

贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

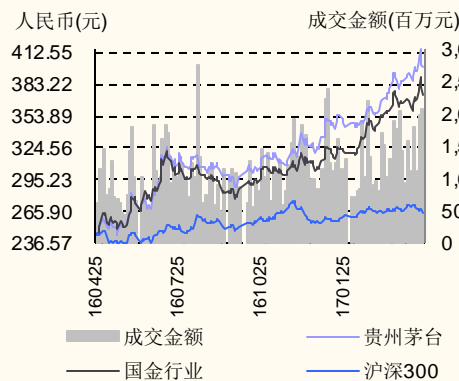
市场价格(人民币)：398.55元

业绩再超预期，高端复苏最确定品种

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,256.20
总市值(百万元)	500,657.63
年内股价最高最低(元)	415.31/243.86
沪深 300 指数	3431.26
上证指数	3129.53



相关报告

- 《价在量在，批价稳进有利拉长复苏周期-贵州茅台公司点评》，2017.4.17
- 《16 年收入超预期，17 年收入增速仍有望上看 20%一线-贵州茅...》，2016.12.25
- 《复兴确定，不负众望-贵州茅台公司研究》，2016.9.5

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	11.715	13.309	15.510	18.106	20.807
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.19	74.33	83.70
每股经营性现金流(元)	13.87	29.80	13.20	20.86	18.78
市盈率(倍)	18.63	25.11	25.50	21.84	19.01
行业优化市盈率(倍)	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
净利润增长率(%)	0.06%	13.61%	16.54%	16.74%	14.92%
净资产收益率(%)	23.02%	22.94%	23.43%	24.36%	24.86%
总股本(百万股)	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

报告期内公司实现营业收入 133.09 亿元，同比+33.24%，超前期业绩预告的+25.38%；实现归母净利润 61.23 亿元，同比+25.24%，亦大幅高于前期预告的+15.92%，折合 EPS4.87 元。预收账款 189.88 亿元，环比去年 Q4 余额提升 14.47 亿元，再创历史新高。

经营分析

- **收入增速超市场预期，同时预收款再创历史新高：**茅台一季报 33.24% 的收入增速显著高于前期业绩预告的 25.38% 的增速，大超市场预期。从一季度收入情况来判断，公司今年一季度确认了对应约 7500-7700 吨茅台酒的收入，高于一季度实际发货量 6000-6500 吨，预计是 16 年四季度提前批部分收入确认在今年一季度报表中。系列酒一季度内实现收入 9.35 亿元，预计同比增速实现翻倍。在收入同比大增同时，预收账款不降反升，增加 14.47 亿元攀升至 189.88 亿元的历史新高，经销商打款积极性热情空前高涨。
- **系列酒占比提升小幅拉低毛利率，消费税率已趋向走低。**一季度内系列酒保持超高速增长，仅一个季度已实现 16 年全年近半收入，增速显著高于茅台酒业务增速，因此也小幅拉低公司整体毛利率 1.18pct 至 91.16%。一季度系列酒收入占比首次超过 7%，相比去年的 5.5% 继续提升。但一季度期间费用率增加明显，同比提升 3.88pct 至 14.62%，主要来自于销售费用率大幅提升 4.47pct 至 6.13%。销售费用率的提升，我们认为主要是公司系列酒市场投放大幅增加所致。
- **营业税金及附加占收入比为 14.83%，同比 16 年全年的 16.75%、环比去年四季度的 23.59% 均下滑显著。**但其总金额同比增幅仍达 67.14%，远高于收入增速。毛利率的下滑、消费税及费用率的提升共同拖累了今年一季度净利率同比下滑了 2.95pct 至 46.0%。
- **批价淡季不淡，厂商压制意在可持续发展。**春节前飞天批价高点站上 1250 元，相比 16 年 3 月的 825-830 元上涨超过 400 元。节后经历过短暂下跌后 (1030-1050 元，极限值破千)，茅台于 3 月河南经销商座谈会上强调“紧平衡”后茅台批价快速反弹，峰值突破 1300 元。因此茅台近期通过喊话、处罚等强力行政举措平抑批价。综合前期表态，其压制短期批价过快上涨、维护批价稳定维持上行态势的可持续发展意图极其明显。昨日媒体报道，公司将自本月 24 日开始，将市场投放量从之前的每日 40 吨提高至 70 多吨，

一个月后将增加至 90 吨左右。以这一发货节奏推算，公司二季度发货量将有望上看 6000 吨，基本追平一季度旺季发货量。新增量以普通飞天为主，主要投向自营公司及直面终端消费者的商超电商渠道，因此我们预计此举在短期内将给市场批价再次降温。但综合考虑目前需求端仍然旺盛，我们仍维持茅台批价大周期向上的方向判断不变

投资建议

- 维持买入评级，高端复苏最确定品种。在不考虑提价的基础上，预计 17-19 年公司营业收入分别为 490 亿元、578 亿元、665 亿元，EPS 分别为 15.55 元、18.10 元、20.80 元，目前股价对应 PE 为 26X/22X/19X，维持“买入”评价，给予一年目标价 450 元，对应 18 年 PE25X。

