

**贵州茅台(600519)/饮料制造**
**以更长远的视角看茅台, 重申“买入”**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 650.38

目标价格: 810

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

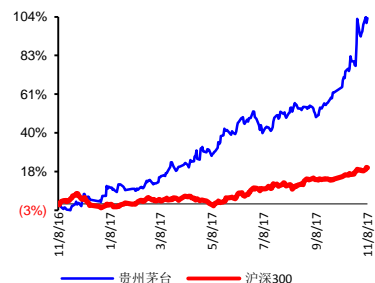
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	650.38
市值(百万元)	817,006
流通市值(百万元)	817,006

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 金融属性凸显, 库存周期启动, 继续扬帆远航
- 2 全年供应缺口大于 3000 吨, 批价将明显超出市场预期, 目标价上调至 390 元

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,446.86	40,155.08	58,242.97	73,684.11	89,307.96
增长率 yoy%	3.82%	20.06%	45.05%	26.51%	21.20%
净利润	15,503.09	16,718.36	25,924.26	33,983.07	42,362.33
增长率 yoy%	1.00%	7.84%	55.06%	31.09%	24.66%
每股收益(元)	12.34	13.31	20.64	27.05	33.72
每股现金流量	13.88	29.81	10.98	34.89	41.49
净资产收益率	24.25%	22.94%	29.00%	30.12%	29.57%
P/E	17.68	25.11	31.51	24.04	19.28
PEG	17.70	3.20	0.57	0.77	0.78
P/B	4.29	5.76	9.14	7.24	5.70

**投资要点**

- **核心观点:** 我们认为, 尽管当下报表节奏捉摸不准, 但时间拉长来看茅台的市值与利润、现金净流入与利润、出厂价与一批价均会匹配。我们建议往后看三年茅台的成长空间, 进而倒推当下的估值是否合理。我们认为, 未来三年是茅台酒量价齐升的三年, 未来三年量和价复合增速均可达 10% 左右, 依此推算预计 2020 年茅台收入有望达到 1000 亿元, 净利率也会提升 2 个百分点。考虑利息收入以及系列酒的增长, 我们认为 2020 年茅台净利润有望达到 550 亿元以上, 届时市值也有望突破 1.4 万亿, 上调 12 个目标价至 810 元, 重申“买入”。
- **往后看三年, 结构更清晰。** 我们设立的先行指标显示茅台的景气趋势依旧延续, 市场纠结于茅台的报表还有多大的张力、茅台何时提出厂价以及提价幅度等问题, 我们认为时间拉长来看, 市值和利润、现金净流入和利润、出厂价和一批价均会相互匹配。当下的茅台有较大的提价空间, 利润也有待逐步释放, 因此我们建议往后看 3-5 年, 来倒推现在的市值是否合理。
- **茅台酒未来三年量价均可实现约 10% 增长。** 我们认为双周期共振有望推升业绩加速成长。茅台酒具备商品和金融双重属性, 在人均收入持续提高以及消费升级的大背景下, 茅台酒的需求有望保持稳定的增长。在涨价预期下, 金融属性凸显, 增库存周期延续, 双重要素叠加, 再考虑茅台的供应能力, 我们认为茅台酒未来三年量价均可实现近 10% 的复合增长。
- **2020 年茅台收入有望实现 1000 亿元。** 我们认为未来三年是茅台酒量价齐升的三年, 预计 2020 年茅台酒销量有望达到 4 万吨, 吨酒价格有望提高 40% 达到 1146 元, 收入有望实现 1000 亿元。按照我们的模型测算, 净利率有望达到 52%, 届时净利润将达到 520 亿元。
- **2020 年系列酒以及利息收入有望突破 120 亿元。** 与去年相比, 我们预计今年利息收入有望增加 16 亿元, 随着现金的逐步增加, 预计到 2020 年每年的利息收入的增量有望超过 16 亿元, 考虑到系列酒的收入, 我们保守预计 2020 年系列酒和利息收入有望突破 120 亿元。
- **综合而言, 我们假设未来三年茅台酒销量每年增长 10%、提价 10%、利息收入每年增加 16 亿元, 预计 2020 年公司净利润有望达到 580 亿元。** 参照国际成熟消费品行业龙头估值水平, 我们给予茅台 25 倍 PE, 对应 2020 年茅台市值有望达到 14500 亿元。
- **上调 12 个月目标价至 810 元, 重申“买入”评级。** 我们上调盈利预测, 预计公司 2017-19 年实现营业收入分别为 582、737、893 亿元, 同比增长 45.1%、

26.5%、21.2%，实现净利润分别为 259、340、424 亿元，同比增长 55.1%、31.1%、24.7%，对应 EPS 为 20.6、27.1、33.7 元。我们上调 12 个月目标价至 810 元，对应 2018 年 30X，重申“买入”评级。

