

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台 600519.SH

目标估值: 350 元

当前股价: 301.45 元

2016 年 08 月 27 日

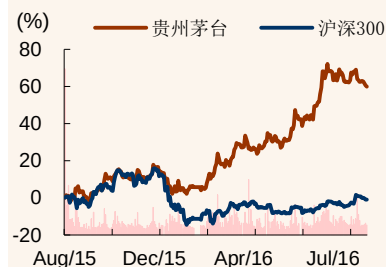
预收首破百亿, 确定性买入

基础数据

上证综指	3070
总股本 (万股)	125620
已上市流通股 (万股)	125620
总市值 (亿元)	3787
流通市值 (亿元)	3787
每股净资产 (MRQ)	51.7
ROE (TTM)	25.3
资产负债率	29.5%
主要股东	中国贵州茅台酒厂 (集
主要股东持股比例	61.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	45	74
相对表现	-4	33	65



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《贵州茅台 (600519) —Q2 发货超预期, 下半年计划量偏紧》
2016-07-17

2、《贵州茅台 (600519) —需求大超预期, 上调目标价至 350 元》
2016-07-06

3、《贵州茅台 (600519) —大会重返茅台镇, 国酒文化发新芽》
2016-05-22

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李晓峰 研究助理

021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

我们从年初以来判断“遮不住的强劲增长”, “量价收放自如”, “下半年批价显著上涨”以及最近报告提出“Q2 发货量超预期, 预收及现金流指标靓丽”, 已悉数验证。公司 Q2 末有在手订单 6000 吨, 渠道信心十足, 我们预计 10 月初全年计划将执行完毕。近期批价平稳, 市场情绪回落, 入场时点来临。建议关注 10 月份及 12 月份两个关键催化时点。名酒继续复苏, 市场无风险利率持续下行, 优质资产重估, 茅台值得给予高估值, 我们认为未来 1 年茅台合理区间在 336-400 元 (PE20-25 倍), 我们继续给予年内目标价 350 元, 目前 300 元的股价, 可以确定性买入。

- **16H1 收入、净利分别增长 15.2%、11.6%, 其中 Q2 收入净利同比 13.1%、11.1%, 符合我们预期, 略超市场预期。**公司 Q2 实现主营收入 84.9 亿元, 营业利润 55.6 亿元, 净利润 39.1 亿元, 同比增速 13.1%、12.3%、11.1%, EPS3.12 元。符合我们年初以来对公司的判断和预期, 略超市场预期。
- **预收款首破百亿, Q2 现金回款同比大增 35.3 亿。**公司 Q2 末预收款 114.8 亿, 环比增加 29.4 亿, 虽处年中淡季, 预收款仍再创新高, 首破百亿水平, 显示终端动销良好, 经销商对后市预期乐观, 打款积极性明显提升。同期应收票据 65.6 亿, 环比增加 18.82 亿, Q2 现金回款 102.6 亿, 经营性现金流净额 61.7 亿, 同比大增 121.1%, 经营质量再上新台阶。
- **上半年发货完成计划 60%, 收款完成计划近 80%。**16 年 Q2 真实收入 81.34 亿元, 与报表 81.84 亿基本持平, 说明 Q2 报表增速基本符合真实发货情况, 对应发货约 5000 吨。因此公司发货计划已经完成 1.3 万吨, 占计划 60% (符合公司 6 月初对经销商的说法)。超公司及市场预期的是, 除 Q1 末滚动过来尚有 32 亿已发货可确认的收入预留外 (因此公司报表收入对应发货量约 1.1 万吨), 公司总预收款达近 115 亿, 真实预收款高达 83 亿, 对应 4500 吨计划量, 即收款额对应的量已经完成全年计划的 80%以上。形势之好令公司 7 月份起重新要求经销商必须按照月度计划打款提货, 不允许提前执行计划。
- **预计 10 月全年计划将执行完毕, 关注 10 月份及 12 月份两个关键时点。**7 月份起, 经销商普遍看涨茅台价格, 囤货意愿高, 我们预计 Q3 发货量高于 Q2, 或达到 6000 吨。按照此进度, 我们预计 3 季度末公司将完成计划发货 1.9 万吨, 收款额则 100%完成计划 (2.1 万多吨), 全年计划发货量将于 10 月执行完毕。11-12 月份将实行计划外销量或提前执行明年春节的量, 由于春节提前到 1 月 28 日, 我们预判 11-12 月发货量可能达到 6000 吨 (因此年报预收款或比中报更为强劲), 全年真实发货量达到 2.4 万吨。故下半年第一个时点催化预计在 10 月份, 即公司执行完全年计划, 第二个时点催化或在 12 月份, 经历过 16 年春节断货困扰的经销商, 今年备货意愿将大大增加。我们认为今年在上半年实际发货量同比不增的情况下批价上涨 15%, 说明了消费真实需求增速, 如果公司认为目前价格为平衡点, 则明年预计批价不变, 增量能力近 15%。
- **基本面超预期, 优质资产享受估值溢价, 维持强烈推荐。**我们从年初以来判断“遮不住的强劲增长”, “量价收放自如”, “下半年批价显著上涨”以及最近报告提出“Q2 发货量超预期, 预收及现金流指标靓丽”, 已悉数验证。考虑到名酒已进入复苏轨道, 市场无风险利率持续下行, 优质资产将继续得到重估。我们给予 16 年真实发货量 2.35 万吨, 对应业绩 16.8 元, 我们认为未来 1 年茅台合理区间在 336-400 元 (PE20-25 倍), 我们继续给予年内目标价 350 元, 目前 300 元的股价, 可以确定性买入。
- **风险提示: 经济恶化导致需求下滑。**