风险提示

- 批价大幅泡沫化/需求下滑

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	31,574	32,660	40,155	49,049	57,807	66,524
增长率		3.4%	23.0%	22.1%	17.9%	15.1%
主营业务成本	-2,398	-2,612	-3,533	-4,709	-5,838	-6,918
% 销售收入	7.6%	8.0%	8.8%	9.6%	10.1%	10.4%
毛利	29,176	30,047	36,622	44,340	51,968	59,605
% 销售收入	92.4%	92.0%	91.2%	90.4%	89.9%	89.6%
营业税金及附加	-2,789	-3,449	-6,509	-8,201	-9,769	-11,309
% 销售收入	8.8%	10.6%	16.2%	16.7%	16.9%	17.0%
营业费用	-1,675	-1,485	-1,681	-2,109	-2,457	-2,794
% 销售收入	5.3%	4.5%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%
管理费用	-3,378	-3,813	-4,187	-5,248	-6,128	-6,985
% 销售收入	10.7%	11.7%	10.4%	10.7%	10.6%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	21,334	21,300	24,245	28,782	33,615	38,517
% 销售收入	67.6%	65.2%	60.4%	58.7%	58.2%	57.9%
财务费用	123	67	33	35	39	44
% 销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	1	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	21,460	21,372	24,266	28,817	33,654	38,561
营业利润率	68.0%	65.4%	60.4%	58.8%	58.2%	58.0%
营业外收支	-221	-157	-308	-160	-200	-240
税前利润	21,239	21,215	23,958	28,657	33,454	38,321
利润率	67.3%	65.0%	59.7%	58.4%	57.9%	57.6%
所得税	-5,613	-5,547	-6,027	-7,594	-8,865	-10,155
所得税率	26.4%	26.1%	25.2%	26.5%	26.5%	26.5%
净利润	15,626	15,668	17,931	21,063	24,589	28,166
少数股东损益	920	952	1,212	1,580	1,844	2,028
归属于母公司的净利润	14,707	14,716	16,718	19,483	22,744	26,138
净利率	46.6%	45.1%	41.6%	39.7%	39.3%	39.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,711	36,801	66,855	72,447	84,359	91,752
应收款项	1,933	8,627	895	1,124	1,325	1,525
存货	14,982	18,013	20,622	21,931	27,193	32,223
其他流动资产	2,945	1,563	1,808	2,129	2,457	2,770
流动资产	47,571	65,005	90,181	97,631	115,334	128,269
% 总资产	72.2%	75.3%	79.9%	80.7%	82.9%	84.2%
长期投资	64	29	29	34	34	34
固定资产	13,829	16,332	17,260	17,871	18,386	18,802
% 总资产	21.0%	18.9%	15.3%	14.8%	13.2%	12.3%
无形资产	3,588	3,781	3,720	3,653	3,595	3,542
非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,304	23,760	24,124
% 总资产	27.8%	24.7%	20.1%	19.3%	17.1%	15.8%
资产总计	65,873	86,301	112,935	120,936	139,093	152,394
短期借款	63	0	0	0	0	0
应付款项	3,416	10,566	20,306	25,534	30,209	34,837
其他流动负债	7,066	9,486	16,714	7,675	9,079	3,960
流动负债	10,544	20,052	37,020	33,209	39,288	38,797
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	16	16	0	0	0
负债	10,562	20,067	37,036	33,209	39,288	38,798
普通股股东权益	53,430	63,926	72,894	83,143	93,378	105,140
少数股东权益	1,881	2,308	3,004	4,584	6,428	8,456
负债股东权益合计	65,873	86,301	112,935	120,936	139,093	152,394

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	12.878	11.715	13.309	15.510	18.106	20.807
每股净资产	46.787	50.888	58.028	66.186	74.333	83.697
每股经营现金净流	11.058	13.875	29.804	13.199	20.858	18.782
每股股利	4.374	4.374	6.171	7.191	9.958	11.444
回报率						
净资产收益率	27.52%	23.02%	22.94%	23.43%	24.36%	24.86%
总资产收益率	22.33%	17.05%	14.80%	16.11%	16.35%	17.15%
投入资本收益率	28.35%	23.75%	23.91%	24.11%	24.75%	24.92%
增长率						
主营业务收入增长率	2.11%	3.44%	22.95%	22.15%	17.85%	15.08%
EBIT增长率	0.59%	-0.16%	13.83%	18.71%	16.79%	14.58%
净利润增长率	-1.88%	0.06%	13.61%	16.54%	16.74%	14.92%
总资产增长率	18.79%	31.01%	30.86%	7.08%	15.01%	9.56%
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	2,041.3	2,305.0	1,995.7	1,700.0	1,700.0	1,700.0
应付账款周转天数	75.5	111.0	99.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	119.9	127.6	131.4	111.4	97.1	86.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-82.58%	-84.52%	-80.77%
EBIT利息保障倍数	-173.2	-316.7	-730.8	-826.5	-857.5	-874.8
资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	27.46%	28.25%	25.46%

来源: Wind, 公司年报, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	15	66
增持	0	0	1	2	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.33	1.12	1.08

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-05	买入	305.78	330.00~335.00
2	2016-12-25	买入	320.03	380.00~380.00
3	2017-04-17	买入	395.79	450.00~450.00

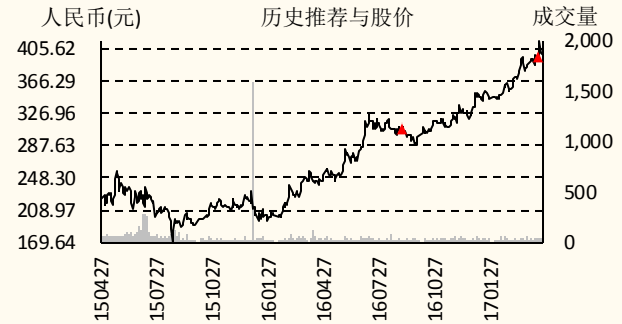
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD