

贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级：买入 维持评级

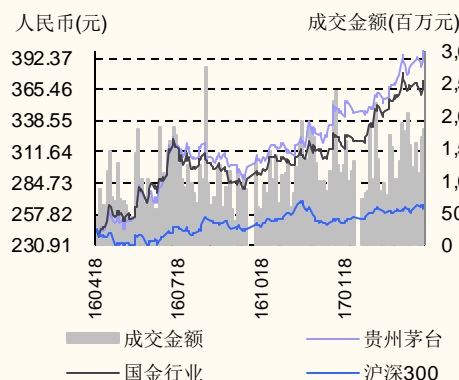
公司点评

市场价格 (人民币): 395.45 元
 目标价格 (人民币): 450.00-450.00 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)	496,763.42
年内股价最高最低(元)	398.39/238.44
沪深 300 指数	3486.50
上证指数	3246.07



相关报告

- 《16 年收入超预期, 17 年收入增速仍有
 望上看 20%一线-贵州茅...》, 2016.12.25
- 《复兴确定, 不负众望-贵州茅台公司研
 究》, 2016.9.5

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

价在量在, 批价稳进有利拉长复苏周期

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	11.715	13.309	15.510	18.106	20.807
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.19	74.33	83.70
每股经营性现金流(元)	13.87	29.80	13.20	20.86	18.78
市盈率(倍)	18.63	25.11	25.50	21.84	19.01
行业优化市盈率(倍)	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
净利润增长率(%)	0.06%	13.61%	16.54%	16.74%	14.92%
净资产收益率(%)	23.02%	22.94%	23.43%	24.36%	24.86%
总股本(百万股)	1,256.20	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

业绩简述

- 贵州茅台公布 2016 年报, 报告期内实现酒类业务收入 388.62 亿元, 同比+18.99%; 实现归母净利润 167.18 亿元, 同比+7.84%, 折合 EPS13.31 元。预收账款 175.41 亿元, 再创历史新高。拟每 10 股派发现金红利 67.87 元(含税), 占 16 年归母净利润的 51%。
- 前期茅台已公布一季报指引, 预计 17 年第一季度实现营业收入 128.52 亿元, 同比+25.38%; 实现归母净利润 56.68 亿元, 同比+15.92%。
- 2016 年公司共生产茅台酒及系列酒基酒 59,887.97 吨, 其中: 茅台基酒 39,312.53 吨, 同比+22.17%; 系列酒基酒 20,575.44 吨, 同比+10.78%, 同前期公告情况基本一致。

经营分析

- **2016 年为茅台引领白酒行业复苏的转折之年:** 2013-2015 年为白酒行业深度调整的三年, 今年白酒行业的复苏主要来自于位于金字塔塔尖的茅台需求转好、批价上扬所带动的。年初茅台采取控量+开发新品等有效方式, 实现渠道利润的快速恢复, 全年茅台酒实现收入 367.14 亿元, 同比+16.39%; 同时, 茅台酒业务的快速回暖带动了系列酒的大幅增长, 16 年系列酒实现收入 21.27 亿元, 同比+91.86%。
- **预收款再创历史新高, 渠道信心已完全恢复:** 截至 16 年底, 公司预收款升至 175.41 亿元的历史新高位, 环比 Q3 小幅增长 1.49 亿元 (+0.85%), 同比 15 年年底大幅增长 92.79 亿元 (+112%)。预收款的再创新高显示渠道信心已完全恢复、经销商打款积极性被完全激活。自 16 年 Q1 末 Q2 初茅台批价开启上升周期, 近一年批价上涨幅度超过 450 元, 一批商结束三年亏损期转入快速进入暴利期。16Q4-17Q1 经销商打款热情被充分激发, 渠道调研显示打款情况应好于报表反映。
- **系列酒占比提升小幅拉低毛利率, 消费税大幅增长拖累净利率。** 茅台酒业务的快速恢复带动系列酒超 90% 增长、显著高于茅台酒的+16%, 贡献整体收入占比由 15 年 3.4% 提升至 16 年 5.5%, 拉低整体酒类毛利率约 0.93pct 至 91.31%。但 16 年期间费用率控制得当, 同比 15 年下降 1.01pct, 主要得益于管理费用率降低。但消费税大幅增长 105% 至 50.95 亿元, 同比增长超过 26 亿元, 消费税率由 2015 年 7.61% 提升约 5.5pct 至 2016 年的 13.11%, 是拖累销售净利率同比 15 年降低约 4.2pct 至 46.14% 的最核心因素。

