

贵州茅台(600519)/饮料制造
信息越来越对称的时代，茅台估值有望进一步提升
评级：买入(维持)

市场价格：405.74

目标价格：480

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

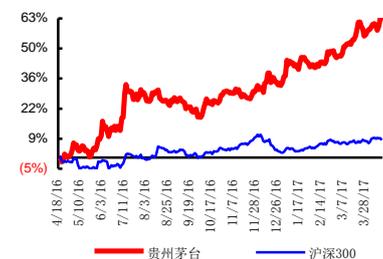
联系人：龚小乐

电话：021-20315138

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)	405.74
市值(百万元)	509,763
流通市值(百万元)	509,763

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 贵州茅台(600519.SH)_公司点评：季报率先预示，彰显十足信心
- 2 强需求再度被验证，估值依旧偏低，重申“买入”
- 3 量价轮番催化，坚定看至5000亿市值

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	31,573.93	32,659.58	38,862.00	46,496.65	54,080.64
增长率 yoy%	2.11%	3.44%	18.99%	19.45%	16.50%
净利润	15,350	15,503	16,718	20,629	24,157
增长率 yoy%	1.41%	1.00%	7.84%	23.39%	17.10%
每股收益(元)	13.44	12.34	13.31	16.42	19.23
每股现金流量	11.06	13.88	13.19	16.04	19.60
净资产收益率	28.73%	24.25%	20.07%	24.36%	24.14%
P/E	14.11	17.68	24.08	20.56	16.12
PEG	10.02	17.70	2.97	0.81	0.94
P/B	46.79	50.89	57.70	67.42	79.65

备注：

投资要点

- **事件：4月19日，贵州茅台股份有限公司对媒体《公司隐藏利润45.66亿，或为方便做股权激励》等相关报道作出回应，称2016年三季度公司三、四季度预收账款符合茅台生产工艺特质并表示尚未启动股权激励有关工作，相关报道所称的茅台截留利润是为股权激励的情况并不存在。**
- **公司反应迅速，及时处理风险事件，彰显优秀的服务实力。**对于媒体对公司涉嫌造假方面的冲击，公司及时出公告，从利润、消费税、财务公司、股东利益以及股权激励方面做出合理解释。公司迅速处理风险事件，彰显优秀的服务实力。
- **信息越来越对称的时代，截留利润将愈发困难，好公司将持续受益。**我们认为，目前处于信息越来越对称的时代，对于茅台这样的好公司而言，也会面临着方方面面的监督，无论是公司高质量的业绩还是优秀的产品也都将得到更为充分的认识，截留利润将愈发困难。
- **茅台估值有望进一步提升。**我们认为，茅台的估值有望进一步提升主要是由两方面原因：(1) **收入加速增长，估值有望提升。**从2014-2016年，公司收入逐年增长，2016年全年实现20%的增长(明显好于2015年)，17年一季度预计增速可达25%。增速呈现加速的趋势，对应的估值也应该比经验估值要高一些。(2) **飞天出厂价依旧存有较大的提升空间。**目前茅台酒出厂价819，一批价1280，一级经销商毛利丰厚。在自媒体时代，一批商丰厚的毛利难免会被重点关注与讨论，这也将敦促公司尽快提高出厂价。在现在的819出厂价的前提下，我们认为估值可以给的高一些。
- **长期来看，我们判断茅台酒总体供应偏紧，保守估计未来2-3年公司收入复合增速可达15%以上。**对于未来3年茅台酒的供需格局，我们判断未来三年每年可新增茅台酒约2000吨(年复合增速约7%)，根据目前消费升级趋势和渠道低库存水平，我们判断茅台已进入补库存周期，未来三年茅台酒每年可新增消费量10%左右，即2017-2019年茅台酒供应量总体偏紧，中长期价格上行趋势确立，唯有通过提价来实现量价均衡。考虑到价格上行的平滑，我们判断未来2-3年公司收入复合增速可达15%以上。
- **投资建议：目标价至480元，维持“买入”评级。**我们预计公司2017/18年营业收入分别为464.20/540.81亿元，增速分别为19.45%/16.50%，2017/18年净利润分别为206.29/241.57亿元，增速分别为23.39%/17.10%，全面摊薄EPS为16.42/19.23元/股；当前股价对应2017/18年PE分别为24/21X，上调目标价至480元，对应2018年25

