

# 贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级: 买入 维持评级

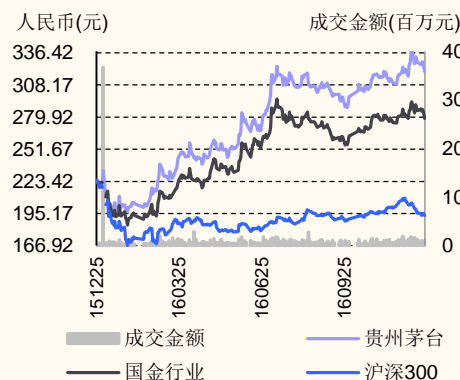
公司点评

市场价格(人民币): 320.03 元  
目标价格(人民币): 380.00-380.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,256.20
总市值(百万元)	402,020.98
年内股价最高最低(元)	337.76/196.64
沪深 300 指数	3307.60
上证指数	3110.15



## 相关报告

1. 《复兴确定, 不负众望-贵州茅台公司研究》, 2016.9.5

## 16 年收入超预期, 17 年收入增速仍有望上看 20% 一线

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	12.930	11.774	13.285	15.697	17.919
每股净资产(元)	46.79	50.89	58.24	65.39	74.35
每股经营性现金流(元)	11.06	13.88	12.49	12.98	15.92
市盈率(倍)	14.67	18.53	24.09	20.39	17.86
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	-1.71%	0.16%	12.83%	18.16%	14.16%
净资产收益率(%)	27.64%	23.14%	22.81%	24.01%	24.10%
总股本(百万股)	1,142.00	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 经营分析

- 茅台公布 2016 年年度主要经营数据, 公司 16 年实现收入 398.6 亿元 (+19.16%YoY), 超年初 4% 的计划及 15% 左右的市场预期; 归属母公司净利润 166.5 亿元 (+7.4%YoY) 低于预期, 预计主要是消费税影响。单 Q4 情况来看, 收入 123.2 亿元 (+26.87%YoY), 收入端表现极其靓丽, 也充分验证了前期市场对其渠道调研所反馈得来的良好态势; 归母利润 41.8 亿元 (+2.60%), 增速水平显著低于收入水平。尽管目前预收款情况不得而知, 但从近期调研情况来看, 公司有预收蓄水池关闸储新的相关动作, 预计 Q4 真实预收情况仍将是极度优秀的局面。
- 今年 Q2 以来茅台需求端回暖明显, 批价自 830-840 元涨至目前 1050 元左右: 以 11 月下旬茅台开始执行 17 年计划以及调研显示 10 月中下旬至 11 月上旬的缺货情况推断, 预计早在 10 月中旬前后公司即完成了全年 2.3 万吨茅台酒任务。在 17 年计划实施后, 批价仅有短暂的小幅回调、后在旺盛需求推动下继续走出上扬趋势, 预计春节前局部地区批价有望冲击 1100 元大关、大部分地区将落在 1050-1100 元区间, 各地批价仍有小幅上涨空间。
- 17 年计划茅台酒增量稳定, 系列酒将实现跨越式大发展: 计划茅台酒和系列产品计划销量 5 万吨左右, 其中茅台酒 2.6 万吨左右, 系列产品 2.4 万吨左右, 基本接近 1:1 比例。从茅台官方口径来看, 17 年茅台酒将保持 15% 左右的增长, 同时公司近期针对系列酒下设六大事业部进行精细化操作、系列酒将有望迎来远超于茅台酒的增长(从计划量看, 系列酒将实现自今年约 1.4 万吨至 17 年 2.4 万吨的增长, 计划增长幅度超 70%)。综合来看, 预计 17 年公司收入增速将有望继续上看 20% 一线。

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭

分析师 SAC 执业编号: S1130516080006  
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟

联系人  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

### 投资建议

- 目前公司股价对应今年业绩(预告 EPS 为 13.25 元, 未审计) PE 为 24X, 考虑到基本面实际情况应好于报表体现, 我们认为 17 年茅台有望切换至目前估值水平。预计 2016-2018 年收入分别为 398.6 亿/478.6 亿/555.4 亿元, 净利润分别为 166.9 亿/197.2 亿/225.1 亿, 对应 EPS 13.3 元/15.7 元/17.9 元, 给予目标价 380 元, 对应 2017 年 PE 24X, 维持“买入”评级。