- 中秋节动销良好，到货顺利批价或将平稳，市场预期已降低，近期仍是进场时点。近期路演反馈，经历过7月份批价快涨及消费者囤货后，市场担心中秋需求提前透支，市场预期已降低。京沪苏等地草根调研显示，7月份快涨系公司7月份发货量本就偏低，但释放货源紧张信号，渠道备货意愿强且库存低，经历快涨之后，渠道库存情况仍然不高，另外考虑到白酒即时性消费特征，中秋动销仍然良好。考虑到公司9月份发货量高于7月，且近期陆续到货，批价有望平稳渠道正常走量。布局角度，近期股价略有回调，9月份仍然是进场时点。
- 系列酒成增长亮点，定制酒未披露但形势更好。公司披露，上半年系列酒完成销售收入6.91亿，同比增长55.8%，预计全年有望实现20亿目标的年初既定目标。其中，迎宾酒目标5500吨，目标销售额6.7亿元；力争销量6000吨，目标销售额7.4亿元。茅台王子酒保底任务量4000吨，销售额7.3亿元。系列酒增长同时，以生肖酒、蓝瓶金瓶为代表的茅台定制酒形势更好，公司未披露具体数据，预计全年定制酒发货量1000吨以上。

图 1：茅台定制酒



资料来源：网络图片、招商证券

图 2：茅台生肖酒（猴年）



资料来源：网络图片、招商证券

图 3：茅台生肖酒（马年）



资料来源：网络图片、招商证券

图 4：茅台生肖酒（羊年）



资料来源：网络图片、招商证券

附：招商食品周观点（2016/08/01）：板块盘整中加大蓝筹配置，估值溢价与年底切换打开空间（摘录）

1.2016 年高端白酒增速预计接近 15%，茅台全年发货有望冲击 2.4 万吨

（1）**高端白酒增速究竟有多少？取决于茅台量价策略。**我们年初基于对高端白酒库存清理和企业现金流改善，预判 16 年高端白酒行业增速 10%，但行业增速是否会从 10%跃升至 15%，边际的增速究竟会更快，还是更慢，取决于茅台的增速能够达到多少。详细来讲，高端白酒市场今年步入回暖，主要是库存清理完毕，需求逐步复苏，但由于茅台已经占到高端白酒 50% 以上市场份额，且茅台价格已经是行业天花板，其他品牌和茅台的差价及性价比，是动销的重要因素，因此，年内行业增速究竟是 10%，还是 15%，很大程度上取决于茅台的量价策略。从目前看，茅台渠道库存紧张，批价快速上涨，渠道和消费者提前囤积和消费，行业增速向 15%靠拢。

（2）**假设茅台正常发货，高端白酒市场出厂端增长 13.8%，终端增长 18.2%，渠道盈利大为改善。**从茅台年报季报数据，我们测算真实发货情况，15 年 1-10 月份，公司完成全年发货计划 1.8 万吨，15Q4 提前执行计划 3000 多吨，全年完成真实发货 2.1 万吨。16Q1 发货 6000 吨，Q2 发货 5000 吨，推测 Q2 末有已收款未发货至少 3000 吨，**预计 Q3 能够完成 6000 吨发货，全年计划 2.1 万吨即可执行完毕**，Q4 若正常发货，至少不会比前三个季度差（明年春节更早，备货同比提前），预计为 6000-7000 吨，**全年实现真实发货 2.3-2.4 万吨，同比增长 15%**，若考虑市场终端价格上涨，市场端有 20% 增长（一批价高于去年同期）。五粮液出厂端提价，预计 16 年出货量与 15 年持平。老窖 1573 预计全年能达到 3000 吨发货量，且批价有所上升。高端白酒市场，我们暂只考虑茅五泸，汇总后得到，高端白酒行业 16 年出厂端增速 13.8%，其中量增贡献 10.5%，提价贡献 3.0%，市场终端增速 18.2%，其中量增贡献 10.5%，提价贡献 7.0%。市场终端增速快于出厂端，意味着渠道盈利大为改善。当然还有一种可能，考虑到茅台包装瓶颈，假设茅台 Q4 少发货，出厂口径增速自然回落，但市场批价自然水涨船高，另外五粮液老窖性价比凸显出货量增加，出厂端增速 10.2%，市场终端增速 16.7%。

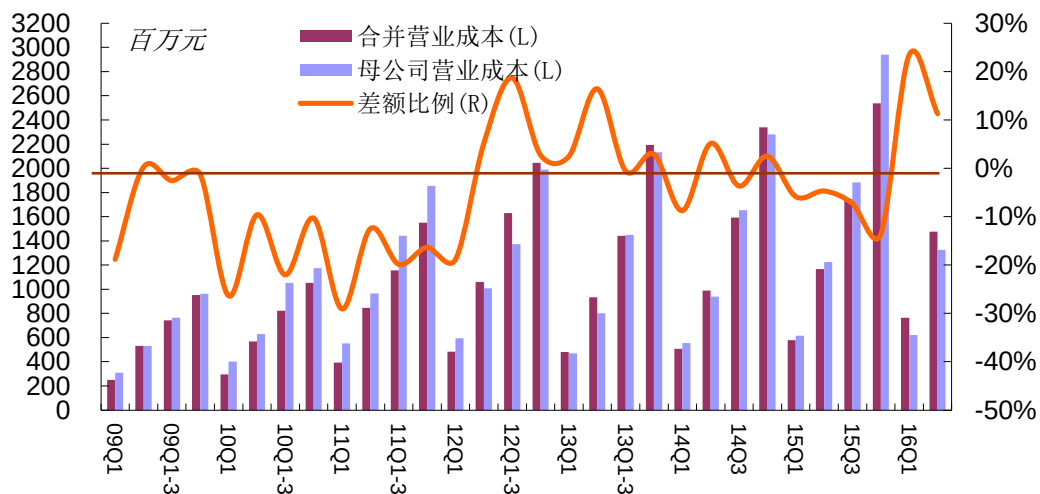
（3）**全年来看，茅台全年发货有望冲击 2.4 万吨。**我们上面做了两种情景假设，即茅台四季度完成全年计划后，继续放量，以及茅台四季度控货，批价水涨船高。我们认为，茅台今年的渠道策略是先价后量，先实现渠道商盈利改善，借助市场的涨价预期，年底会继续放量。从近期淡季批价走势看，效果非常明显，一个月之内，京东上茅台价格从 919-999-1049 元，消费者淡季也开始提前囤积茅台，根据上面季度发货量的分析，我们认为，茅台全年有望冲击 2.4 万吨发货量。

再次建议阅读我们通过模型对茅台真实销售和报表差异的解读，由此可以推断估计公司的未来业绩及可能策略，屡试不爽！

我们构建的“合并与母公司的主营成本差额和预收款变化关系模型”，原理是酒厂将酒生产出来低价卖给销售公司，母公司体现主营成本；销售公司加价对外销售，合并报表不增加主营成本。通过比较两处的主营成本，如果合并报表的主营成本小于母公司报表的主营成本，则说明可能是产品滞留在销售公司，但此时如果预收账款和现金流入不断增加，就只能说明实际上产品并未滞留，而是产品全部发出但收入在报表中未确认，这样的好处是把真实预收账款与藏业绩的预收账款分拆开来。

