

2017年4月25日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

450

贵州茅台(600519.SH)

BUY 买入

2017Q1 纯利增 25%，业绩释放加速

结论与建议：

茅台 2017 年第一季度纯利同比增长 25%，好于此前的业绩预告，同时预收款再创新高。茅台作为国酒，目前已经甩开了其他竞争对手，我们坚定看好其长期的发展趋势和品牌价值。目前股价对应 2017 年和 2018 年 PE 分别为 24.5 倍和 20.6 倍，维持买入投资评级。

- 2017 年第一季度贵州茅台实现营业收入 139.13 亿元，同比增长 36%；实现营业利润 88 亿元，同比增长 22%；实现归属于母公司所有者的净利润 61.23 亿元，同比增长 25.24%；对应每股收益 4.87 元。好于业绩预告（预告 2017 年第一季度营业收入同比增长 25.38%，归母净利润同比增长 15.92%）。1Q 毛利率 91.5%，同比下降一个百分点，但仍处于很高的水平。1Q 末预收帐款达到 189.88 亿元，再创新高。

- 1Q 茅台酒实现营收 123.66 亿元，系列酒 9.35 亿元。1Q 直销渠道实现收入 17.88 亿元，批发渠道实现收入 115.12 亿元。截至 2017 年 3 月 31 日，茅台的国内经销商数量为 2412 家，增加 81 家；国外经销商 94 家，增加 9 家。

- 从零售价格看，春节过后飞天茅台的零售价格仅出现短暂的回调就迅速回到高位，目前飞天茅台各个渠道的零售价格均在 1200 元以上。我们认为茅台价格趋势反映了当下真实需求以及预期涨价的叠加效应。由于公司不希望零售价格出现过大的涨幅，因此我们判断公司会对价格继续进行管控。

- 公司 2017 年茅台酒基酒产量计划 4 万吨以上；茅台酒和系列产品计划销量 5 万吨左右，其中茅台酒 2.6 万吨左右（我们估算同比增长 10%-15%）。根据茅台公布的过去 6 年的总基酒产量数据，计算出年均复合增长率为 10.7%，因此我们预计茅台酒未来几年产量年均自然增长率可以保持在 10% 以上。

- 综上，鉴于公司表示 2017 年以稳价为主，我们暂不考虑出厂价提高对利润的贡献，但公司预收帐款相当充裕，以及一季度业绩释放提速，略微上调盈利预测，预计公司 2017、2018 年将实现净利润 204.52 亿元和 242.59 亿元，分别同比增长 22.33% 和增长 18.62%，对应的 EPS 为 16.28 元和 19.31 元。

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2017/4/24)	398.55		
上证指数(2017/4/24)	3129.53		
股价 12 个月高/低	420.43/237.86		
总发行股数(百万)	1256.20		
A 股数(百万)	1256.20		
A 市值(亿元)	5006.58		
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (61.99%)		
每股净值(元)	62.90		
股价/账面净值	6.34		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.2	13.8	64.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-04-17	395.45	买入
2017-02-22	361.89	买入