**图表 1: 财务模型预测**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	30,922	31,574	32,660	39,867	47,860	55,541
增长率		2.1%	3.4%	22.1%	20.0%	16.0%
主营业务成本	-2,194	-2,339	-2,538	-3,173	-3,975	-4,915
% 销售收入	7.1%	7.4%	7.8%	8.0%	8.3%	8.9%
毛利	28,728	29,235	30,121	36,695	43,885	50,625
% 销售收入	92.9%	92.6%	92.2%	92.0%	91.7%	91.1%
营业税金及附加	-2,791	-2,789	-3,449	-6,379	-7,658	-8,887
% 销售收入	9.0%	8.8%	10.6%	16.0%	16.0%	16.0%
营业费用	-1,858	-1,675	-1,485	-1,296	-1,675	-2,055
% 销售收入	6.0%	5.3%	4.5%	3.3%	3.5%	3.7%
管理费用	-2,835	-3,378	-3,813	-4,306	-5,360	-6,387
% 销售收入	9.2%	10.7%	11.7%	10.8%	11.2%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	21,244	21,393	21,374	24,715	29,192	33,297
% 销售收入	68.7%	67.8%	65.4%	62.0%	61.0%	59.9%
财务费用	429	123	67	81	84	106
% 销售收入	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	2	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	4	4	4
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	21,678	21,519	21,446	24,800	29,280	33,407
营业利润率	70.1%	68.2%	65.7%	62.2%	61.2%	60.1%
营业外收支	-359	-221	-157	-130	-130	-130
税前利润	21,319	21,298	21,289	24,670	29,150	33,277
利润率	68.9%	67.5%	65.2%	61.9%	60.9%	59.9%
所得税	-5,467	-5,613	-5,547	-6,908	-8,162	-9,317
所得税率	25.6%	26.4%	26.1%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	15,852	15,685	15,742	17,762	20,988	23,959
少数股东损益	828	920	952	1,074	1,269	1,449
归属于母公司的净利润	15,023	14,766	14,790	16,688	19,719	22,510
净利率	48.6%	46.8%	45.3%	41.9%	41.2%	40.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	15,965	16,269	16,455	17,762	20,988	23,959
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	554	757	848	895	931	968
非经营收益	-176	86	-338	394	126	126
营运资金变动	-3,688	-4,480	471	-3,360	-5,736	-5,055
经营活动现金净流	12,655	12,633	17,436	15,691	16,309	19,998
资本开支	-5,406	-4,421	-2,053	-859	-880	-880
投资	0	-10	35	0	0	0
其他	66	-149	-31	4	4	4
投资活动现金净流	-5,339	-4,580	-2,049	-855	-876	-876
股权募资	6	35	0	886	-873	0
债权募资	0	67	-56	0	0	1
其他	-7,392	-5,149	-5,548	-8,344	-9,859	-11,255
筹资活动现金净流	-7,386	-5,047	-5,604	-7,458	-10,733	-11,254
现金净流量	-70	3,005	9,783	7,378	4,700	7,868

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	25,185	27,711	36,801	44,179	48,879	56,748
应收款项	417	1,933	8,627	12,016	14,425	16,740
存货	11,837	14,982	18,013	21,382	25,973	32,051
其他流动资产	4,493	2,945	1,563	2,618	2,863	3,029
流动资产	41,932	47,571	65,005	80,195	92,139	108,568
% 总资产	75.6%	72.2%	75.3%	79.4%	81.7%	84.1%
长期投资	145	95	49	29	29	29
固定资产	8,981	13,798	16,312	16,162	15,973	15,749
% 总资产	16.2%	20.9%	18.9%	16.0%	14.2%	12.2%
无形资产	3,571	3,588	3,781	3,785	3,792	3,798
非流动资产	13,523	18,302	21,297	20,863	20,681	20,463
% 总资产	24.4%	27.8%	24.7%	20.6%	18.3%	15.9%
<b>资产总计</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>101,058</b>	<b>112,821</b>	<b>129,032</b>
短期借款	0	63	0	0	0	0
应付款项	4,935	3,416	10,566	14,409	15,036	17,636
其他流动负债	6,373	7,066	9,486	10,095	10,976	11,881
流动负债	11,307	10,544	20,052	24,504	26,011	29,517
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	18	16	16	16	16
<b>负债</b>	<b>11,325</b>	<b>10,562</b>	<b>20,067</b>	<b>24,520</b>	<b>26,027</b>	<b>29,534</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>42,622</b>	<b>53,430</b>	<b>63,926</b>	<b>73,156</b>	<b>82,142</b>	<b>93,398</b>
少数股东权益	1,507	1,881	2,308	3,382	4,651	6,100
<b>负债股东权益合计</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>101,058</b>	<b>112,821</b>	<b>129,032</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益	14.471	12.930	11.774	13.285	15.697	17.919
每股净资产	41.055	46.787	50.888	58.236	65.390	74.349
每股经营现金净流	12.190	11.062	13.880	12.491	12.983	15.920
每股股利	4.374	4.374	6.171	6.642	7.849	8.960
<b>回报率</b>						
净资产收益率	35.25%	27.64%	23.14%	22.81%	24.01%	24.10%
总资产收益率	27.09%	22.42%	17.14%	16.51%	17.48%	17.45%
投入资本收益率	35.80%	28.45%	23.86%	23.25%	24.22%	24.09%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	16.88%	2.11%	3.44%	22.07%	20.05%	16.05%
EBIT 增长率	15.40%	0.70%	-0.09%	15.63%	18.12%	14.06%
净利润增长率	12.89%	-1.71%	0.16%	12.83%	18.16%	14.16%
总资产增长率	23.24%	18.79%	31.01%	17.10%	11.64%	14.37%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,788.7	2,093.0	2,372.3	2,460.0	2,385.0	2,380.0
应付账款周转天数	52.4	77.4	114.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	100.6	119.9	127.6	101.3	81.4	67.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-57.07%	-49.99%	-55.56%	-57.72%	-56.32%	-57.03%
EBIT 利息保障倍数	-49.5	-173.7	-317.8	-305.2	-348.5	-315.3
资产负债率	20.42%	16.03%	23.25%	24.26%	23.07%	22.89%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-05	买入	305.78	330.00~335.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD