市以来股价走势，远远跑赢指数



资料来源：wind

附：李保芳简历

男,1958年3月出生,省委党校研究生学历

2003年8月至2003年9月贵州省六盘水市委常委,常务副市长

2003年9月至2004年11月贵州省开发投资公司总经理(法人代表),党委副书记

2004年11月至2004年12月贵州省开发投资公司总经理(法人代表),党委副书记,贵州水红铁路有限责任公司副董事长

2004年12月至2009年5月贵州省经济贸易委员会副主任(正厅级),党组成员(其间:2006年4月至2006年9月挂职任交通银行公司业务部副总经理)(2003年9月至2006年6月在贵州省委党校在职研究生班行政学专业学习)

2009年5月至2011年2月贵州省经济和信息化委员会党组成员,省委国防工业工作委员会副书记(保留正厅长级)

2011年2月至2013年3月贵州省经济和信息化委员会副主任,党组副书记(分管常务工作,正厅长级),省委国防工业工作委员会副书记

2013年3月至2015年8月贵州省经济和信息化委员会主任,党组书记,省委国防工业工作委员会书记

2015年8月至今中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司党委书记,茅台股份公司总经理(代)

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 32,217.2 | 33,446.9 | 39,989.0 | 47,735.3 | 58,333.8 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 2,338.6 | 2,538.3 | 3,400.5 | 5,055.1 | 5,948.7 | 营业收入增长率 | 3.7% | 3.8% | 19.6% | 19.4% | 22.2% |
| 营业税费 | 2,789.0 | 3,449.2 | 5,598.5 | 6,682.9 | 8,166.7 | 营业利润增长率 | 1.4% | 0.3% | 9.8% | 20.3% | 23.3% |
| 销售费用 | 1,674.7 | 1,485.0 | 2,399.3 | 1,909.4 | 2,333.4 | 净利润增长率 | 1.4% | 1.0% | 8.2% | 20.5% | 23.5% |
| 管理费用 | 3,378.5 | 3,812.9 | 4,318.8 | 4,869.0 | 5,833.4 | EBITDA 增长率 | 3.8% | 0.9% | 10.7% | 20.9% | 23.3% |
| 财务费用 | (123.2) | (67.3) | (64.6) | (62.0) | (59.5) | EBIT 增长率 | 3.0% | 0.6% | 9.5% | 20.4% | 23.4% |
| 资产减值损失 | 0.4 | (0.5) | (0.5) | (0.5) | (0.5) | NOPLAT 增长率 | 2.7% | 1.1% | 8.7% | 20.4% | 23.4% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 48.8% | 4.8% | 13.8% | 42.5% | 8.1% |
| 投资和汇兑收益 | 3.1 | 3.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 净资产增长率 | 25.3% | 19.7% | 13.9% | 15.0% | 16.1% |
| 营业利润 | 22,103.0 | 22,159.0 | 24,337.0 | 29,281.4 | 36,111.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | (220.6) | (157.3) | (245.2) | (245.2) | (245.2) | 毛利率 | 92.7% | 92.4% | 91.5% | 89.4% | 89.8% |
| 利润总额 | 21,882.3 | 22,001.7 | 24,091.9 | 29,036.2 | 35,866.5 | 营业利润率 | 68.6% | 66.3% | 60.9% | 61.3% | 61.9% |
| 减:所得税 | 5,613.0 | 5,546.7 | 6,263.9 | 7,549.4 | 9,325.3 | 净利润率 | 47.6% | 46.4% | 42.0% | 42.4% | 42.8% |
| 净利润 | 15,349.8 | 15,503.1 | 16,776.1 | 20,223.1 | 24,983.3 | EBITDA/营业收入 | 70.7% | 68.8% | 63.7% | 64.5% | 65.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 68.4% | 66.3% | 60.7% | 61.2% | 61.8% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 106 | 117 | 115 | 115 | 106 |
| 货币资金 | 27,710.7 | 36,800.7 | 42,296.6 | 40,040.4 | 50,331.2 | 流动营业资本周转天数 | 83 | 94 | 80 | 119 | 144 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产周转天数 | 500 | 606 | 659 | 650 | 604 |
| 应收账款 | 85.2 | 48.4 | 208.4 | 58.9 | 252.6 | 应收账款周转天数 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应收票据 | 1,847.8 | 8,578.9 | 7,563.7 | 9,016.7 | 11,026.0 | 存货周转天数 | 150 | 178 | 206 | 252 | 243 |
| 预付账款 | 2,864.2 | 1,477.7 | 3,466.4 | 2,781.1 | 3,468.0 | 总资产周转天数 | 678 | 819 | 860 | 832 | 760 |
| 存货 | 14,982.4 | 18,013.3 | 27,746.6 | 39,122.6 | 39,567.0 | 投资资本周转天数 | 250 | 295 | 270 | 292 | 292 |
| 其他流动资产 | 80.6 | 85.3 | 83.0 | 84.2 | 83.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 4.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | 29.0 | ROE | 28.7% | 24.3% | 23.3% | 24.6% | 26.4% |
| 持有至到期投资 | 60.0 | 0.0 | 36.7 | 32.2 | 23.0 | ROA | 24.7% | 19.1% | 17.0% | 18.5% | 20.4% |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROIC | 90.9% | 61.8% | 64.1% | 67.8% | 58.7% |
| 投资性房地产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 10,375.8 | 11,416.6 | 14,218.3 | 16,380.1 | 17,868.9 | 销售费用率 | 5.2% | 4.4% | 6.0% | 4.0% | 4.0% |
| 在建工程 | 3,421.8 | 4,895.2 | 4,476.6 | 3,833.6 | 3,033.5 | 管理费用率 | 10.5% | 11.4% | 10.8% | 10.2% | 10.0% |
| 无形资产 | 3,582.6 | 3,582.5 | 3,502.6 | 3,422.7 | 3,342.8 | 财务费用率 | -0.4% | -0.2% | -0.2% | -0.1% | -0.1% |
| 其他非流动资产 | 827.3 | 1,354.2 | 1,119.6 | 1,142.6 | 1,178.9 | 三费/营业收入 | 15.3% | 15.6% | 16.6% | 14.1% | 13.9% |
| 资产总额 | 65,873.2 | 86,301.5 | 104,794.5 | 115,976.4 | 130,237.5 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 62.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资产负债率 | 16.0% | 23.3% | 28.0% | 25.2% | 22.7% |
| 应付账款 | 1,939.4 | 2,304.1 | 3,322.0 | 5,085.4 | 4,782.6 | 负债权益比 | 19.1% | 30.3% | 39.0% | 33.7% | 29.3% |
| 应付票据 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动比率 | 4.51 | 3.24 | 2.77 | 3.12 | 3.55 |
| 其他流动负债 | 8,541.9 | 17,747.6 | 26,039.2 | 24,142.2 | 24,727.2 | 速动比率 | 3.09 | 2.34 | 1.83 | 1.78 | 2.21 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 利息保障倍数 | (178.93) | (329.52) | (375.87) | (471.33) | (605.78) |
| 其他非流动负债 | 17.8 | 15.6 | 17.0 | 16.8 | 16.5 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 10,561.6 | 20,067.3 | 29,378.3 | 29,244.4 | 29,526.2 | DPS(元) | 3.98 | 6.17 | 6.68 | 8.05 | 9.94 |
| 少数股东权益 | 1,881.1 | 2,308.2 | 3,307.4 | 4,511.8 | 5,999.4 | 分红比率 | 32.5% | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 股本 | 1,142.0 | 1,256.2 | 1,256.2 | 1,256.2 | 1,256.2 | 股息收益率 | 1.1% | 1.7% | 1.9% | 2.3% | 2.8% |
| 留存收益 | 52,190.4 | 62,464.5 | 70,852.5 | 80,964.0 | 93,455.7 | | | | | | |
| 股东权益 | 55,311.6 | 66,234.2 | 75,416.2 | 86,732.0 | 100,711.3 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | EPS(元) | 12.22 | 12.34 | 13.35 | 16.10 | 19.89 |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | BVPS(元) | 42.53 | 50.89 | 57.40 | 65.45 | 75.40 |
| 净利润 | 16,269.4 | 16,455.0 | 16,776.1 | 20,223.1 | 24,983.3 | PE(X) | 29.2 | 28.9 | 26.7 | 22.1 | 17.9 |
| 加:折旧和摊销 | 756.8 | 848.1 | 1,196.8 | 1,561.1 | 1,891.1 | PB(X) | 8.4 | 7.0 | 6.2 | 5.4 | 4.7 |
| 资产减值准备 | 0.4 | (0.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/FCF | 67.4 | 31.7 | 34.7 | 67.3 | 21.0 |
| 公允价值变动损失 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/S | 13.9 | 13.4 | 11.2 | 9.4 | 7.7 |
| 财务费用 | 0.0 | 0.0 | (64.6) | (62.0) | (59.5) | EV/EBITDA | 8.3 | 10.4 | 16.0 | 13.4 | 10.6 |
| 投资损失 | (3.1) | (3.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | CAGR(%) | 9.7% | 17.3% | 3.7% | 9.7% | 17.3% |
| 少数股东损益 | 919.6 | 951.9 | 1,051.9 | 1,267.7 | 1,565.9 | PEG | 3.0 | 1.7 | 7.1 | 2.3 | 1.0 |
| 营运资金的变动 | (3,675.2) | 2,551.1 | (1,318.9) | (12,152.2) | (3,088.3) | ROIC/WACC | 8.2 | 5.6 | 5.8 | 6.1 | 5.3 |
| 经营活动产生现金流量 | 12,632.5 | 17,436.3 | 17,641.3 | 10,837.8 | 25,292.6 | REP | 0.9 | 1.5 | 2.2 | 1.5 | 1.5 |
| 投资活动产生现金流量 | (4,580.2) | (2,048.8) | (3,564.1) | (2,981.0) | (2,491.3) | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | (5,041.4) | (5,588.0) | (8,581.4) | (10,112.9) | (12,510.4) | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034