- 风险提示：限制三公消费力度加大、食品品质事故。

## 内容目录

结构不改，利润节奏有望加速.....	- 4 -
先行指标没有掉头，趋势依旧延续.....	- 4 -
时间拉长来看，看的更为清晰.....	- 5 -
金融属性凸显，业绩有望加速成长.....	- 6 -
涨价预期下，金融属性凸显.....	- 6 -
双周期共振推升业绩加速成长.....	- 7 -
业绩测算及投资建议.....	- 8 -
未来3年业绩的测算.....	- 8 -
投资建议.....	- 9 -
风险提示.....	- 9 -

## 图表目录

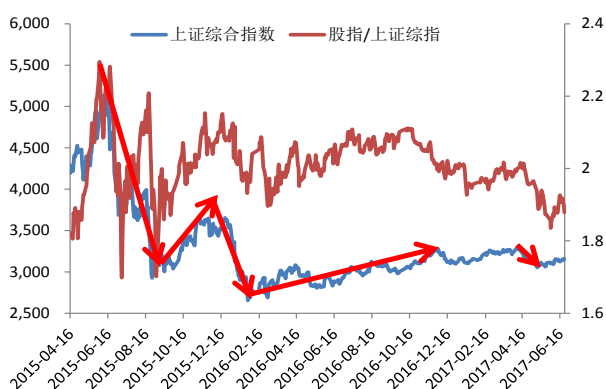
图表 1：无论是上涨还是下跌，股指期货比股票指数反应更为剧烈.....	- 4 -
图表 2：螺纹钢的期货比现货反应更为敏感.....	- 4 -
图表 3：生肖酒上涨的时间早于飞天茅台.....	- 4 -
图表 4：生肖酒上涨的幅度大于飞天茅台.....	- 4 -
图表 5：2015 年之前，现金净流入和净利润保持匹配.....	- 5 -
图表 6：2015 年开始，现金净流入与净利润严重背离.....	- 5 -
图表 7：业绩驱动公司市值不断走高.....	- 6 -
图表 8：茅台渠道毛利率高达近 80%.....	- 6 -
图表 9：越涨越买的逻辑图.....	- 7 -
图表 10：涨价创造需求的逻辑图.....	- 7 -
图表 11：城市家庭持续积累财富.....	- 7 -
图表 12：中产阶级以上家庭数量日益壮大.....	- 7 -
图表 13：茅台提价对净利润率的影响.....	- 9 -
图表 14：贵州茅台三大财务报表预测（单位：百万元）.....	- 11 -

## 结构不改，利润节奏有望加速

先行指标没有掉头，趋势依旧延续

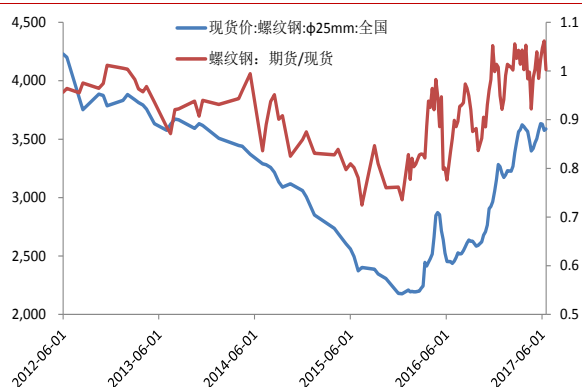
- **体量越小的产品，对价格越敏感，反映越快。**期货相较于现货，体量要小，无论是股指（金融期货的代表）还是螺纹钢（商品期货的代表）的期货，价格的剧烈程度均强于现货的价格。我们认为，同类产品，体量较小的，价格拉起来或者压下去，所花的作用力最小，对价格也将最为敏感。商品如此，我们认为白酒也有类似的规律。

