

贵州茅台(600519)/饮料制造

业绩加速增长, 估值可待提升

评级: 买入(维持)

市场价格: 398.55

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

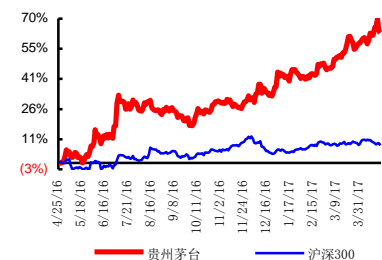
联系人: 龚小乐

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)	398.55
市值(百万元)	500,658
流通市值(百万元)	500,658

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 信息越来越对称的时代, 茅台估值有望进一步提升
- 2 贵州茅台(600519.SH)_年报点评: 国酒威风尽显, 酱香之龙飞天
- 3 贵州茅台(600519.SH)_公司点评: 季报率先预示, 彰显十足信心

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,446.86	40,155.08	49,499.58	58,908.50	69,548.64
增长率 yoy%	3.82%	20.06%	23.27%	19.01%	18.06%
净利润	15,503.09	16,718.36	21,008.15	25,391.29	30,431.87
增长率 yoy%	1.00%	7.84%	25.66%	20.86%	19.85%
每股收益(元)	12.34	13.31	16.72	20.21	24.23
每股现金流量	13.88	29.81	9.48	25.20	28.90
净资产收益率	24.25%	22.94%	24.87%	25.60%	26.00%
P/E	17.68	25.11	24.26	20.07	16.75
PEG	17.70	3.20	0.95	0.96	0.84
P/B	4.29	5.76	6.03	5.14	4.35

备注:

投资要点

- **事件: 贵州茅台公布 2017 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 133.09 亿元, 同比增长 33.24%; 归属于上市公司股东的净利润 61.23 亿元, 同比增长 25.24%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 61.48 亿元, 同比增长 25.83%, 基本每股收益 4.87 元, 同比增长 25.24 元。**
- **业绩超预期, 预收账款新高不断, 高度验证我们前期观点。我们在上周茅台跟踪点评(参考 2017 年 4 月 20 日《贵州茅台点评: 信息越来越对称的时代, 茅台估值有望进一步提升》)中明确表示, 信息越来越对称的时代对于茅台这样的好公司来说会面临更多方面的监督, 截留利润将愈发困难, 优秀产品和高质量的业绩将得到更为充分的认识, 一季报靓丽数据高度验证我们的判断。具体来看, 2017Q1 公司实现营业收入 133.09 亿元, 同比增长 33.24%, 环比提高 4.65pct, 远超前期公司指引增速; 其中茅台酒收入 123.66 亿元, 预计同比增长约 25%, 系列酒收入 9.35 亿元, 预计同比增长约 300%, 系列酒营销力度加大效果显著。2017Q1 公司实现归母净利润 61.23 元, 同比增长 25.24%, 环比提高 20.97pct, 我们认为利润增速低于收入增速主要是消费税基调整和销售费用投入加大所致。一季度营业税金及附加与收入占比已达到 14.8% 高位水平, 全年来看消费税对利润增速影响将逐季减弱。2017Q1 公司预收账款再创新高达到 189.88 亿元, 同比大幅增长 122.21%, 环比增长 8.25%, 蓄水池不断扩容侧面反映市场旺盛需求之势。**
- **毛利率小幅下降, 费用率明显提高。2017Q1 公司毛利率为 91.16%, 同比下降 1.18pct, 主要是低端系列酒快速增长所致。2017Q1 公司期间费用率为 14.62%, 同比提高 3.88pct, 营销投放明显加大; 其中销售费用率为 6.13%, 同比大幅提高 4.47pct, 管理费用率为 8.07%, 同比下降 0.76pct, 财务费用率为 -0.21%, 同比下降 0.18pct。2017Q1 公司净利率为 49.18%, 同比下降 3.00pct, 主要是毛利率下降、消费税提高及费用投入加大综合所致。公司现金流持续优秀, 全年经营活动产生的现金流量净额为 61.09 亿元, 同比减少 17.85%; 应收票据为 11.77 亿元, 同比大幅减少 74.84%。**
- **全力控价利于长期发展, 短期放量助推收入快速增长。近期公司严查商超、电商等渠道, 坚决将飞天茅台终端价控制在 1300 元以下, 我们认为公司全力控价彰显长远发展视野, 价格过快上行不具备可持续性, 预计 5 月起公司将加快发货节奏, 短期批价存在一定下行空间, 但放量利于收入快速增长。展望全年, 公司计划茅台酒销量约 2.6 万吨, 预计同比增长 15% 左**

右，系列酒销量约 2.4 万吨，预计同比增长 70% 左右，我们认为公司在灵活实施做稳茅台酒和做大系列酒的组合策略，整体供需紧平衡背景下全年完成收入增长 15% 目标几无压力。

