

贵州茅台 (600519)

牛股慎言顶，埋头只登攀

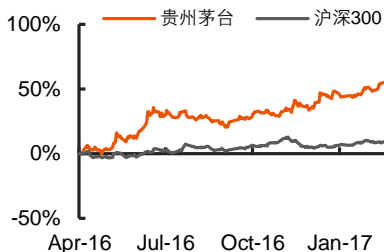
强烈推荐 (维持)

现价: 398.55 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/61.99%
实际控制人/持股	贵州省国有资产监督管理委员会/0%
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万股)	1,256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	5,006.58
流通 A 股市值(亿元)	5,006.58
每股净资产(元)	58.03
资产负债率(%)	32.80

行情走势图



相关研究报告

《贵州茅台*600519*业绩之花待怒放,股价新高仍可期》 2017-04-16
 《贵州茅台*600519*17年加速增长趋势已可确认,业绩不妨更乐观一点》 2017-02-22

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
 S1060511010014
 0755-22627143
 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 贵州茅台公布一季报。1Q17 营收为 139 亿元,同比+35.7%,其中白酒营收 133 亿,同比增 33.2%,归母净利 61.2 亿,同比+25.2%。

平安观点:

- **1Q17 营收+35.7%高于 2 月预告的+25.5%,应是系列酒和利息收入超预期,并带动归母净利同比+25.2%超预告的 15.9%。**
- **1Q17 估计报表确认 53 度茅台酒出货增 34.5%。**或受益于 1Q16 报表确认高度茅台酒量低于真实出货量。令我们惊讶的是 1Q17 预收款余额进一步升至约 190 亿元,环比增约 14.5 亿,同比增约 104 亿。似乎表明,我们或者低估了酒厂 3Q16 之前真实出货量,或者低估了 1Q17 经销商打款积极性。结合我们草根调研,粗略估算,1Q17 高度茅台酒实际出货同比应略有下降,销售公司董事长王崇琳 4 月 16 日“临时”茅台酒市场工作会议上也表示,“2017 年茅台酒的投放量较往年有所减少”。
- **市场业绩预测上调空间仍大。**1Q17 营收增速超 35%和预收款再创新高,应可确认 17 年营收将加速增长。同时,3Q16-1Q17 营业税金比率分别为 16.13%、22.86%、14.18%,同比分别高 6.48、9.71、2.66Pct,4Q16、1Q17 销售费用率达 8.13%、6.13%,同比分别高 2.47、4.47Pct。茅台经营总体稳定,费用率突然提升可能源于确认提前,这也可能意味着后期费用率会更低。总的来看,因 15、16 年报表营收确认保守,和 2H16 至 1Q17 费用确认激进,当前市场基于线性外推的预测仍显著低估 17、18 年报表增速,未来上调空间仍大,有望继续推动股价上涨。
- **牛股慎言顶,埋头只登攀,维持“强烈推荐”。**维持 17-18 年 EPS 为 18.56、23.10 的业绩预测,同比+39%、+25%,动态 PE 为 21.5、17.3 倍。茅台业务基础坚实,无论高端白酒行业如何走,其均掌握主动权。市场预期仍明显偏低,且如 18 年涨出厂价,可再超我们预期,18 年 PE 仅 17 倍,行业最低,仍是又好又便宜品种,继续“强烈推荐”。
- **风险提示。**烈性酒政策风险;自然灾害影响生产。