**图表 1：无论是上涨还是下跌，股指期货比股票指数反应更为剧烈**



来源：中泰证券研究所

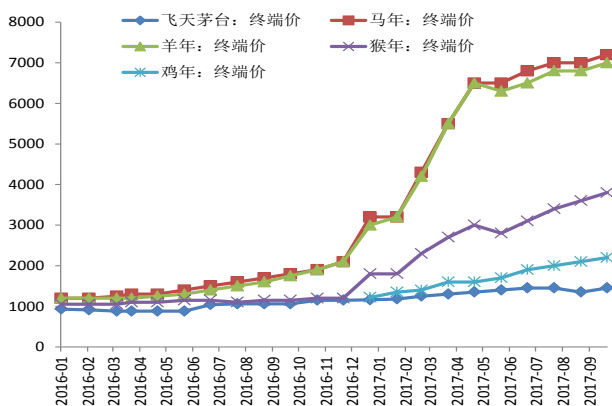
**图表 2：螺纹钢的期货比现货反应更为敏感**



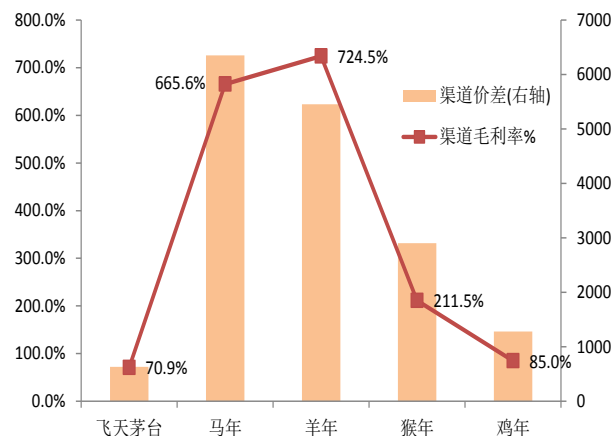
来源：中泰证券研究所

- **历史数据验证，生肖酒或定制酒可以作为先行指标。**我们认为白酒板块的先行指标在于高档酒，高档酒的先行指标在于茅台，茅台的先行指标在于生肖酒。从最近的上涨中就可以看出：马年、猴年茅台酒自去年年初就开始上涨，而飞天茅台价格上涨是 6 月份之后；从涨幅来看，马年、羊年的涨幅最大，两者的出厂价均为 849，到目前为止，两者的终端价已经突破了 7000 元/瓶，猴年的终端价近 3000 元/瓶，鸡年的终端价 2200 以上，涨价的幅度均高于飞天茅台。

**图表 3：生肖酒上涨的时间早于飞天茅台**



**图表 4：生肖酒上涨的幅度大于飞天茅台**



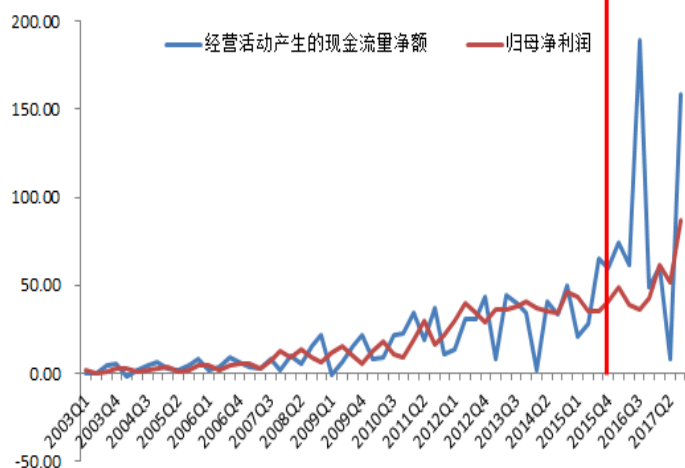
来源：中泰证券研究所

来源：中泰证券研究所

- 目前生肖酒价格依旧易涨难跌，如发现生肖酒掉头，此时的茅台需谨慎。今年以来，茅台鸡年生肖酒依旧呈现一货难求的局面，厂家为控制鸡年生肖酒涨价太快，建议出货价不要高于 1600 元/瓶，即使这样，价格依旧突破了 1600，目前大多经销商缺货，即使去茅台镇购买，依旧受到购买的限制（每人购买仅限 2 瓶），近期鸡年生肖酒价格上涨至 2200 元/瓶，涨幅近 82%（远超茅台酒）。我们认为，在鸡年生肖酒一货难求以及猴年、马年生肖酒存有较大价差的当下，价格依旧易涨难跌。如后期发现生肖酒有价无市并且价格掉头向下的情况，此时的茅台需谨慎。

### 时间拉长来看，看的更为清晰

- 我们认为，当下的茅台估计不算便宜，看当下的估值意义不大，我们应该看的更长远。时间拉长来看，**市值和利润、现金净流入和净利润、出厂价和一批价都会比较匹配**。当下的茅台有较大的提价空间，利润也有待释放，因此我们建议往后看 3-5 年，来倒推现在的市值是否合理。
- **2017 年之后，利润有望加速释放**。我们认为，时间拉长来看，现金净流入和净利润相匹配，从 2003 年上市到 2015 年，现金净流入和净利润相匹配。2016 年开始，现金净流入明显高于净利润的增长，比如：2016 年现金净流入 274.5 亿元，而确认的利润仅为 167.2 亿元，反映公司在蓄水，后期利润有望陆续释放。

**图表 5：2015 年之前，现金净流入和净利润保持匹配**


来源：中泰证券研究所

**图表 6：2015 年开始，现金净流入与净利润严重背离**

单位：亿元	经营活动产生的现金流量净额	归母净利润
2016Q1	74.36	48.89
2016Q2	61.68	39.13
2016Q3	189.31	36.63
2016Q4	49.16	42.53
2016年累计	374.5	167.2
2017Q1	61.09	61.23
2017Q2	8.26	51.28
2017Q3	158.51	87.33
2017前三季度累计	227.9	199.8