- **长期来看，我们判断茅台酒总体供应偏紧，未来 2-3 年公司收入复合增速可达 15% 以上。**对于未来茅台酒的供需格局，我们认为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 480 元，维持“买入”评级。**我们上调盈利预测，预计公司 2017-19 年营业收入分别为 495.00/589.09/695.49 亿元，增速分别为 23.27%/19.01%/18.06%，2017-19 年净利润分别为 210.08/253.91/304.32 亿元，增速分别为 25.66%/20.86%/19.85%，对应 EPS 分别为 16.72/20.21/24.23 元/股；给予目标价 480 元，对应 2018 年 24 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）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32,217	33,447	40,155	49,500	58,909	69,549	货币资金	27,711	36,801	66,855	76,485	96,732	120,412
增长率	4.19%	3.8%	20.1%	23.3%	19.0%	18.1%	应收款项	1,933	8,627	895	5,307	6,127	6,356
营业成本	-2,398	-2,613	-3,533	-4,526	-5,148	-5,898	存货	14,982	18,013	20,622	26,118	29,656	33,709
%销售收入	7.4%	7.8%	8.8%	9.1%	8.7%	8.5%	其他流动资产	2,945	1,563	1,808	3,187	3,135	3,466
毛利	29,819	30,834	36,622	44,974	53,760	63,650	流动资产	47,571	65,005	90,181	111,096	135,649	163,942
%销售收入	92.6%	92.2%	91.2%	90.9%	91.3%	91.5%	%总资产	72.2%	75.3%	79.9%	82.4%	84.9%	87.0%
营业税金及附加	-2,789	-3,449	-6,509	-7,326	-8,718	-10,293	长期投资	64	29	29	29	29	29
%销售收入	8.7%	10.3%	16.2%	14.8%	14.8%	14.8%	固定资产	13,798	16,312	17,199	18,230	18,792	19,167
营业费用	-1,675	-1,485	-1,681	-3,465	-3,829	-4,173	%总资产	20.9%	18.9%	15.2%	13.5%	11.8%	10.2%
%销售收入	5.2%	4.4%	4.2%	7.0%	6.5%	6.0%	无形资产	3,588	3,781	3,720	3,592	3,503	3,395
管理费用	-3,378	-3,813	-4,187	-4,702	-5,596	-6,607	非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,657	24,130	24,397
%销售收入	10.5%	11.4%	10.4%	9.5%	9.5%	9.5%	%总资产	27.8%	24.7%	20.1%	17.6%	15.1%	13.0%
息税前利润（EBIT）	21,977	22,087	24,245	29,480	35,616	42,577	资产总计	65,873	86,301	112,935	134,754	159,779	188,340
%销售收入	68.2%	66.0%	60.4%	59.6%	60.5%	61.2%	短期借款	63	0	0	0	0	0
财务费用	123	67	33	1,433	1,732	2,171	应付款项	3,416	10,566	20,306	18,770	24,148	28,703
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-2.9%	-2.9%	-3.1%	其他流动负债	7,066	9,486	16,714	26,565	29,147	32,442
资产减值损失	0	1	-12	0	0	0	流动资产	10,544	20,052	37,020	45,336	53,294	61,145
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	2	2	1	其他长期负债	18	16	16	16	16	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	10,562	20,067	37,036	45,351	53,310	61,161
营业利润	22,103	22,159	24,266	30,916	37,350	44,750	普通股股东权益	53,430	63,926	72,894	84,481	99,194	117,064
营业利润率	68.6%	66.3%	60.4%	62.5%	63.4%	64.3%	少数股东权益	1,881	2,308	3,004	4,922	7,275	10,115
营业外收支	-221	-157	-308	-243	-250	-257	负债股东权益合计	65,873	86,301	112,935	134,754	159,779	188,340
税前利润	21,882	22,002	23,958	30,673	37,100	44,493	比率分析						
利润率	67.9%	65.8%	59.7%	62.0%	63.0%	64.0%							
所得税	-5,613	-5,547	-6,027	-7,747	-9,355	-11,221	每股指标						
所得税率	25.7%	25.2%	25.2%	25.3%	25.2%	25.2%	每股收益(元)	13.441	12.341	13.309	16.724	20.213	24.225
净利润	16,269	16,455	17,931	22,925	27,745	33,271	每股净资产(元)	46.787	50.888	58.028	67.251	78.964	93.189
少数股东损益	920	952	1,212	1,917	2,353	2,840	每股经营现金净流(元)	11.062	13.880	29.813	9.478	25.204	28.899
归属于母公司的净利润	15,350	15,503	16,718	21,008	25,391	30,432	每股股利(元)	0.000	0.000	6.787	7.500	8.500	10.000
净利率	47.6%	46.4%	41.6%	42.4%	43.1%	43.8%	回报率						
							净资产收益率	28.73%	24.25%	22.94%	24.87%	25.60%	26.00%
							总资产收益率	23.30%	17.96%	14.80%	15.59%	15.89%	16.16%
							投入资本收益率	59.20%	56.18%	201.29%	170.96%	274.34%	472.52%
							增长率						
							营业收入增长率	4.19%	3.82%	20.06%	23.27%	19.01%	18.06%
							EBIT增长率	3.45%	0.50%	9.77%	21.59%	20.81%	19.54%
							净利润增长率	2.17%	1.00%	7.84%	25.66%	20.86%	19.85%
							总资产增长率	18.82%	31.01%	30.86%	19.32%	18.57%	17.87%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							存货周转天数	2,041.2	2,304.9	1,995.7	2,106.3	2,102.5	2,086.0
							应付账款周转天数	75.5	111.0	99.3	99.2	101.2	100.2
							固定资产周转天数	107.1	118.9	117.6	110.7	99.8	90.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-85.55%	-90.85%	-94.68%
							EBIT利息保障倍数	-178.4	-328.4	-730.8	-20.6	-20.6	-19.6
							资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	33.65%	33.36%	32.47%

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。