如图 1，通过合并与母公司主营成本差额比较，我们可以发现 10-11 年行业高景气时，公司母公司主营成本总体高于合并主营成本，说明真实的生产和销售高于合并报表显示的收入，公司一直在蓄水（差额比例为合并成本减母公司成本的差额与母公司成本的比值，该数在 0 以下显示在蓄水）；而从 12 年 2 季度起行业开始不景气，公司母公司主营成本有多次低于合并成本，显示 12 年到 14 年整体上是通过释放未确认收入获得持续增长的。而到 15 年，公司开始持续蓄水，15Q4 蓄水力度继续加大，Q4 有近 32 亿收入未确认，全年真实收入比报表收入高 51 亿元。16 年 Q1，公司余量充足，且受断货影响，Q1 真实发货量少于报表对应量，真实收入相比报表减少 19 亿。16 年二季度真实收入 81.34 亿元，与报表收入 81.84 亿元基本匹配，对应近 5000 吨发货量，与我们 7 月 12 日报告《Q2 发货超预期，下半年计划量偏紧》中的分析完全一致。

图 5：茅台合并与母公司主营成本年度差额情况



资料来源：公司公告，招商证券，注：比例线在 0% 以下表示该年度公司在蓄水（储备收入利润不确认），反之则表示公司在释放利润。

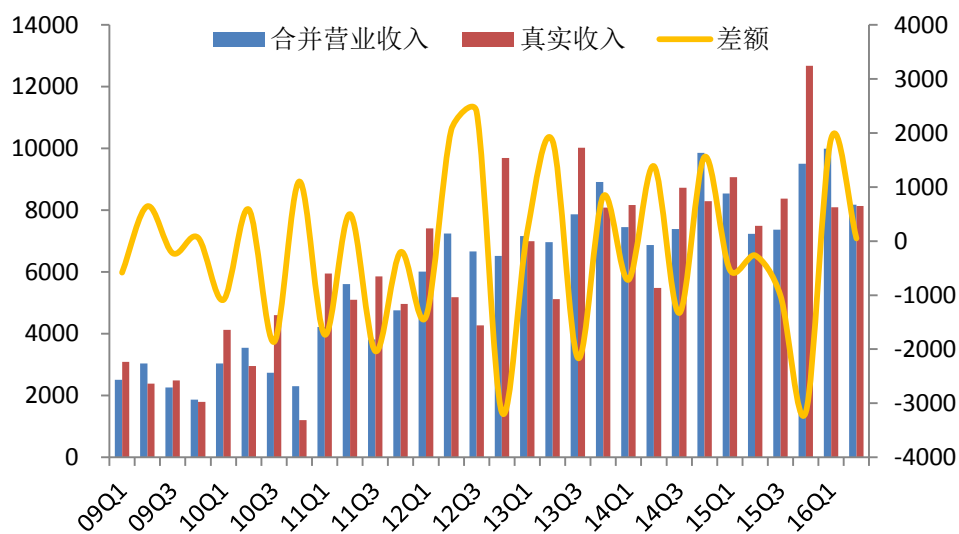
再看图 2，为单季度的合并报表收入与从合并成本差额推算出来的实际收入的比较，可以发现：

- 10-11 年期间，多数季度是真实收入高于合并收入，但 2 季度都是被预收释放抬高了报表收入；
- 12-13 年期间，从 12 年 Q2 行业需求端景气度下滑起，公司真实发货就已开始减

少，但过去预留的大量未确认收入保证了 12 年 2、3 季度高增长，4 季度达到发货最高点，有 30 亿收入未确认（可验证的是，12 年末公司领导曾在公开场合表示茅台收入达到 290 亿，最终报表公告为 264 亿），由此确保了 13 年 Q1、Q2 报表收入都能高于真实收入（Q2 释放了近 20 亿未确认收入使报表收入达到近 70 亿元）。Q2 控货价格回升激发经销商热情，所以茅台 Q3 推出 999 团购招商再次吸引了大量资金，20 亿元未确认，到 4 季度确认了 10 亿；

- 14 年以来，Q1 末仍留了 7 亿元没有确认（14Q1 真实收入同比增 16.7%），而 Q2 真实收入也仅 55 亿元（同比仅增长 10%），较去年 Q2 报表还有 14 亿差距，因此一是确认了 Q1 末的 7 亿，二是多确认了预收款 6 亿，从而使报表同比微降。Q3 真实收入其实有 87 亿（其中 8 亿来自经销商票据融资），但报表收入仅 74 亿，13 亿中 6 亿已用于填补 Q2，还剩 7 亿需要留给 Q4 以填补去年 Q4 的高基数。但 Q4 的真实收入仍只有 83 亿元，除了确认 Q3 的预留外，我们发现公司还是提前确认了 15 年 Q1 的 7 亿左右收入，即 14 年底的真实预收款其实不止那么多。
- 公司 15 年前三季度真实收入已到 250 亿左右，Q3 预收款中有 18 亿是未确认收入。由于 4 季度经销商为完成计划加大打款，以及 16 年春节提前使经销商集中在 12 月打春节货款，公司 Q4 真实收入应该为 126.8 亿元，全年为 378 亿元，全年真实收入增长是 23%，全年真实净利润为 179.5 亿元，增长 20%，真实 EPS14.29 元。而 12 月底手上就有 82.6 亿可待 1 季度确认的现金在手，公司也自然有底气在 1 月 20 号开始要求停止打款和发货。
- 16 年一季度真实收入 80.9 亿元，较报表收入低 18.99 亿，系公司将 Q4 部分已打款且发货的量确认收入，约合 1150 吨，一季度真实发货约 5000 吨。15Q4 预收款中 51 亿已发货但未确认收入的部分下降至 32 亿，但未发货的预收款增加至 53.5 亿元。我们推测，一季度发货下降的主要原因，是公司 15 年底已经有 82.6 亿可待确认，余量充足，另外春节旺季期间断货，少发了十余天，每天包装产能极限 110 吨，共少发 1000 余吨，数据刚好对上。据此计算，公司 Q1 末纳入今年的发货量已达 8000 多吨（15Q4 已发的 3000 多吨+16Q1 的 5000 吨），已收款未发货的还有 3000 吨。节后公司虽按月度发货，但仍要求经销商按季度打款，且发货按照打款顺序，经销商补库存积极打款，未发货的预收款大幅增加至 53.5 亿元，渠道信心充足。
- 二季度新增预收款 29.4 亿元，另外新增应收票据 18.8 亿，对应二季度收到经销商新增打款且未发货部分约为 3000 吨。若考虑现金流，Q2 同期收入 84.9 亿，预收款 29.4 亿，合计 114.3 亿，与 Q2 收到现金 102.6 亿基本匹配（差异可能来自系列酒及定制酒）。二季度末，预收账款 114.8 亿元，其中包括一季度末的预收账款 85.4 亿元（其中已收款未发货部分为 53.5 亿元，已收款且已发货部分 31.9 亿），加上上述分析二季度新增量，Q2 末预计有经销商新增打款且未发货部分 6000 吨（53.5 亿的 Q1 递延存量+29.4 亿新增预收账款+18.8 亿新增应收票据）。若假设全年计划量 22000 吨，全年发货量已经达到 13000 吨（15Q4 已发的 3000 多吨+16Q1 的 5000 吨+16Q2 的 5000 吨），且有 6000 吨在手订单，下半年可供经销商打款余量仅剩 3000 吨，超公司自身预期，且超市场预期。故公司 7 月份起重新严格执行年初计划，不允许经销商提前执行次月计划，必须按照月度计划打款提货。

图 6：茅台合并报表收入与估算实际收入间差额比较



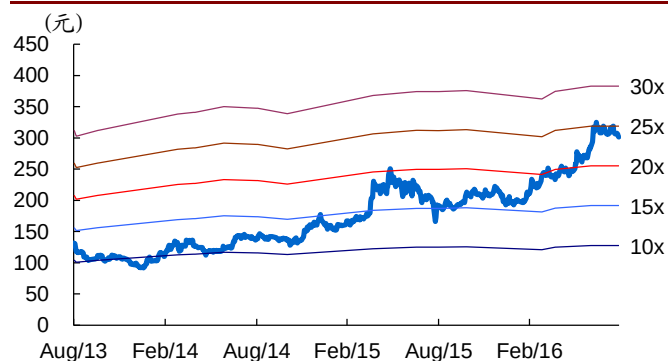
资料来源：公司公告，招商证券，注：比例线在 0%以下表示该年度公司在蓄水（储备收入利润不确认），反之则表示公司在释放利润。

