

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台 600519.SH

目标估值: 500.00- 元

当前股价: 405.74 元

2017年04月19日

崇本守道, 匠心名品

基础数据

上证综指	3171
总股本 (万股)	125620
已上市流通股 (万股)	125620
总市值 (亿元)	5097
流通市值 (亿元)	5097
每股净资产 (MRQ)	58.0
ROE (TTM)	22.9
资产负债率	32.8%
主要股东 中国贵州茅台酒厂 (集团)	
主要股东持股比例	61.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	34	69
相对表现	7	30	62



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台 (600519) — 开启 6000 亿新征程》2017-04-16
- 2、《贵州茅台 (600519) — 2017 春季糖酒会见闻系列之二》2017-03-28
- 3、《贵州茅台 (600519) — 靓丽序幕已拉开, 正向循环再加速》2017-03-05

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

研究助理

李晓峰  
021-68407571  
lixiaozheng@cmschina.com.cn

事件:

近期有媒体发表茅台财报的报道, 公司发布公告, 就利润、消费税、股东利益及股权激励等事项进行回应说明, 并坚持践行诚信经营, 做有良心、负责任的企业。

评论:

1、公司严控批价上涨, 力求价格慢牛、多方共赢

春节后茅台批价经历短暂回调后一路上扬, 近期已超春节, 达到 1280 元附近, 这意味着终端价格至少 1350 元, 生肖酒更成为价格重灾区。从糖酒会经销商座谈会反馈看, 部分经销商享受涨价带来的利润增厚, 不希望公司进行管理调控。我们认为, 4 月份进入淡季, 较春节前百吨以上的日均发货量, 公司发货量下降, 但是春节前的高价递延了一部分购酒需求, 淡季需求好于往年, 导致批价重回升势。针对淡季批价飞涨的情况, 公司及时召开茅台酒市场工作会议, 发布“八大举措”强力稳定茅台酒价格, 近日市场价格逐步回落至 1299 元以内, 量虽紧但仍能买得到。我们认为, 价格过快上涨会抑制大众消费, 激发投资等非理性需求, 公司考虑长远, 力求价格慢牛, 实现消费者、渠道和企业的三方共赢。

2、16Q4 报表靓丽, 客观反映强劲基本面

公告中提到, 三季度符合标准的基酒不足, 经销商按计划打款, 造成预收账款大幅增加, 四季度供应充足, 预收账款基本持平, 我们认为理由合乎逻辑。另外公司 16Q4 收入增速 28.59%, 创 12 年以来最快增速, 客观反应公司真实强劲的基本面。预收账款的持平, 部分源于公司供应充足 (草根调研, 11 月份确实发货量较多, 导致批价回调至 1050 元的情况), 部分或与经销商打款从季度改为月度等因素有关。

3、消费税大增系政策调整, 17 年上升幅度或有限

公司 16 年缴纳消费税 50.95 亿, 消费税/主营收入为 13.1%, 同比 15 年大幅增加, 公司曾在 15 年报附注中披露过原因, 系根据《贵州省国税局关于白酒消费税最低计税价格的通知》, 公司消费税税基提高所致。预计消费税征缴流程中, 征缴机构系国税部门, 税收确认时点应为白酒生产企业销售给销售单位, 核价幅度则有 60-70% (规模较大企业) 的详细规定。从纳税企业角度, 推断并不能对缴纳时点和金额来进行调节。按照 10-14% 的实际政策税率来看, 目前已接近上限, 料 17 年上升幅度有限。

4、激励仅是锦上添花, 崇本守道是真章

有媒体认为茅台在为股权激励行方便之门, 我们认为此观点有失公允, 除了消费税等变动系客观因素外, 纵观茅台历史, 崇本守道是真章。从生产工艺匠心酿造, 求慢不求快, 坚持传统老工艺; 从量价政策看, 茅台求稳不求涨, 谋求良性发展, 最大满足大众消费需求; 从渠道管理看, 在行业最艰难时刻, 茅台经销商仍然是生存状态最好的。正是崇本守道的精神, 带领茅台站上全球酒业市值之巅。股权激励是摆在省国资委面前的课题, 对于茅台而言, 如何坚持并升华崇本守道的精神, 才是公司最为关注的命题。

5、成功转型大众消费, 开启 6000 亿市值之旅, 继续强烈推荐

受益大众消费升级, 白酒行业自 15 年起触底反弹, 11-16 年间, 北京城镇居民最低月工资标准增长 62.9%, 存款增加量增长 101.7%, 但茅台酒价格下跌 38.1%, 性价比凸显, 茅台飞入寻常百姓家, 逐渐成为老百姓结婚满月敬老等场合的首选酒。与洋酒相比, 茅台的生产周期长, 酯类物质丰富, 香气更加持久, 品质更胜一筹, 匠心名品, “世界上最好的蒸馏酒”的评价并非虚谈。维持 17-18 年 EPS16.28、20.37 元, 维持一年目标价 500 元, 在成功转型大众消费, 业绩确定、增长路径清晰的背景下, 开启 6000 亿新征程, 继续强烈推荐。

风险提示: 经济恶化导致需求下滑, 供给不足导致价格失控

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	16Q3	16Q4	2015	2016
一、营业总收入	8760	7425	7549	9713	10251	8487	8795	12622	33447	40155
二、营业总成本	2556	2481	2406	3849	3048	2929	3406	6506	11292	15889
其中: 营业成本	580	586	581	791	765	710	750	1185	2538	3410
营业税金及附加	807	637	728	1278	1181	1025	1418	2885	3449	6509
营业费用	243	349	343	550	170	217	268	1026	1485	1681
管理费用	920	907	765	1220	905	955	927	1401	3813	4187
财务费用	-6	-13	-33	-15	-3	-9	11	-32	-67	-33
资产减值损失	0	1	0	-1	3	3	0	7	-1	12
	14	14	21	26	27	29	32	35	74	123
三、其他经营收益	0	3	1	0	0	0	0	0	4	0
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	0	0	4	0
四、营业利润	6204	4947	5143	5864	7203	5558	5389	6116	22159	24266
加: 营业外收入	1	0	0	4	4	1	3	0	5	9
减: 营业外支出	3	0	131	28	0	0	120	196	162	316
五、利润总额	6202	4947	5013	5839	7207	5559	5273	5920	22002	23958
减: 所得税	1574	1211	1251	1511	1995	1393	1320	1319	5547	6027
六、净利润	4628	3736	3762	4328	5212	4165	3953	4600	16455	17931
减: 少数股东损益	263	213	226	250	323	252	290	348	952	1212
七、归属母公司净利润	4365	3523	3536	4078	4889	3913	3663	4253	15503	16718
EPS	3.82	3.09	3.10	3.57	4.28	3.43	3.21	3.72	12.34	14.64
<b>主要比率</b>										
毛利率	93.4%	92.1%	92.3%	91.9%	92.5%	91.6%	91.5%	90.6%	92.4%	91.5%
主营税金率	9.2%	8.6%	9.7%	13.2%	11.5%	12.1%	16.1%	22.9%	10.3%	16.2%
营业费率	2.8%	4.7%	4.5%	5.7%	1.7%	2.6%	3.0%	8.1%	4.4%	4.2%
管理费率	10.5%	12.2%	10.1%	12.6%	8.8%	11.2%	10.5%	11.1%	11.4%	10.4%
营业利润率	70.8%	66.6%	68.1%	60.4%	70.3%	65.5%	61.3%	48.5%	66.3%	60.4%
实际税率	25.4%	24.5%	24.9%	25.9%	27.7%	25.1%	25.0%	22.3%	25.2%	25.2%
净利率	49.8%	47.5%	46.8%	42.0%	47.7%	46.1%	41.6%	33.7%	46.4%	41.6%
<b>YoY</b>										
收入增长率	15.5%	5.6%	-0.1%	-3.3%	17.0%	14.3%	16.5%	30.0%	3.4%	20.1%
营业利润增长率	16.3%	0.6%	1.5%	-13.6%	16.1%	12.3%	4.8%	4.3%	0.3%	9.5%
净利润增长率	17.5%	0.2%	2.1%	-12.4%	12.0%	11.1%	3.6%	4.3%	1.0%	7.8%

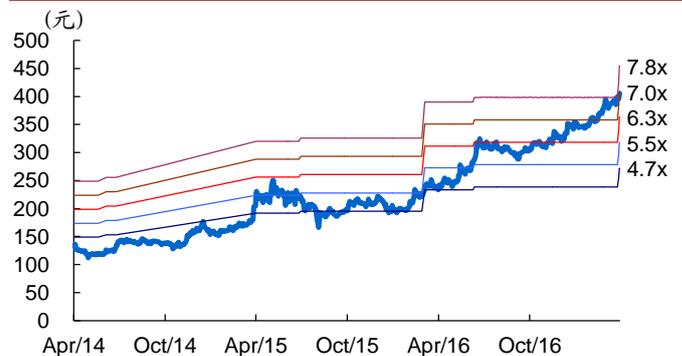
资料来源: 公司报表

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 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）—开启 6000 亿新征途》2017-04-16
- 2、《贵州茅台（600519）—2017 春季糖酒会见闻系列之二》2017-03-28
- 3、《贵州茅台（600519）—靓丽序幕已拉开，正向循环再加速》2017-03-05

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	65005	90181	115968	142389	168703
现金	36801	66855	87212	105418	125539
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8579	818	497	609	739
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	48	77	96	117	142
存货	18013	20622	25661	33078	38537
其他	1563	1808	2503	3167	3746
<b>非流动资产</b>	21297	22754	22904	23547	24165
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11416	14453	14994	15984	16913
无形资产	3582	3532	3179	2861	2575
其他	6299	4769	4731	4701	4677
<b>资产总计</b>	<b>86301</b>	<b>112935</b>	<b>138872</b>	<b>165935</b>	<b>192868</b>
<b>流动负债</b>	20052	37020	51454	64121	73446
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	881	1041	1552	2000	2330
预收账款	8262	17541	26154	33713	39277
其他	10909	18439	23748	28408	31838
<b>长期负债</b>	16	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>20067</b>	<b>37036</b>	<b>51470</b>	<b>64137</b>	<b>73461</b>
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	61295	70263	80284	92825	108163
少数股东权益	2308	3004	4487	6343	8613
归属于母公司所有者权益	63926	72894	82915	95456	110794
<b>负债及权益合计</b>	<b>86301</b>	<b>112935</b>	<b>138872</b>	<b>165935</b>	<b>192868</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	17436	37451	32209	33161	37968
净利润	15503	16718	20450	25591	31301
折旧摊销	0	0	1350	1357	1382
财务费用	0	0	(77)	(96)	(115)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	9004	4452	3130
其它	1933	20733	1481	1857	2270
<b>投资活动现金流</b>	(2049)	(1103)	(1500)	(2000)	(2000)
资本支出	0	0	(1500)	(2000)	(2000)
其他投资	(2049)	(1103)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5588)	(8335)	(10352)	(12954)	(15847)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(10429)	(13051)	(15962)
其他	(5588)	(8335)	77	96	115
<b>现金净增加额</b>	<b>9800</b>	<b>28014</b>	<b>20357</b>	<b>18207</b>	<b>20121</b>

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	33447	40155	49675	60891	73909
营业成本	2538	3410	5085	6554	7636
营业税金及附加	3449	6509	8052	9261	11241
营业费用	1485	1681	2030	2427	2946
管理费用	3813	4187	4782	5497	6672
财务费用	(67)	(33)	(77)	(96)	(115)
资产减值损失	(1)	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	22159	24266	29547	36914	45096
营业外收入	5	9	9	9	9
营业外支出	162	316	250	250	250
<b>利润总额</b>	22002	23958	29305	36673	44855
所得税	5547	6027	7372	9226	11284
<b>净利润</b>	16455	17931	21933	27447	33570
少数股东损益	952	1212	1483	1856	2270
<b>归属于母公司净利润</b>	15503	16718	20450	25591	31301
<b>EPS (元)</b>	12.34	13.31	16.28	20.37	24.92

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3.8%	20.1%	23.7%	22.6%	21.4%
营业利润	0.3%	9.5%	21.8%	24.9%	22.2%
净利润	1.0%	7.8%	22.3%	25.1%	22.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.4%	91.5%	89.8%	89.2%	89.7%
净利率	46.4%	41.6%	41.2%	42.0%	42.4%
ROE	24.3%	22.9%	24.7%	26.8%	28.3%
ROIC	24.9%	23.9%	25.2%	27.1%	28.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.3%	32.8%	37.1%	38.7%	38.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.4	2.3	2.2	2.3
速动比率	2.3	1.9	1.8	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	14734.3	349174.			
应付帐款周转率	3.2	3.5	3.9	3.7	3.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	12.34	13.31	16.28	20.37	24.92
每股经营现金	13.88	29.81	25.64	26.40	30.22
每股净资产	50.89	58.03	66.00	75.99	88.20
每股股利	6.17	6.79	8.30	10.39	12.71
<b>估值比率</b>					
PE	32.9	30.5	24.9	19.9	16.3
PB	8.0	7.0	6.1	5.3	4.6
EV/EBITDA	9.2	8.4	6.8	5.5	4.5

## 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，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 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 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

## 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。