- **批价淡季不淡，厂商压制意在可持续发展。**春节前飞天批价高点站上 1250 元，相比 16 年 3 月的 825-830 元上涨超过 400 元。节后经历过短暂下跌后，茅台于 3 月河南经销商座谈会上强调“紧平衡”，之后茅台批价快速反弹，目前淡季价格反超旺季。茅台近期通过喊话、处罚等强力行政举措平抑批价，这一举措我们理解为——在市场对前期厂商表态选择性忽视或阳奉阴违的大背景下，厂商再次强调真实意图、打消市场幻想。综合前期表态，其压制短期批价过快上涨、维护批价稳定维持上行态势的可持续发展意图极其明显。近期发货节奏降低、依托行政手段压制批价之举看似矛盾，我们认为公司在为旺季未雨绸缪，预计 H2 发货节奏将环比 H1 显著加快，但综合考虑目前需求端仍然旺盛，我们仍未维持茅台批价大周期向上判断不变。
- **价在量在，批价稳进有利拉长复苏周期。**茅台酒投资属性所决定的吉芬属性决定起量与价是共振关系——价在量在、价落量落。以目前态势来看，飞天批价的短期快速泡沫化进程被厂商压制，在茅台酒供需“紧平衡”的大背景下，厂商强力的行政手段干预的大概率结果是拉长飞天批价上行周期、拉低价格涨幅斜率。总结来说，批价稳定有利于拉长茅台复苏周期、降低政治、舆论风险，从经营角度以及政治角度茅台皆意于此。

盈利调整

- **维持买入评级，高端复苏最确定品种。**在不考虑提价的基础上，预计 17-19 年公司营业收入分别为 490 亿元、578 亿元、665 亿元，EPS 分别为 15.5 元、18.1 元、20.8 元，目前股价对应 17 年 PE 为 25X，维持“买入”评级，给予一年目标价 450 元，对应 18 年 PE25X。