产品组合

茅台酒	96.6%
系列酒	3.4%

机构投资者占流通 A 股比例

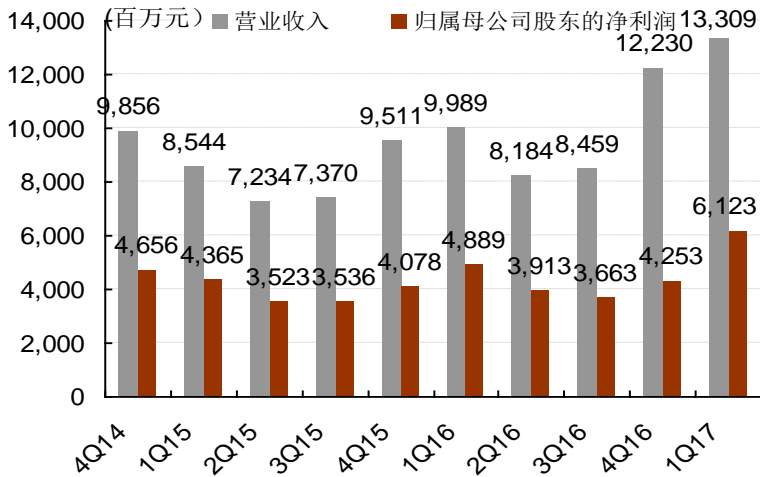
基金	3.1%
一般法人	72.7%

股价相对大盘走势



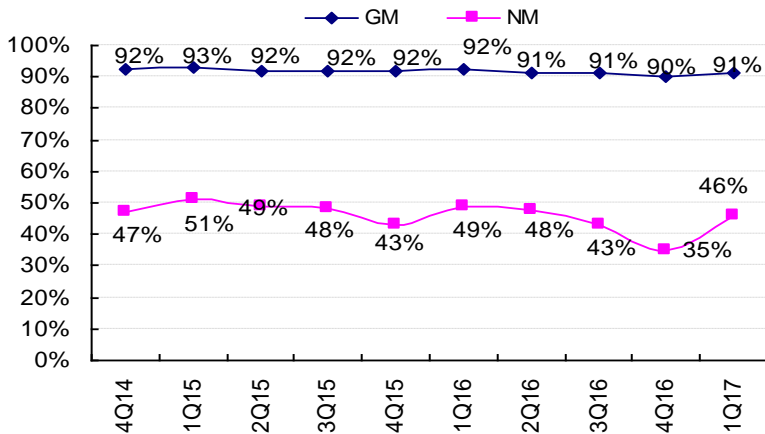
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15137	15350	15503	16718	20452	24259
同比增减	%	13.74	1.41	1.00	7.84	22.33	18.62
每股盈余 (EPS)	RMB 元	14.58	13.44	12.34	13.31	16.28	19.31
同比增减	%	13.73	-7.81	-8.18	7.84	22.33	18.62
市盈率(P/E)	X	27.12	29.42	32.04	29.71	24.48	20.64
股利 (DPS)	RMB 元	4.37	4.37	6.17	6.79	8.14	9.66
股息率 (Yield)	%	1.11	1.11	1.56	1.72	2.04	2.42

图 1：贵州茅台分季度营收和净利润变动表 单位：百万元



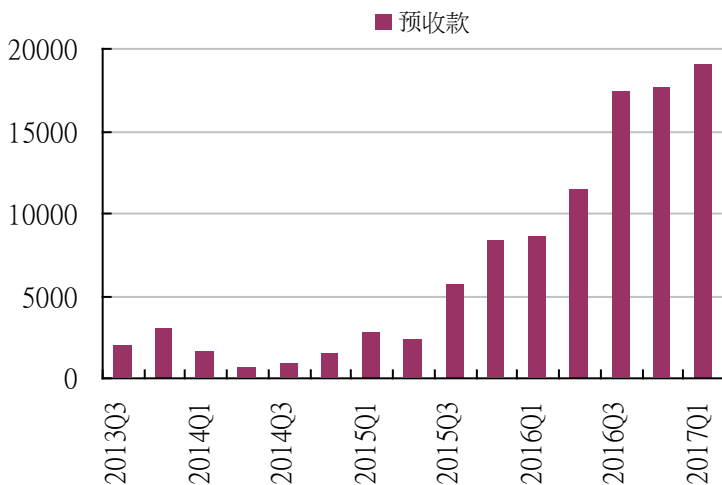
数据来源：公司公告，群益证券整理

图 2：贵州茅台分季度毛利率和净利润率变动表 单位：%



数据来源：公司公告，群益证券整理

图 3：贵州茅台分季度末预收帐款变动表 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)； 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)； 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	31071	32217	33447	40155	50221	57585
经营成本	2194	2339	2538	3410	3865	4538
营业税金及附加	2791	2789	3449	6509	8710	10290
销售费用	1858	1675	1485	1681	2850	2796
管理费用	2835	3378	3813	4187	5314	6097
财务费用	-429	-123	-67	-33	-204	-648
资产减值损失	-2	0	-1	12	-5	0
投资收益	3	3	4		0	0
营业利润	21792	22103	22159	24266	29660	34511
营业外收入	33	7	5	9	8	8
营业外支出	392	227	162	316	313	11
利润总额	21432	21882	22002	23958	29355	34508
所得税	5467	5613	5547	6027	5356	8972
少数股东损益	828	920	952	1212	1336	1277
归属于母公司所有者的净利润	15137	15350	15503	16718	20452	24259

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	25185	27711	36801	66855	78842	91907
应收账款	1	4	0	0	0	0
存货	11837	14982	18013	20622	21653	22736
流动资产合计	41932	47571	65005	90181	100495	114643
长期股权投资	4	0	1	2	2	2
固定资产	8523	10376	11416	14453	15176	15935
在建工程	456	3422	4895	2746	2608	2478
非流动资产合计	13523	18302	21297	22754	29580	38454
资产总计	55454	65873	86301	112935	130075	153097
流动负债合计	11307	10544	20052	37020	44132	55552
非流动负债合计	18	18	16	16	17	19
负债合计	11325	10562	20067	37036	44149	55571
少数股东权益	1507	1881	2308	3004	3906	5077
股东权益合计	44129	55312	66234	75899	85926	97526
负债及股东权益合计	55454	65873	86301	112935	130075	153097

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	12655	12633	17436	37451	39259	43500
投资活动产生的现金流量净额	-5339	-4580	-2049	-1103	-2526	-2526
筹资活动产生的现金流量净额	-7386	-5041	-5588	-8335	-10024	-11597
现金及现金等价物净增加额	-70	3005	9783	28014	26709	29378

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。