倍 PE。

- 风险提示：限制三公消费力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。

图表 1: 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)						
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业总收入	30,922	31,574	32,660	38,862	46,420	54,081
增长率	16.88%	2.1%	3.4%	19.0%	19.4%	16.5%
营业成本	-2,194	-2,339	-2,538	-3,374	-3,995	-4,587
%销售收入	7.1%	7.4%	7.8%	8.7%	8.6%	8.5%
毛利	28,728	29,235	30,121	35,488	42,425	49,494
%销售收入	92.9%	92.6%	92.2%	91.3%	91.4%	91.5%
营业税金及附加	-2,791	-2,789	-3,449	-6,230	-6,035	-7,030
%销售收入	9.0%	8.8%	10.6%	16.0%	13.0%	13.0%
营业费用	-1,858	-1,675	-1,485	-1,628	-2,321	-2,704
%销售收入	6.0%	5.3%	4.5%	4.2%	5.0%	5.0%
管理费用	-2,835	-3,378	-3,813	-4,053	-4,842	-5,641
%销售收入	9.2%	10.7%	11.7%	10.4%	10.4%	10.4%
息税前利润 (EBIT)	21,244	21,393	21,374	23,577	29,228	34,119
%销售收入	68.7%	67.8%	65.4%	60.7%	63.0%	63.1%
财务费用	429	123	67	764	879	1,119
%销售收入	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-2.0%	-1.9%	-2.1%
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	3	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	24,344	30,110	35,242
营业利润率	70.1%	68.2%	65.7%	62.6%	64.9%	65.2%
营业外收支	-246	363	556	-236	-200	-200
税前利润	21,432	21,882	22,002	24,108	29,910	35,042
利润率	69.3%	69.3%	67.4%	62.0%	64.4%	64.8%
所得税	-5,467	-5,613	-5,547	-6,066	-7,627	-8,936
所得税率	25.5%	25.7%	25.2%	25.2%	25.5%	25.5%
净利润	15,965	16,269	16,455	18,042	22,283	26,106
少数股东损益	828	920	952	1,324	1,654	1,950
归属于母公司的净利润	15,137	15,350	15,503	16,719	20,629	24,157
净利率	49.0%	48.6%	47.5%	43.0%	44.4%	44.7%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
货币资金	25,185	27,711	36,801	43,525	51,990	63,660
应收款项	417	1,933	8,627	6,035	8,178	9,950
存货	11,837	14,982	18,013	20,169	24,412	28,124
其他流动资产	4,493	2,945	1,563	3,548	3,726	4,190
流动资产	41,932	47,571	65,005	73,278	88,307	105,923
%总资产	75.6%	72.2%	75.3%	75.7%	77.7%	79.9%
长期投资	54	64	29	29	29	29
固定资产	8,981	13,798	16,312	18,695	20,606	21,863
%总资产	16.2%	20.9%	18.9%	19.3%	18.1%	16.5%
无形资产	3,571	3,588	3,781	3,625	3,583	3,534
非流动资产	13,523	18,302	21,297	23,524	25,393	26,601
%总资产	24.4%	27.8%	24.7%	24.3%	22.3%	20.1%
资产总计	55,454	65,873	86,301	96,803	113,699	132,523
短期借款	0	63	0	1,753	1,649	0
应付款项	4,935	3,416	10,566	8,683	11,032	13,361
其他流动负债	6,373	7,066	9,486	10,240	11,025	11,856
流动负债	11,307	10,544	20,052	20,676	23,706	25,217
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	16	16	16	16
负债	11,325	10,562	20,067	20,691	23,722	25,233
普通股股东权益	42,622	53,430	63,926	72,479	84,692	100,055
少数股东权益	1,507	1,881	2,308	3,632	5,285	7,235
负债股东权益合计	55,454	65,873	86,301	96,803	113,699	132,523

比率分析						
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	14.580	13.441	12.341	13.309	16.422	19.230
每股净资产 (元)	41.055	46.787	50.888	57.697	67.420	79.649
每股经营现金净流 (元)	12.190	11.062	13.880	13.189	16.038	19.603
每股股利 (元)	6.420	4.370	6.171	6.500	6.700	7.000
回报率						
净资产收益率	35.51%	28.73%	24.25%	23.07%	24.36%	24.14%
总资产收益率	27.30%	23.30%	17.96%	17.27%	18.14%	18.23%
投入资本收益率	84.22%	59.20%	56.18%	51.43%	54.98%	58.30%
增长率						
营业总收入增长率	16.88%	2.11%	3.44%	18.99%	19.45%	16.50%
EBIT增长率	16.01%	2.90%	0.50%	6.74%	23.97%	16.73%
净利润增长率	13.74%	1.41%	1.00%	7.84%	23.39%	17.10%
总资产增长率	23.24%	18.79%	31.01%	12.17%	17.45%	16.56%
资产管理能力						
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	2,181.9	2,230.6	2,238.0
应付账款周转天数	52.4	77.4	114.2	91.7	96.8	98.0
固定资产周转天数	90.5	109.2	121.8	110.3	95.1	80.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.07%	-49.99%	-55.56%	-54.88%	-55.95%	-59.33%
EBIT利息保障倍数	-49.8	-178.4	-328.4	-30.9	-33.3	-30.5
资产负债率	20.42%	16.03%	23.25%	21.37%	20.86%	19.04%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
净利润	15,965	16,269	16,455	18,042	22,283	26,106
少数股东损益	0	0	0	1,324	1,654	1,950
非现金支出	554	757	848	932	1,021	1,071
非经营收益	-176	86	-338	272	273	234
营运资金变动	-3,688	-4,480	471	-2,678	-3,430	-2,785
经营活动现金净流	12,655	12,633	17,436	17,892	21,800	26,574
资本开支	5,406	4,421	2,063	3,396	3,089	2,479
投资	0	-10	35	0	0	0
其他	66	-149	-31	3	4	4
投资活动现金净流	-5,339	-4,580	-2,049	-3,392	-3,086	-2,475
股权募资	6	35	0	0	0	0
债权募资	0	67	-56	1,753	-104	-1,649
其他	-7,392	-5,149	-5,548	-8,205	-8,493	-8,830
筹资活动现金净流	-7,386	-5,047	-5,604	-6,452	-8,597	-10,480
现金净流量	-70	3,005	9,783	8,048	10,118	13,619

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。