风险提示

- 批价大幅泡沫化/需求下滑

图表 1: 财务预测

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
主营业务收入	31,574	32,660	40,155	49,049	57,807	66,524	货币资金	27,711	36,801	66,855	72,447	84,359	91,752
增长率		3.4%	23.0%	22.1%	17.9%	15.1%	应收款项	1,933	8,627	895	1,124	1,325	1,525
主营业务成本	-2,398	-2,612	-3,533	-4,709	-5,838	-6,918	存货	14,982	18,013	20,622	21,931	27,193	32,223
% 销售收入	7.6%	8.0%	8.8%	9.6%	10.1%	10.4%	其他流动资产	2,945	1,563	1,808	2,129	2,457	2,770
毛利	29,176	30,047	36,622	44,340	51,968	59,605	流动资产	47,571	65,005	90,181	97,631	115,334	128,269
% 销售收入	92.4%	92.0%	91.2%	90.4%	89.9%	89.6%	% 总资产	72.2%	75.3%	79.9%	80.7%	82.9%	84.2%
营业税金及附加	-2,789	-3,449	-6,509	-8,201	-9,769	-11,309	长期投资	64	29	29	34	34	34
% 销售收入	8.8%	10.6%	16.2%	16.7%	16.9%	17.0%	固定资产	13,829	16,332	17,260	17,871	18,386	18,802
营业费用	-1,675	-1,485	-1,681	-2,109	-2,457	-2,794	% 总资产	21.0%	18.9%	15.3%	14.8%	13.2%	12.3%
% 销售收入	5.3%	4.5%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%	无形资产	3,588	3,781	3,720	3,653	3,595	3,542
管理费用	-3,378	-3,813	-4,187	-5,248	-6,128	-6,985	非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,304	23,760	24,124
% 销售收入	10.7%	11.7%	10.4%	10.7%	10.6%	10.5%	% 总资产	27.8%	24.7%	20.1%	19.3%	17.1%	15.8%
息税前利润 (EBIT)	21,334	21,300	24,245	28,782	33,615	38,517	资产总计	65,873	86,301	112,935	120,936	139,093	152,394
% 销售收入	67.6%	65.2%	60.4%	58.7%	58.2%	57.9%	短期借款	63	0	0	0	0	0
财务费用	123	67	33	35	39	44	应付款项	3,416	10,566	20,306	25,534	30,209	34,837
% 销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	7,066	9,486	16,714	7,675	9,079	3,960
资产减值损失	0	1	-12	0	0	0	流动负债	10,544	20,052	37,020	33,209	39,288	38,797
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	4	0	0	0	0	其他长期负债	18	16	16	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	10,562	20,067	37,036	33,209	39,288	38,798
营业利润	21,460	21,372	24,266	28,817	33,654	38,561	普通股股东权益	53,430	63,926	72,894	83,143	93,378	105,140
营业利润率	68.0%	65.4%	60.4%	58.8%	58.2%	58.0%	少数股东权益	1,881	2,308	3,004	4,584	6,428	8,456
营业外收支	-221	-157	-308	-160	-200	-240	负债股东权益合计	65,873	86,301	112,935	120,936	139,093	152,394
税前利润	21,239	21,215	23,958	28,657	33,454	38,321							
利润率	67.3%	65.0%	59.7%	58.4%	57.9%	57.6%	比率分析						
所得税	-5,613	-5,547	-6,027	-7,594	-8,865	-10,155		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	26.4%	26.1%	25.2%	26.5%	26.5%	26.5%	每股指标						
净利润	15,626	15,668	17,931	21,063	24,589	28,166	每股收益	12.878	11.715	13.309	15.510	18.106	20.807
少数股东损益	920	952	1,212	1,580	1,844	2,028	每股净资产	46.787	50.888	58.028	66.186	74.333	83.697
归属于母公司的净利润	14,707	14,716	16,718	19,483	22,744	26,138	每股经营现金净流	11.058	13.875	29.804	13.199	20.858	18.782
净利率	46.6%	45.1%	41.6%	39.7%	39.3%	39.3%	每股股利	4.374	4.374	6.171	7.191	9.958	11.444
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.52%	23.02%	22.94%	23.43%	24.36%	24.86%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	22.33%	17.05%	14.80%	16.11%	16.35%	17.15%
净利润	16,269	16,455	17,931	21,063	24,589	28,166	投入资本收益率	28.35%	23.75%	23.91%	24.11%	24.75%	24.92%
少数股东损益	920	952	1,212	1,580	1,844	2,028	增长率						
非现金支出	753	841	936	1,027	1,124	1,221	主营业务收入增长率	2.11%	3.44%	22.95%	22.15%	17.85%	15.08%
非经营收益	86	-338	-588	160	200	240	EBIT增长率	0.59%	-0.16%	13.83%	18.71%	16.79%	14.58%
营运资金变动	-4,480	471	19,162	-5,669	288	-6,034	净利润增长率	-1.88%	0.06%	13.61%	16.54%	16.74%	14.92%
经营活动现金净流	12,629	17,430	37,440	16,581	26,201	23,594	总资产增长率	18.79%	31.01%	30.86%	7.08%	15.01%	9.56%
资本开支	-4,421	-2,053	-1,019	-1,732	-1,780	-1,826	资产管理能力						
投资	-10	35	0	-6	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	-149	-31	-83	0	0	0	存货周转天数	2,041.3	2,305.0	1,995.7	1,700.0	1,700.0	1,700.0
投资活动现金净流	-4,580	-2,049	-1,103	-1,738	-1,780	-1,826	应付账款周转天数	75.5	111.0	99.3	100.0	100.0	100.0
股权募资	35	0	16	0	0	0	固定资产周转天数	119.9	127.6	131.4	111.4	97.1	86.1
债权募资	67	-56	0	-16	0	1	偿债能力						
其他	-5,149	-5,548	-8,350	-9,235	-12,509	-14,376	净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-82.58%	-84.52%	-80.77%
筹资活动现金净流	-5,047	-5,604	-8,334	-9,250	-12,509	-14,375	EBIT利息保障倍数	-173.2	-316.7	-730.8	-826.5	-857.5	-874.8
现金净流量	3,002	9,776	28,003	5,592	11,912	7,393	资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	27.46%	28.25%	25.46%

来源: Wind, 公司年报, 国金证券研究所

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	12	17	66
增持	0	0	2	2	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.14	1.11	1.08

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
2	2016-12-25	买入	320.03	380.00~380.00

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