表 1、贵州茅台单季度利润表与年度利润表

单位: 百万元	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	15H1	16H1	2014	2015
一、营业总收入	8760	7425	7549	9713	10251	8487	16186	18738	32217	33447
二、营业总成本	2556	2481	2406	3849	3048	2929	5037	5977	10117	11292
其中: 营业成本	580	586	581	791	765	710	1166	1475	2339	2538
营业税金及附加	807	637	728	1278	1181	1025	1443	2206	2789	3449
营业费用	243	349	343	550	170	217	592	387	1675	1485
管理费用	920	907	765	1220	905	955	1827	1860	3379	3813
财务费用	-6	-13	-33	-15	-3	-9	-19	-12	-123	-67
资产减值损失	0	1	0	-1	3	3	0	6	0	-1
	14	14	21	26	27	29	28	56	59	74
三、其他经营收益	0	3	1	0	0	0	3	0	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	1	0	0	0	3	0	3	4
四、营业利润	6204	4947	5143	5864	7203	5558	11152	12760	22103	22159
加: 营业外收入	1	0	0	4	4	1	1	5	7	5
减: 营业外支出	3	0	131	28	0	0	3	0	227	162
五、利润总额	6202	4947	5013	5839	7207	5559	11149	12765	21882	22002
减: 所得税	1574	1211	1251	1511	1995	1393	2785	3388	5613	5547
六、净利润	4628	3736	3762	4328	5212	4165	8365	9377	16269	16455
减: 少数股东损益	263	213	226	250	323	252	476	575	920	952
七、归属母公司净利润	4365	3523	3536	4078	4889	3913	7888	8803	15350	15503
EPS	3.82	3.09	3.10	3.57	4.28	3.43	6.91	7.71	13.44	12.34
主要比率										
毛利率	93.4%	92.1%	92.3%	91.9%	92.5%	91.6%	92.8%	92.1%	92.7%	92.4%
主营税金率	9.2%	8.6%	9.7%	13.2%	11.5%	12.1%	8.9%	11.8%	8.7%	10.3%
营业费率	2.8%	4.7%	4.5%	5.7%	1.7%	2.6%	3.7%	2.1%	5.2%	4.4%
管理费	10.5%	12.2%	10.1%	12.6%	8.8%	11.2%	11.3%	9.9%	10.5%	11.4%
营业利润率	70.8%	66.6%	68.1%	60.4%	70.3%	65.5%	68.9%	68.1%	68.6%	66.3%
实际税率	25.4%	24.5%	24.9%	25.9%	27.7%	25.1%	25.0%	26.5%	25.7%	25.2%
净利率	49.8%	47.5%	46.8%	42.0%	47.7%	46.1%	48.7%	47.0%	47.6%	46.4%
YoY										
收入增长率	15.5%	5.6%	-0.1%	-3.3%	17.0%	14.3%	10.7%	15.8%	3.7%	3.4%
营业利润增长率	16.3%	0.6%	1.5%	-13.6%	16.1%	12.3%	8.8%	14.4%	1.4%	0.3%
净利润增长率	17.5%	0.2%	2.1%	-12.4%	12.0%	11.1%	9.1%	11.6%	1.4%	1.0%

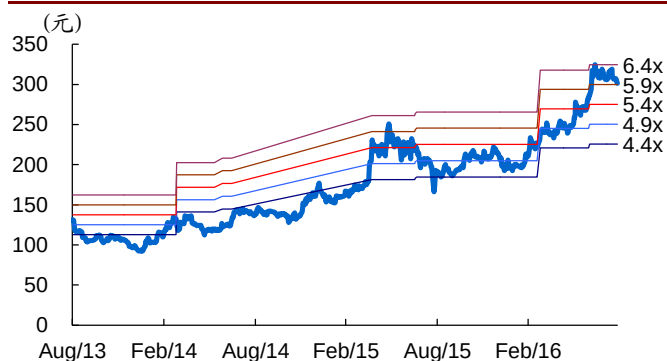
资料来源: 公司报表

图 7: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—Q2 发货超预期，下半年计划量偏紧》2016-07-17
- 2、《贵州茅台（600519）—需求大超预期，上调目标价至 350 元》2016-07-06
- 3、《贵州茅台（600519）—大会重返茅台镇，国酒文化发新芽》2016-05-22