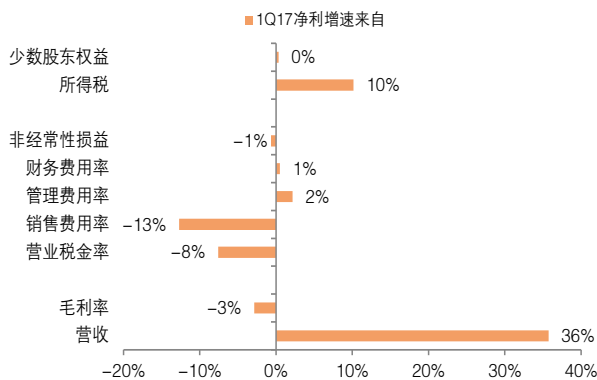
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,447	40,155	50,414	60,401	66,074
YoY(%)	3.8	20.1	25.5	19.8	9.4
净利润(百万元)	15,503	16,718	23,312	29,014	31,989
YoY(%)	1.0	7.8	39.4	24.5	10.3
毛利率(%)	92.4	91.5	90.8	91.3	91.6
净利率(%)	49.2	44.7	49.6	51.7	52.1
ROE(%)	26.4	24.4	31.4	35.0	32.7
EPS(摊薄/元)	12.34	13.31	18.56	23.10	25.46
P/E(倍)	32.3	29.9	21.5	17.3	15.7
P/B(倍)	7.8	6.9	6.6	5.6	4.7

图表 1 1季报快读：1Q17营收同比+35.7%、归母净利润同比+25.2% 单位：百万元

	1Q16	1Q17	QoQ	
营业收入	10,251	13,913	35.7%	扣除利息收入，酒同比增 33%，高于我们 2 月预告
营业成本	765	1,177	53.9%	
毛利率	92.5%	91.5%	-1.0%	1Q17 毛利率下降低端系列酒占比上升
毛利	9,486	12,736	34.3%	
营业税金及附加	1,181	1,973	67.1%	当期生产端确认转入仍多
销售费用	170	852	400.3%	销售费用暴增 400%，费用超预期，管理费大增 24%
管理费用	905	1,122	24.0%	
财务费用	-3	-29	-873.0%	
资产减值损失	3	-5	-279.8%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	
营业利润	7,203	8,790	22.0%	
营业利润率	70.3%	63.2%	-7.1%	
营业外收入	4	2	-57.9%	
营业外支出	0	37	135399.0%	
利润总额	7,207	8,755	21.5%	
所得税	1,995	2,210	10.8%	
所得税率	27.7%	25.1%	-2.5%	
少数股东损益	323	422	30.6%	
归属于母公司净利润	4,889	6,123	25.2%	
净利率	47.7%	44.0%	-3.7%	
EPS	3.89	4.87	25.2%	超之前预告的 15.9%

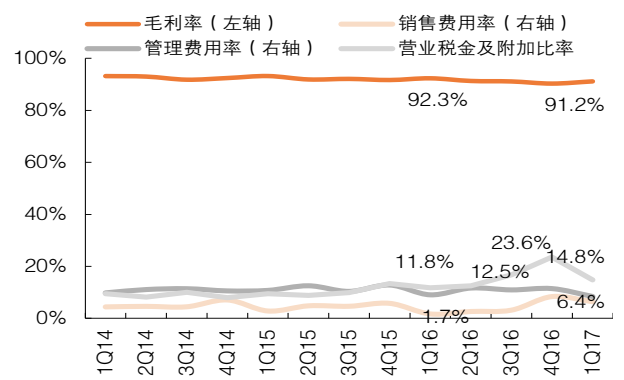
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表2 1Q17消费税率、销售费用率提升吞噬净利增长



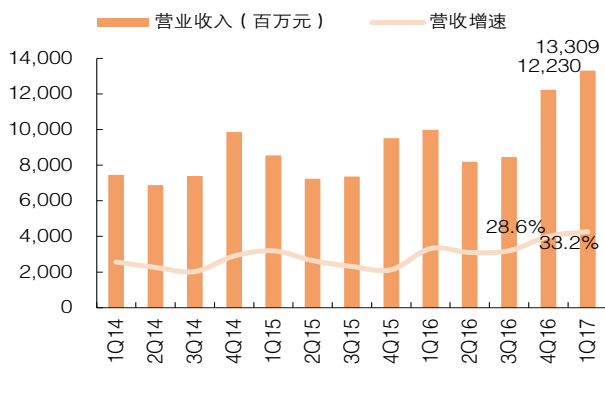
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表3 1Q17营业税金比率、销售费用率大升



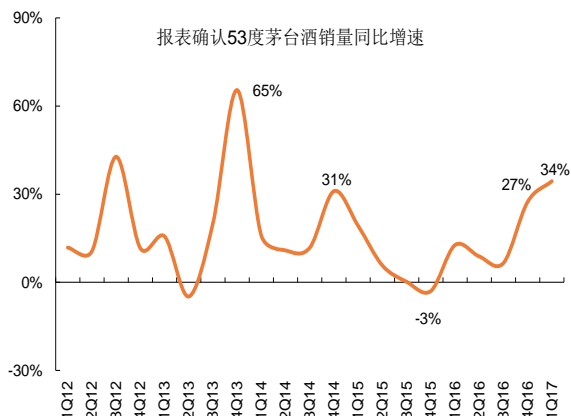
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表4 1Q17酒类营收同比+33.2%至133亿元



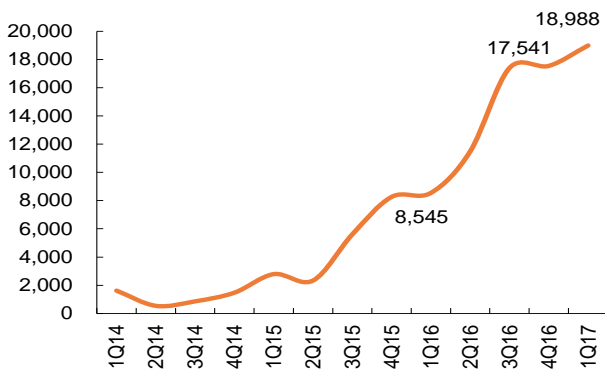
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表5 估计1Q17报表确认53度茅台酒销量同比+34%



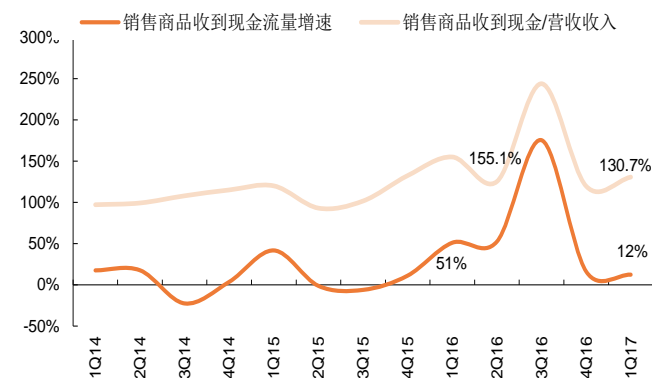
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表6 1Q17预收款同比增104亿，环比增约14亿



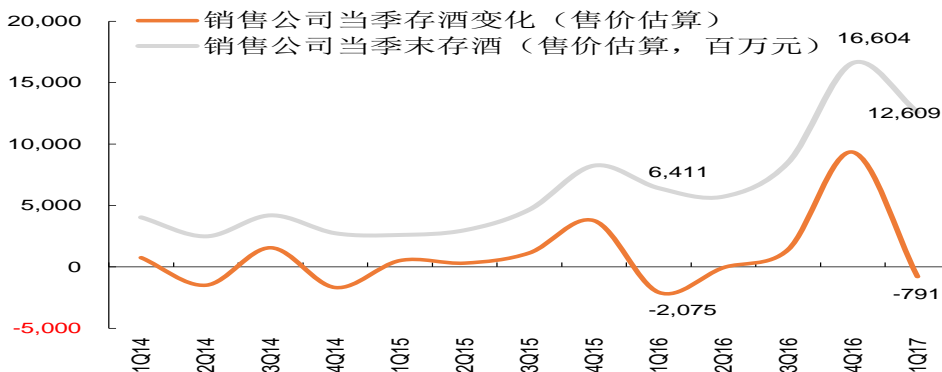
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表7 1Q17销售商品收到现金同比增12%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表8 1Q17末销售公司茅台酒库存值约126亿(含税)



