

## 食品饮料

2017年02月22日

## 贵州茅台 (600519)

——提前公布 17Q1 经营数据 收入超预期 上调目标价到 150 元 继续强推

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年02月21日

收盘价(元)	358.74
一年内最高/最低(元)	362.43/206.8
市净率	6.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	450648
上证指数/深证成指	3253.33 / 10405.75

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	54.64
资产负债率%	32.21
总股本/流通A股(百万)	1256/1256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《贵州茅台(600519)点评：收入大超预期 上调17-18年盈利预测》 2016/12/26  
《晨会推荐161213》 2016/12/13

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

## 联系人

吕昌  
(8621)23297818x010-66500561  
lvchang@swsresearch.com

## 投资要点：

- **事件：**公司2月21日晚公告17Q1数据(一季度刚过半)及16年度产量，预计Q1收入128.5亿，同增25%，净利润56.68亿，同增15.9%，EPS为4.51元。16年生产茅台酒及系列酒基酒约6万吨，其中茅台基酒3.9万吨。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测16-18年EPS为13.26、16.46、20.70元，同比增长7%、24%和26%（由于大量收入在预收款中未确认，判断真实业绩比我们预测要高，真实业绩对应17年PE在18x），上调一年目标价到450元，对应17年报表业绩估值27x（但真实业绩估值应该22-23倍），18年报表业绩估值22x，维持买入评级，继续推荐。我们看好公司的逻辑主要是：1、茅台拥有极强的品牌力，不但构筑了高壁垒，也形成了产品的稀缺性；2、团队优秀，茅台新任党委书记和代总经理李保芳自2015年上任后，不到一年时间使茅台酒销量稳步增长，价格明显提升，基酒生产明显改善，系列酒迅速发力；3、茅台将引领行业进入新一轮提价周期，过去10年茅台提价CAGR接近10%，17年批价继续上涨，出厂价提价时点渐近；4、价格回归理性后，触发了大众消费需求，未来价格合理提升的前提下，消费升级将不断带来新增需求，销量较快增长；5、茅台是整个白酒行业真正掌握定价权的公司，且成长性、盈利能力、偿债能力等均好于国际烈酒龙头，估值应享受溢价。
- **收入增速超市场预期 利润增速慢于收入或与税收有关。**我们此前周报及点评已提到，预计春节期间销量增长15%左右，结构性提价使收入增速20%左右，一季度增长25%超我们预期，再次印证茅台旺季销售火爆。同时需要注意的是，茅台今年春节期间的终端表现价格基本在1200元左右，价格上涨30%，销量非但没有受影响，反而保持15%甚至更高的增速，印证1200元价格带消费升级的有力支撑。
- **茅台批价淡季回调已在预期之中 关注春糖动向。**目前茅台一批价在1130-1150居多，继续小幅回调，茅台云商及官网价格保持不变（飞天1159，鸡茅1299）。节后发货已恢复正常，但部分经销商仍在拿1月的配额，表明1月其实发货偏紧，同时上周年份酒已恢复生产供货（12月初媒体报道茅台停止年份酒和低度酒的订单以保证旺季供给）。目前市场对节后茅台批价回调已充分预期，我们预期价格回调到1050-1100比较正常。下一个关注点是3月底春季糖酒会期间的政策及产品动向。
- **股价表现的催化剂：**一批价上涨、季报超预期、国企改革
- **核心假设的风险：**经济下行影响高端酒整体需求

## 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	33,447	26,632	39,832	48,191	58,802
同比增长率(%)	3.44	15.05	19.10	20.99	22.02
净利润(百万元)	15,503	12,466	16,660	20,681	25,999
同比增长率(%)	1.00	9.11	7.46	24.14	25.71
每股收益(元/股)	12.34	9.92	13.26	16.46	20.70
毛利率(%)	92.2	91.6	91.8	91.7	91.9
ROE(%)	24.3	18.2	22.9	24.3	25.8
市盈率	26		24	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	30,922	31,574	32,660	39,832	48,191	58,802
营业收入同比增长率 (yoy)	16.88%	2.11%	3.44%	-	-	-
减: 营业成本	2,194	2,339	2,538	3,266	4,023	4,773
毛利率 (%)	92.90%	92.59%	92.23%	91.80%	91.70%	91.90%
减: 营业税金及附加	2,791	2,789	3,449	6,732	8,144	9,938
主营业务利润	25,937	26,446	26,672	-	-	-
主营业务利润率 (%)	83.88%	83.76%	81.67%	-	-	-
减: 销售费用	1,858	1,675	1,485	1,753	1,928	2,176
减: 管理费用	2,835	3,378	3,813	4,541	5,156	5,880
减: 财务费用	-429	-123	-67	-130	-85	-100
经营性利润	21,673	21,516	21,442	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	15.10%	-0.72%	-0.35%	-	-	-
经营性利润率 (%)	70.09%	68.15%	65.65%	-	-	-
减: 资产减值损失	-2	0	-1	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	3	4	0	0	0
营业利润	21,792	22,103	22,159	23,670	29,025	36,135
加: 营业外净收入	-359	-221	-157	-190	-173	-182
利润总额	21,432	21,882	22,002	23,480	28,851	35,954
减: 所得税	5,467	5,613	5,547	5,901	7,250	9,035
净利润	15,965	16,269	16,455	17,580	21,601	26,919
少数股东损益	828	920	952	920	920	920
归属于母公司所有者的净利润	15,137	15,350	15,503	16,660	20,681	25,999
净利润同比增长率 (yoy)	13.74%	1.41%	1.00%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,038	1,142	1,256	1,382	1,382	1,382
每股收益 (元)	14.58	13.44	12.34	13.26	16.46	20.70
归属母公司所有者净利润率 (%)	48.95%	48.62%	47.47%	-	-	-
ROE	35.51%	28.73%	24.25%	22.90%	24.30%	25.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。