来源：中泰证券研究所

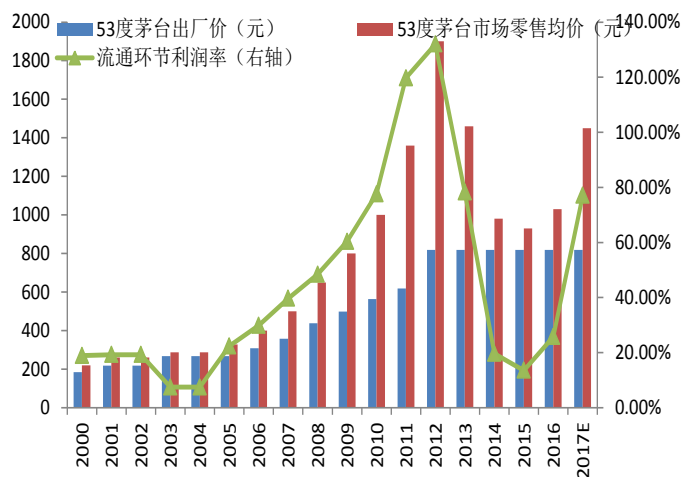
- 上市至今，**业绩与总市值保持匹配**。我们认为，公司上市至今核心驱动要素主要靠业绩，2001 年至今市值从 96 亿上涨至 8200 亿，上涨 8512%，同期净利润增长 8232%。我们认为，时间拉长来看，利润的增长与市值的成长是匹配的。
- **茅台渠道毛利率丰厚，人心思涨**。目前来看，茅台一批商的毛利率明显

高于其它的白酒，这背后的主要原因是茅台还没有提出厂价，我们认为在一个信息比较对称的时代，茅台的渠道毛利率有望逐步走向合理。参照其他的白酒公司（普五、国窖 1573 渠道毛利率 30-35%）以及经销商的反馈，渠道毛利有 30-35%即可满足经销商以及商超的利润。

**图表 7：业绩驱动公司市值不断走高**

	总市值(亿元)	归母净利润：亿元	对应当年的估值
2001	96.4	3.3	29.4
2002	70.0	3.8	18.6
2003	76.8	5.9	13.1
2004	144.1	8.2	17.6
2005	215.3	11.2	19.2
2006	828.9	15.5	53.7
2007	2170.7	28.3	76.7
2008	1025.9	38.0	27.0
2009	1602.8	43.1	37.2
2010	1735.8	50.5	34.4
2011	2006.8	87.6	22.9
2012	2170.0	133.1	16.3
2013	1332.8	151.4	8.8
2014	2165.5	153.5	14.1
2015	2740.9	155.0	17.7
2016	4197.6	167.2	25.1
2017E	8203.7	270.0	30.4
上市至今上涨的幅度%	8512%	8232%	103%

来源：中泰证券研究所

**图表 8：茅台渠道毛利率高达近 80%**


来源：中泰证券研究所

## 金融属性凸显，业绩有望加速成长

### 涨价预期下，金融属性凸显

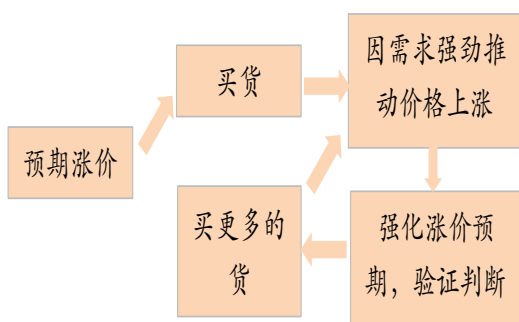
- **茅台在涨价预期下，金融属性凸显。**茅台酒具备商品和金融双重属性，其保质期长、出身好、相对稀缺并不可复制、毛利率最高抗通胀效果最好等特点决定了茅台酒的其金融属性好过于其它白酒。由于茅台酒供应可提前预知，变化不大，重点分析茅台的需求即可，在经济增速放缓的今天，消费总体变化不大，短期的市场更容易受市场氛围和资金（金融属性）的影响。CPI 走高或经销商、终端担心后市涨价（或提出厂价）或者经销商觉得价格低估，提前囤货以备后市。等情境出现时，也意味着茅台酒的涨价预期被凸显（金融属性），增库存周期开始启动。
- **借鉴期货升贴水的思路来观察套利空间，进而推测“增库存”的意愿。**我们借鉴期货合约的思路设计出飞天茅台和普五的“期货价格”（参照《高端白酒研究简报---量价齐升格局延续，坚定超配》一文），有别于期货的地方在于时间上我们采取的是重大节日（中秋和元旦）作为重要的交割日（如需了解更多的细节，可电话交流），通过这种方式我们可以及时的了解到经销商对后市的看法以及来推测经销商的囤货意愿（套利的空间越大，增库存的动力越足）。如果价格的升水（未来一段时间的价格-现在的价格>0 称为升水，否则称为贴水）价差大于囤货至交割日的成本，



