

2017年04月24日

贵州茅台 (600519.SH)

消费税迷雾如期消散，全年盈利增速预测上调

事件：贵州茅台披露 2017 年一季度，1 季度公司实现营业收入 133.09 亿元，同比增长 33.24%，实现归属于上市公司股东净利润 61.23 亿元，同比增长 25.24%，每股收益 4.87 元。1 季度金融业收入 6.05 亿元，同比大幅增长 130.73%，系财务公司业务收入增加。2017 年 1 季度收入和利润增速均大幅超预期，公司此前公告的一季度主要经营数据均低于正式的一季报。

■1 季度销售公司发货较积极，收入增速提升，消费税率环比下降，我们在年报里提到的“消费税迷雾”如期消散。一季度收入增速较快，主要是发货节奏较佳，收入确认转正常，同时系列酒高目标要求下销量大幅增长。从我们的“母公司和合并报表”营业成本分析框架下，我们认为白酒消费税征税和销售确认有差异，消费税为生产环节征收，参考母公司报表更直观，对照母公司营业成本和合并报表营业成本，**凡是母公司营业成本低于合并报表营业成本季度，当季营业税金率较低**，在我们分析框架中，这一差异主要体现公司发货节奏的控制意愿，1 季度母公司营业成本 11.22 亿元，低于合并报表的 11.77 亿元，扭转了 2016 年 4 季度母公司营业成本大幅高于合并报表的情形，而白酒消费税征收恰恰和母公司生产环节即母公司营业成本确认关系直接，这导致 2017 年 1 季度营业税金率 14.18%，较 2016 年 4 季度的 16.21% 明显降低，但较上年同期仍有 2.67 个百分点的提高。

■基酒符合出厂条件，投放回归正常，全年盈利增速预测可以上调。公司 2016 年下半年供应紧张局面难以缓解，有基酒储存时间不符合出厂条件因素，今年 3、4 月份以来，茅台酒价格炒作再起，公司再三强调价格管控，我们预计公司从 4 月下旬开始恢复正常投放茅台酒，实质性帮助调控引导价格，直接影响即：收入确认积极，消费税率难以反弹。为此，我们认为公司前期收入增速不快，净利润增速低于收入增速的情形将从 2017 年 1 季度逐步改善，2017 年盈利预测可上调。

■茅台酒要加大投放管控价格，系列酒高增长，贵州茅台阶段性成长性提升，估值适当提升。基于茅台酒投放季度改善，系列酒高目标不断达成，我们认为茅台酒阶段性成长性提升，扭转市场“思维定式”，有助于适当抬升茅台的估值水平。

■投资建议：茅台不断证明超预期能力，基于确定性和成长性改善，调高 6 个月目标价至 475.00 元，预测 2017-2018 年每股收益分别为 16.75 元和 20.49 元，目标价相当于 2018 年 23 倍的动态市盈率。

■风险提示：高端酒产能风险、估值波动风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	33,446.9	40,155.1	48,414.0	57,961.1	64,835.0
净利润	15,503.1	16,718.4	21,039.1	25,736.7	29,130.5
每股收益(元)	12.34	13.31	16.75	20.49	23.19
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.08	76.32	87.91
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	32.3	29.9	23.8	19.5	17.2
市净率(倍)	7.8	6.9	6.0	5.2	4.5
净利润率	46.4%	41.6%	43.5%	44.4%	44.9%
净资产收益率	24.3%	22.9%	25.3%	26.8%	26.4%
股息收益率	1.5%	1.7%	2.1%	2.6%	2.9%
ROIC	61.8%	64.7%	320.8%	142.0%	139.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：475.00 元
股价 (2017-04-24) 398.55 元

交易数据

总市值(百万元)	500,657.63
流通市值(百万元)	500,657.63
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12 个月价格区间	243.86/415.31 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.7	14.0	64.47
绝对收益	3.03	13.77	70.23

苏斌

分析师

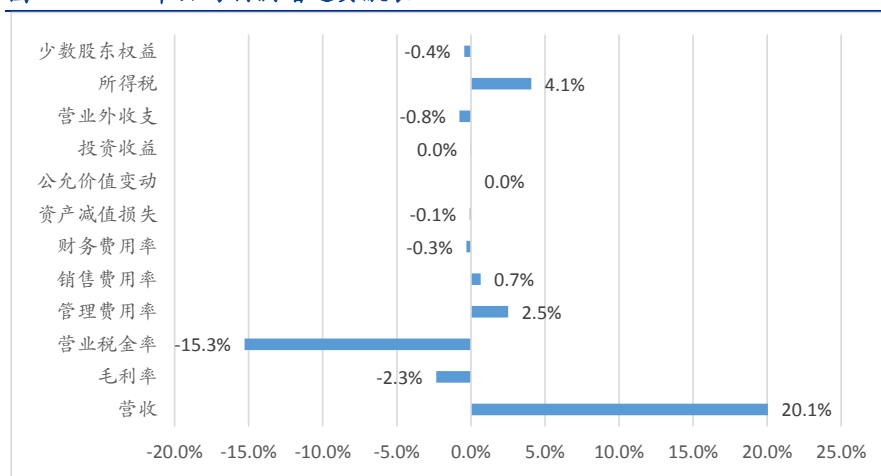
SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 贵州茅台：消费税迷雾年内消散，民族蓝筹市值空间看好 2017-04-16
- 贵州茅台：解读李保芳最新讲话：预期引导和调控手段俱佳 2017-03-05
- 贵州茅台：强劲真实需求驱动增长，估值空间打开 2016-10-31
- 贵州茅台：独步高端白酒，赚钱效应突出 2016-08-28
- 贵州茅台：贵州茅台：旺季连续新高，龙头优势持续强化 2016-04-21

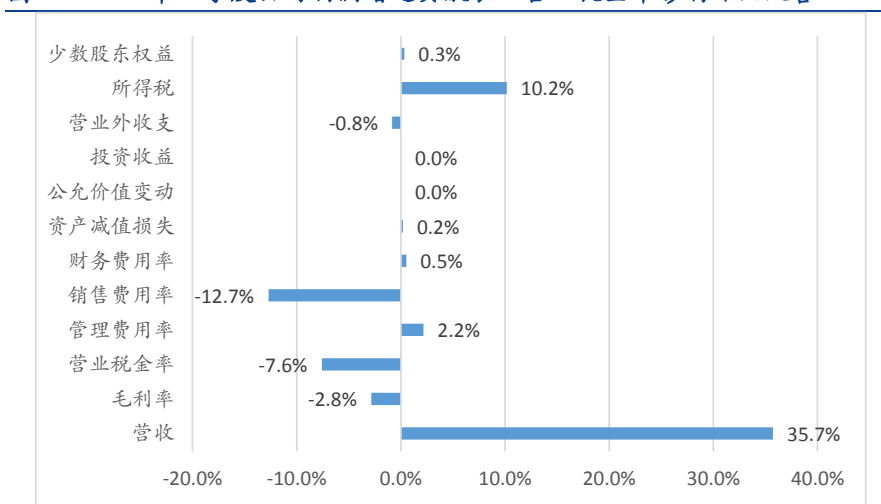
收入增长提速，营业税金率环比改善

图 1：2016 年公司利润增速贡献表



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：2017 年 1 季度公司利润增速贡献表—营业税金率影响环比改善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

附公司总经理李保芳重要讲话汇总

表 1：总经理李保芳部分重点讲话汇总

时间	内容	讲话人	职位	背景
2016 春糖会	下半年供应量只有 8000 吨	马玉鹏	销售公司总经理	批价不振，经销商微利
2016 年 4 月苏浙沪调研	下半年供应量只有 8000 吨，中秋国庆销售形势会紧张，1000 元价格比较合理	李保芳	公司总经理	批价不振，经销商微利
2016 年 4 月 11 日	1 季度可圈可点，二季度乘势而上，确保"双过半"	李保芳	公司总经理	
2016 年 6 月 26 日	系列酒销量要超茅台	李保芳	公司总经理	酱香系列酒研讨会
2016 年 7 月 6 日	学洋河；茅台酒的供求关系转变成成为最突出变化	李保芳	公司总经理	半年营销工作会议
2016 年 7 月 14 日	上半年茅台完成了全年销量的 70%，茅台酒市场价格开始上升，这是白酒回暖的一个标志。要让市场配置资源的作用拉动茅台酒市场价格的自然回升，不提高出厂价格，不干预茅台酒市场经济价格走向，让全国老百姓喝得起、喝得到、喝得高兴，让经销商效益顺势而动、合理回归。	李保芳	公司总经理	成都座谈会
2016 年 8 月 1 日	在积极拓展茅台酒市场的同时，也积极拓展其系	李保芳	公司总经理	辽宁座谈会

列酒的市场占有率，实现茅台双轮驱动、强劲发展；各省区经销商要冷静、理性地对待价格的涨幅

2016年8月12日	2016年的“茅台现象”仅是个案；茅台2000元的价位短期不会再来；以目前的情况而论，1000块钱左右是对三方都能接受的最好的价格区间	李保芳	公司总经理	内部培训会
2016年9月9日	茅台无提价意图；目前茅台酒市场价的合理区间也基本保持在1000元上下	李保芳	公司总经理	记者会回答
2016年11月2日	价格不调，政策不变；茅台酒系列酒1:1	李保芳	公司总经理	海外经销商联谊会
2016年12月23日	确保完成全年销量2.6万吨、销售收入43亿元以上的目标计划，把系列酒打造成茅台新的增长极	李保芳	公司总经理	系列酒经销商会议
2016年12月20日	在“稳”上下功夫，2017年按2.6万吨安排营销计划，价格要稳，不要幻想回到2000元；公务消费降到1%	李保芳	公司总经理	经销商大会
2017年1月4日	2017会比2016年好；实施“654321”计划；确保一季度开门红；以优异成绩迎接党的十九大和省第十二次党代会胜利召开	李保芳	公司总经理	茅台集团年度工作会议
2017年3月3日	“茅台无淡季”；下半年只能满足市场50%需求；茅台酒出厂价仍保持稳定暂不会上调，管控好市场价格；整顿品牌；做大单品	李保芳	公司总经理	河南座谈会
2017年4月9日	加强市场价格管控	李保芳		华东座谈会
2017年4月14日	谁制造市场乱象就砸谁的饭碗	李保芳		市场工作会

资料来源：茅台时空，酒业家等；安信证券研究中心整理

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034