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	47571	65005	75435	87594	100114
现金	27711	36801	46378	57009	67138
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1848	8579	5884	6548	7293
应收款项	4	0	0	0	0
其它应收款	81	48	54	60	67
存货	14982	18013	21384	22012	23511
其他	2945	1563	1735	1965	2104
非流动资产	18302	21297	22060	22789	23484
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10376	11416	12577	13660	14670
无形资产	3583	3582	3224	2902	2612
其他	4344	6299	6259	6227	6202
资产总计	65873	86301	97495	110383	123597
流动负债	10544	20052	21702	23949	25246
短期借款	63	0	0	0	0
应付账款	708	881	977	1108	1183
预收账款	1476	8262	9162	10389	11097
其他	8298	10909	11563	12453	12966
长期负债	18	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	16	16	16	16
负债合计	10562	20067	21718	23965	25262
股本	1142	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	50913	61295	69794	79272	89885
少数股东权益	1881	2308	3352	4516	5819
归属于母公司所有者权益	53430	63926	72425	81903	92517
负债及权益合计	65873	86301	97495	110383	123597

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	12633	17436	19867	21848	22430
净利润		15503	16997	18953	21225
折旧摊销		0	1236	1271	1306
财务费用		0	(208)	(258)	(310)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	798	719	(1094)
其它		1933	1043	1164	1303
投资活动现金流	(4580)	(2049)	(2000)	(2000)	(2000)
资本支出		0	(2000)	(2000)	(2000)
其他投资		(2049)	0	0	0
筹资活动现金流	(5041)	(5588)	(8290)	(9217)	(10301)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(8498)	(9475)	(10612)
其他		(5588)	208	258	310
现金净增加额	3011	9800	9577	10631	10129

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	32217	33447	37598	41841	46602
营业成本	2339	2538	2815	3192	3409
营业税金及附加	2789	3449	4892	5445	6064
营业费用	1675	1485	1594	1774	1976
管理费用	3379	3813	4136	4519	5033
财务费用	(123)	(67)	(208)	(258)	(310)
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	0	0
营业利润	22103	22159	24279	27055	30280
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	227	162	162	162	162
利润总额	21882	22002	24122	26898	30123
所得税	5613	5547	6081	6781	7594
净利润	16269	16455	18041	20117	22529
少数股东损益	920	952	1044	1164	1303
归属于母公司净利润	15350	15503	16997	18953	21225
EPS (元)	13.44	12.34	13.53	15.09	16.90

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3.7%	3.8%	12.4%	11.3%	11.4%
营业利润	1.4%	0.3%	9.6%	11.4%	11.9%
净利润	1.4%	1.0%	9.6%	11.5%	12.0%
获利能力					
毛利率	92.7%	92.4%	92.5%	92.4%	92.7%
净利率	47.6%	46.4%	45.2%	45.3%	45.5%
ROE	28.7%	24.3%	23.5%	23.1%	22.9%
ROIC	29.5%	24.9%	23.8%	23.2%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	16.0%	23.3%	22.3%	21.7%	20.4%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.5	3.7	4.0
速动比率	3.1	2.3	2.5	2.7	3.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
应收帐款周转率	12296.6	14734.3	27015.1	81922.9	81955.1
应付帐款周转率	4.7	3.2	3.0	3.1	3.0
每股资料 (元)					
每股收益	13.44	12.34	13.53	15.09	16.90
每股经营现金	11.06	13.88	15.82	17.39	17.86
每股净资产	46.79	50.89	57.65	65.20	73.65
每股股利	4.37	6.17	6.76	7.54	8.45
估值比率					
PE	22.4	24.4	22.3	20.0	17.8
PB	6.4	5.9	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	8.5	8.4	7.6	6.9	6.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心董事。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 11 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中四年第一，2015 年获新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。