我们认为理论上经销商应该采取补库的行动，通过多次的用此方法来推断补库动力是切实可行的（2016年下半年至今，屡试不爽）。

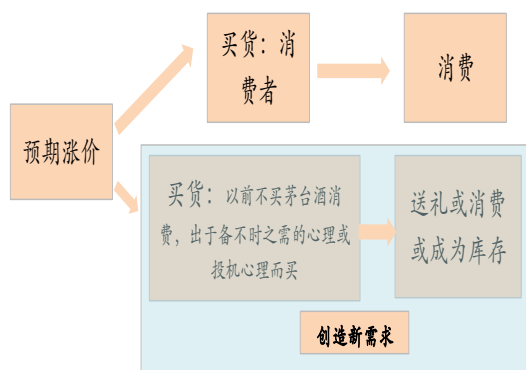
- **涨价预期一旦凸显，意味着增库存周期启动，伴随着的是越涨越买的局面。**我们认为，茅台酒的涨价预期一旦被凸显，意味着增库存周期启动，随之而来的是需求的强劲进而推动了上涨，进而强化涨价的预期和再现买货（买涨的局面出现）。在这些购买的群体当中，有一些以前不用茅台酒，为了备不时之需或日后的转手而购买的，随着时间的消耗，这些购买的茅台酒也将变成了消费，此类人群属于创造的新需求。

图表 9：越涨越买的逻辑图



来源：中泰证券研究所

图表 10：涨价创造需求的逻辑图

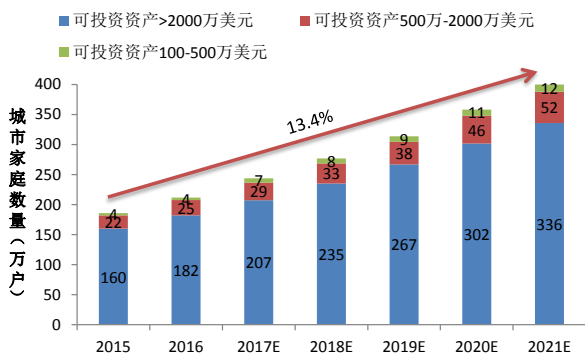


来源：中泰证券研究所

**双周期共振推升业绩加速成长**

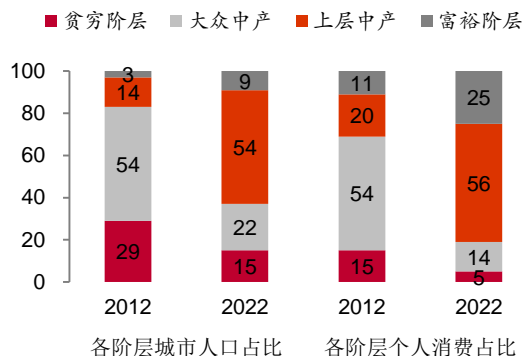
- **消费升级大势所趋，高档酒有望持续受益。**我们认为，目前消费升级的大背景下，茅台酒的需求有望稳定增长。麦肯锡发布的《中产阶级重塑中国消费市场》报告显示，上层中产人群占比将从 2012 年的 14% 提高到 2022 年的 54%，人群占比将从 3% 提高到 9%，白酒有望充分受益中产阶级的消费升级红利。

图表 11：城市家庭持续积累财富



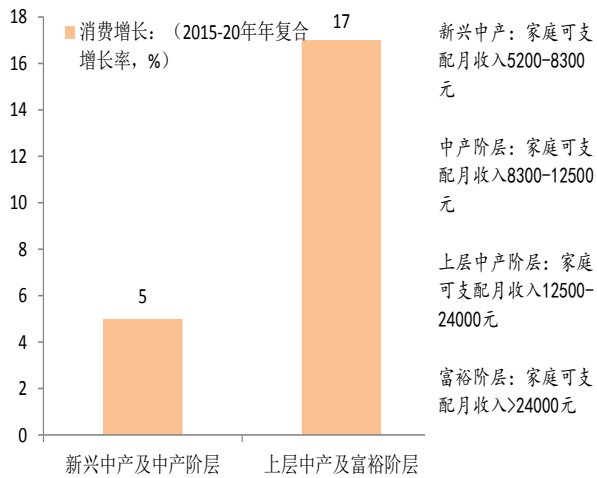
来源：波士顿咨询、中泰证券研究所

图表 12：中产阶级以上家庭数量日益壮大



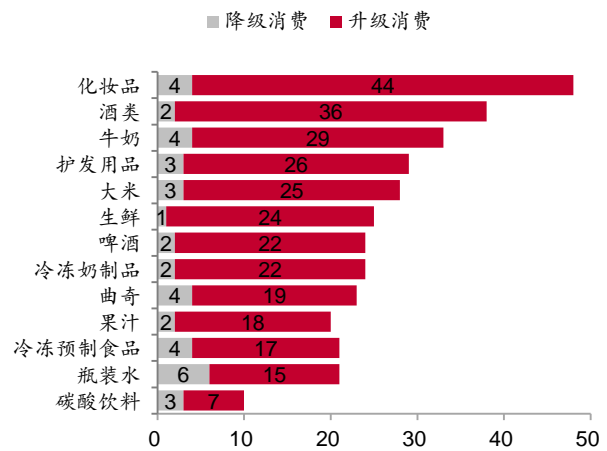
来源：麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》、中泰证券研究所

图表 13: 消费对经济的贡献率不断在提升



来源: 波士顿咨询、中泰证券研究所

图表 14: 中产消费升级酒类最为受益



来源: 波士顿咨询、中泰证券研究所

- **涨价预期之下, 库存周期有望持续。**我们认为, 当下的茅台酒可谓是人人心思涨, 目前茅台的一批价格上涨至 1500 元/瓶, 市场依旧存有买不到货的情况, 我们预计在茅台一级经销商毛利高于 200 元以上, 渠道将继续存有提价的预期, 提价预期之下, 无论是经销商还是终端, 均有提前购买的动力。
- **如何评估茅台酒的库存?** 我们认为, 茅台酒的总体库存偏低, 即使在 2016 年有库存累积的过程, 但是任然偏低。(1) 价格预期低迷的情况下, 屯库存动力不足, 因此可以界定 2015 年无明显新增库存。2015 年, 市场普遍对茅台酒的价格预期不高, 期间阶段性的出现批价低于出厂价的情况, 市场囤货动力不足, 无明显的囤货行为。(2) 2016 年库存周期启动, 但新增库存十分有限。2016 年春糖之后, 市场普遍预期茅台酒价格易涨难跌, 二季度之后囤货开始启动。2016 年高档酒总体的动销增速快于 2015 年, 2015 年茅台酒尚且可以实现近 18% 的增长, 在行业加速成长的 2016 年, 我们认为茅台酒消费增速理应达到 18% 以上。我们保守预估茅台酒 2016 年实现 20% 增长, 乐观的预估达到了 30% 的增长。扣掉自然消费近 20% 的增长, 2016 年新增库存最大值为 10% (约 1.2 个月库存)。按照批发商和终端两环节 1:1 来匡算, 每环节最多新增 0.6 个月库存。照此类推, 2017 年相较于 2016 年, 我们认为顶多新增 1 个月库存(两个环节), 相较于 2012 年 6-8 个月的渠道库存而言, 依旧很低。
- **综合而言, 我们认为茅台酒未来三年进入双周期共振阶段, 需求周期和库存周期同时启动, 考虑到茅台的供应水平, 我们认为未来三年茅台酒可实现复合 10% 以上的销量增长。**

## 业绩测算及投资建议

### 未来 3 年业绩的测算

- 依照茅台可产的基酒、库存以及调控的筹码, 我们认为茅台酒未来三年



可保持每年近 10% 的新增供应，到 2020 年，茅台销量有望达到近 4 万吨。

- 今年三季度电商销售 1299 的茅台，需求火爆，这部分消费很多是有效的消费，反映市场对于 1300 的茅台酒认可度很高。考虑到消费水平的持续，我们认为茅台出厂价有望陆续提升至 1200（或以上）。无论是一步提到位，或分次提价来完成，对于未来 2-3 年的茅台业绩都是很好的增量。我们的假设如下：

图表 15：茅台提价对净利润率的影响

	提价幅度	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	144%
53度飞天茅台：出厂价	819	900.9	982.8	1064.7	1146.6	1228.5	1310.4	1392.3	1474.2	2000
出厂价（扣税）	700	770	840	910	980	1050	1120	1190	1260	1709.4
营业成本	45.5	45.5	45.5	45.5	45.5	45.5	45.5	45.5	45.5	45.5
毛利	654.5	724.5	794.5	864.5	934.5	1004.5	1074.5	1144.5	1214.5	1663.9017
<b>毛利率</b>	<b>93.50%</b>	<b>94.09%</b>	<b>94.58%</b>	<b>95.00%</b>	<b>95.36%</b>	<b>95.67%</b>	<b>95.94%</b>	<b>96.18%</b>	<b>96.39%</b>	<b>97.34%</b>
营业税金及附加	101.5	111.7	121.8	132.0	142.1	152.3	162.4	172.6	182.7	247.9
三费	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0	63.0
利润总额	490.0	549.9	609.7	669.6	729.4	789.3	849.1	909.0	968.8	1353.0
所得税	123.5	138.6	153.6	168.7	183.8	198.9	214.0	229.1	244.1	341.0
净利润	366.5	411.3	456.1	500.8	545.6	590.4	635.1	679.9	724.7	1012.1
少数股东损益	23.8	26.7	29.6	32.6	35.5	38.4	41.3	44.2	47.1	65.8
归母净利润	342.7	384.6	426.4	468.3	510.1	552.0	593.8	635.7	677.6	946.3
<b>净利率</b>	<b>48.96%</b>	<b>49.94%</b>	<b>50.76%</b>	<b>51.46%</b>	<b>52.05%</b>	<b>52.57%</b>	<b>53.02%</b>	<b>53.42%</b>	<b>53.77%</b>	<b>55.36%</b>

来源：中泰证券研究所

- 到 2020 年，茅台酒收入有望达到 1000 亿元。我们认为，板块持续往上，我们预计到 2020 年茅台酒销量有望达到 4 万吨，吨酒价格有望达到 250 万元/吨，收入有望实现 1000 亿。按照以上的假设，净利率有望达到 52%，届时实现净利润将达 520 亿元。
- 到 2020 年，系列酒以及利息收入有望突破 120 亿元。今年相较于去年，我们预计利息收入有望增长 16 亿元，随着现金的逐步增加，我们预计到 2020 年每年的利息收入的增量有望超过 16 亿元，到 2020 年，考虑到系列酒的收入，我们保守预计系列酒以及利息收入有望突破 120 亿元。
- 综合而言，我们假设未来三年茅台酒销量每年增加 10%、提价 10%、利息收入每年增加 16 亿元，我们预计 2020 年净利润有望达到 580 亿元。参照国际成熟的公司给予 25 倍市值，2020 年茅台市值有望达到 14500 亿元。

#### 投资建议

- 上调 12 个月目标价至 810 元，维持“买入”评级。我们预计公司 2017-2019 年实现营业收入分别为 582、737、893 亿元，同比增长 45.1%、26.5%、21.2%，实现净利润分别为 259、340、424 亿元，同比增长 55.1%、31.1%、24.7%，对应 EPS 为 20.6、27.1、33.7 元。上调 12 个月目标价至 810 元，对应 2018 年 30X，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- **三公消费限制力度持续加大：**尽管公务消费占比逐年走低，但是政治改革依旧进行，不排除部分区域或者单位出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风，进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险：**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。
- **供应量或提价不及预期**

**图表 16：贵州茅台三大财务报表预测（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>32,217</b>	<b>33,447</b>	<b>40,155</b>	<b>58,243</b>	<b>73,684</b>	<b>89,308</b>	货币资金	27,711	36,801	66,855	78,371	110,787	150,410
增长率	4.19%	3.8%	20.1%	45.0%	26.5%	21.2%	应收款项	1,933	8,627	895	6,245	7,663	8,162
营业成本	-2,398	-2,613	-3,533	-5,629	-6,202	-6,825	存货	14,982	18,013	20,622	32,482	35,724	39,006
%销售收入	7.4%	7.8%	8.8%	9.7%	8.4%	7.6%	其他流动资产	2,945	1,563	1,808	3,778	3,620	3,890
毛利	29,819	30,834	36,622	52,614	67,482	82,483	流动资产	47,571	65,005	90,181	120,875	157,794	201,469
%销售收入	92.6%	92.2%	91.2%	90.3%	91.6%	92.4%	%总资产	72.2%	75.3%	79.9%	83.6%	86.7%	89.2%
营业税金及附加	-2,789	-3,449	-6,509	-8,387	-10,611	-12,860	长期投资	64	29	29	29	29	29
%销售收入	8.7%	10.3%	16.2%	14.4%	14.4%	14.4%	固定资产	13,798	16,312	17,199	18,230	18,792	19,167
营业费用	-1,675	-1,485	-1,681	-3,262	-3,684	-4,019	%总资产	20.9%	18.9%	15.2%	12.6%	10.3%	8.5%
%销售收入	5.2%	4.4%	4.2%	5.6%	5.0%	4.5%	无形资产	3,588	3,781	3,720	3,592	3,503	3,395
管理费用	-3,378	-3,813	-4,187	-4,193	-5,011	-5,805	非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,657	24,130	24,397
%销售收入	10.5%	11.4%	10.4%	7.2%	6.8%	6.5%	%总资产	27.8%	24.7%	20.1%	16.4%	13.3%	10.8%
息税前利润（EBIT）	21,977	22,087	24,245	36,772	48,177	59,799	<b>资产总计</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>112,935</b>	<b>144,533</b>	<b>181,925</b>	<b>225,866</b>
%销售收入	68.2%	66.0%	60.4%	63.1%	65.4%	67.0%	短期借款	63	0	0	0	0	0
财务费用	123	67	33	1,426	1,827	2,481	应付款项	3,416	10,566	20,306	21,837	29,536	35,791
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-2.4%	-2.5%	-2.8%	其他流动负债	7,066	9,486	16,714	27,812	30,839	34,067
资产减值损失	0	1	-12	0	0	0	流动负债	10,544	20,052	37,020	49,649	60,375	69,857
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	2	2	1	其他长期负债	18	16	16	16	16	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>10,562</b>	<b>20,067</b>	<b>37,036</b>	<b>49,664</b>	<b>60,391</b>	<b>69,873</b>
营业利润	22,103	22,159	24,266	38,200	50,006	62,281	<b>普通股股东权益</b>	<b>53,430</b>	<b>63,926</b>	<b>72,894</b>	<b>89,397</b>	<b>112,828</b>	<b>143,256</b>
营业利润率	68.6%	66.3%	60.4%	65.6%	67.9%	69.7%	少数股东权益	1,881	2,308	3,004	5,472	8,706	12,737
营业外收支	-221	-157	-308	-243	-250	-257	<b>负债股东权益合计</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>112,935</b>	<b>144,533</b>	<b>181,925</b>	<b>225,866</b>
税前利润	21,882	22,002	23,958	37,956	49,756	62,024	<b>比率分析</b>						
利润率	67.9%	65.8%	59.7%	65.2%	67.5%	69.4%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-5,613	-5,547	-6,027	-9,565	-12,538	-15,630	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.7%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益(元)	13.441	12.341	13.309	20.637	27.052	33.723
净利润	16,269	16,455	17,931	28,391	37,217	46,394	每股净资产(元)	46.787	50.888	58.028	71.165	89.817	114.040
少数股东损益	920	952	1,212	2,467	3,234	4,032	每股经营现金净流(元)	11.062	13.880	29.813	10.980	34.892	41.490
归属于母公司的净利润	15,350	15,503	16,718	25,924	33,983	42,362	每股股利(元)	0.000	0.000	6.787	7.500	8.400	9.500
净利率	47.6%	46.4%	41.6%	44.5%	46.1%	47.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表（人民币百万元）</b>							净资产收益率	28.73%	24.25%	22.94%	29.00%	30.12%	29.57%
净利润	16,269	16,455	17,931	28,391	37,217	46,394	总资产收益率	23.30%	17.96%	14.80%	17.94%	18.68%	18.76%
少数股东损益	0	0	0	2,467	3,234	4,032	投入资本收益率	59.20%	56.18%	201.29%	167.02%	336.24%	805.33%
非现金支出	757	848	947	1,132	1,271	1,422	<b>增长率</b>						
非经营收益	86	-338	-588	241	249	256	营业总收入增长率	4.19%	3.82%	20.06%	45.05%	26.51%	21.20%
营运资金变动	-4,480	471	19,162	-15,972	5,094	4,048	EBIT增长率	3.45%	0.50%	9.77%	51.67%	31.02%	24.12%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>12,633</b>	<b>17,436</b>	<b>37,451</b>	<b>16,260</b>	<b>47,065</b>	<b>56,151</b>	净利润增长率	2.17%	1.00%	7.84%	55.06%	31.09%	24.66%
资本开支	4,421	2,053	1,019	2,279	1,995	1,946	总资产增长率	18.82%	31.01%	30.86%	27.98%	25.87%	24.15%
投资	-10	35	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	-149	-31	-83	2	2	1	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,580</b>	<b>-2,049</b>	<b>-1,103</b>	<b>-2,277</b>	<b>-1,993</b>	<b>-1,945</b>	存货周转天数	2,041.2	2,304.9	1,995.7	2,106.3	2,102.5	2,086.0
股权募资	35	0	16	0	0	0	应付账款周转天数	75.5	111.0	99.3	99.2	101.2	100.2
债权募资	67	-56	0	0	0	0	固定资产周转天数	107.1	118.9	117.6	94.1	79.8	70.1
其他	-5,149	-5,548	-8,350	0	-9,421	-10,552	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-5,047</b>	<b>-5,604</b>	<b>-8,334</b>	<b>0</b>	<b>-9,421</b>	<b>-10,552</b>	净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-82.61%	-91.16%	-96.42%
<b>现金净流量</b>	<b>3,005</b>	<b>9,783</b>	<b>28,014</b>	<b>13,983</b>	<b>35,651</b>	<b>43,655</b>	EBIT利息保障倍数	-178.4	-328.4	-730.8	-25.8	-26.4	-24.1
							资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	34.36%	33.20%	30.94%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。