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	90,181	107,067	126,606	141,905
现金	66,855	74,033	90,888	105,559
应收账款	818	1,513	1,812	1,982
其他应收款	77	85	109	115
预付账款	1,046	2,067	1,969	2,279
存货	20,622	28,827	30,929	31,122
其他流动资产	762	543	899	847
非流动资产	22,754	23,341	24,574	24,542
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17,199	17,975	18,999	19,010
无形资产	3,532	3,621	3,704	3,707
其他非流动资产	2,023	1,744	1,871	1,825
资产总计	112,935	130,408	151,180	166,448
流动负债	37,020	49,903	54,274	51,458
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,041	1,516	1,655	1,783
其他流动负债	35,980	48,387	52,620	49,675
非流动负债	16	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	18	18	18
负债合计	37,036	49,921	54,292	51,476
少数股东权益	3,004	4,695	6,878	9,286
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	69,853	72,751	86,969	102,645
归属母公司股东权益	72,894	75,792	90,010	105,685
负债和股东权益	112,935	130,408	151,180	166,448

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	37,451	17,619	30,922	30,620
净利润	16,718	23,312	29,014	31,989
折旧摊销	843	993	1,033	1,086
财务费用	-33	-34	-40	-48
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	21,284	-8,419	-1,367	-4,888
其他经营现金流	-1,361	1,767	2,283	2,482
投资活动现金流	-1,103	-1,952	-2,218	-1,202
资本支出	1,738	1,952	2,218	1,202
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,841	-3,904	-4,437	-2,403
筹资活动现金流	-8,335	-8,489	-11,848	-14,748
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8,335	-8,489	-11,848	-14,748
现金净增加额	28,014	7,178	16,855	14,671

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	40,155	50,414	60,401	66,074
营业成本	3,410	4,650	5,242	5,558
营业税金及附加	6,509	6,050	6,704	7,268
营业费用	1,681	1,816	1,961	2,118
管理费用	4,187	4,522	4,884	5,275
财务费用	-33	-34	-40	-48
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	24,266	33,412	41,650	45,904
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	316	253	253	253
利润总额	23,958	33,167	41,405	45,659
所得税	6,027	8,165	10,208	11,263
净利润	17,931	25,003	31,197	34,397
少数股东损益	1,212	1,690	2,184	2,408
归属母公司净利润	16,718	23,312	29,014	31,989
EBITDA	25,167	34,447	42,742	47,016
EPS (元)	13.31	18.56	23.10	25.46

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	20.1	25.5	19.8	9.4
营业利润(%)	9.5	37.7	24.7	10.2
归属于母公司净利润(%)	7.8	39.4	24.5	10.3
获利能力				
毛利率(%)	91.5	90.8	91.3	91.6
净利率(%)	44.7	49.6	51.7	52.1
ROE(%)	24.4	31.4	35.0	32.7
ROIC(%)	85.9	157.1	140.0	130.4
偿债能力				
资产负债率(%)	32.8	38.3	35.9	30.9
净负债比率(%)	-88.1	-92.0	-93.8	-91.8
流动比率	2.44	2.15	2.33	2.76
速动比率	1.88	1.57	1.76	2.15
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.41	0.43	0.42
应收账款周转率	348,011	579,746	434,376	480,292
应付账款周转率	3.5	3.6	3.3	3.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	13.31	18.56	23.10	25.46
每股经营现金流(最新摊薄)	29.81	14.03	24.62	24.38
每股净资产(最新摊薄)	58.03	60.33	71.65	84.13
估值比率				
P/E	29.9	21.5	17.3	15.7
P/B	6.9	6.6	5.6	4.7
EV/EBITDA	19.7	14.4	11.7	10.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033