

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台 600519.SH

目标估值: 500.0 元

当前股价: 454.2 元

2017年05月24日

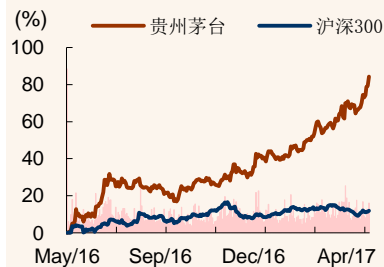
乐观开放显自信, 国酒文化妙生花

基础数据

上证综指	3062
总股本(万股)	125620
已上市流通股(万股)	125620
总市值(亿元)	5706
流通市值(亿元)	5706
每股净资产(MRQ)	62.9
ROE(TTM)	22.7
资产负债率	30.7%
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)
主要股东持股比例	61.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	47	85
相对表现	11	49	74



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台(600519)——加速的报表, 进击的市值》2017-04-25
- 2、《贵州茅台(600519)——崇本守道, 匠心名品》2017-04-20
- 3、《贵州茅台(600519)——开启6000亿新征程》2017-04-16

杨勇胜

021-68407562  
yangys5@cmschina.com.cn  
S1090514060001

董广阳

021-68407471  
donggy1@cmschina.com.cn  
S1090512070001

李晓峰 研究助理

021-68407571  
lixiaozheng@cmschina.com.cn

我们近期参加公司股东大会, 会场互动环节成亮点, 茅台文化妙生花。交流环节中, 公司领导一改惯例, 将股东大会定位为重点信息发布、建议搜集的交流平台, 态度诚恳开放, 彰显自信心态。对行业的判断, 公司积极乐观, 市场对公司未来业绩更加确信, 产品价格的强力管控, 亦让增长更加良性持久。在业绩确定的背景下, 公司将加速冲击6000亿市值。报告后附股东大会现场照片, 推荐阅读。

- **现场感受: 乐观开放显自信, 国酒文化妙生花。** 公司去年股东大会, 重回修葺一新的茅台镇召开, 我们也撰写题为《国酒文化发新芽》的报告。今年的股东大会, 股东除了感受到风景秀美、夜色迷人的茅台镇之外, 更是感受到公司与股东的文化互动, 茅台文化新芽生花。股东会前后精心安排的晚宴招待、抽奖环节、签到墙、现场拍照下载、现场购酒、合影留念等互动环节, 也成为本次股东大会最大亮点。股东大会上, 书记李保芳也明确表示, 要让股东深入感受茅台文化, 把股东大会开成公司重要政策的发布平台, 开成搜集意见的交流平台, 态度诚恳开放, 彰显自信心态。
- **行业判断: 行业复苏看更久, 三年高增当无忧。** 会上公司明确表示, 基于对宏观经济和公司自身经营情况, 判断白酒行业重新进入卖方市场, 可以确信至少到2020年, 行业景气度都将持续向上, 企业重回卖方市场。今年最低投放量2.6万吨, 6月份之后发货量会增加。我们认为, 公司是各方中最谨慎的一方, 以审慎态度预判未来, 如此乐观的表态, 验证我们对公司未来三年盈利高增长的预测, 确定及稳定的业绩, 将会带动估值有更高溢价。
- **量价政策: 严控价格, 定位民酒, 料年内批价涨幅有限, 但货源将始终紧张。** 公司前期的多次会议, 均明确提出要对价格进行管控, 不涨出厂价, 严控终端价格过快上涨, 本次会议再次明确公司态度, 定位民酒消费, 满足亿万中产阶级的消费需求。草根调研, 公司自4月份加大发货量后, 终端价格已经稳定在1299元左右, 市场货源仍然偏紧, 但强力价格管控措施下, 经销商担心高价销售被追溯处罚, 只愿意卖给终端消费者, 不愿倒货后被二批商高价销售, 渠道蓄意囤货及大宗批发料大幅下降。价格管控措施的直接结果是防范价格快涨风险, 间接效果则是加快渠道扁平, 鼓励经销商直达客户, 真正实现做市场, 而不是搭茅台的顺风车赚快钱。我们预计下半年随着供应量增加, 批价大幅上涨可能性不大, 公司也不会容忍价格过快上涨, 但终端货源紧张状况可能会持续到年底。
- **投资建议: 高增速可看三年, 估值切换有望提前, 继续强烈推荐。** 公司在股东大会上, 对行业未来的积极判断, 彰显公司对自身未来发展的信心, 也验证我们对公司未来三年盈利高增长的预测, 维持前期预测17-18年EPS17.05、22.46元, 业绩的确定及稳定, 有望估值切换提前实现, 按照18年22倍PE, 维持目标价500元, 继续强烈推荐。
- **风险提示: 终端需求不及预期。**

- **17年预算：费用增幅较大，税收影响有望下降。**公司的2017年预算公告中显示，预计17年收入同比增长20%，营业成本增长49%左右，销售费用增长106%，营业税金及附加增长5%。成本及费用的增加，主要是公司积极推广系列酒销售，2016年系列酒销售23亿，17年目标43亿，同比接近翻番，我们认为，公司推广系列酒政策布局长远，一季度开始在全国各地招商，效果有待观察。不过系列酒的消费客户和销售模式，与飞天茅台相差很大，消费者在100-300元价格带有很多选择，系列酒销售需要更强的渠道管理能力，期待公司能强化管理，循序渐进，销售费用有较高的使用效率，招募适合系列酒品牌的经销商，避免系列酒由飞天茅台经销商顺带做，没有形成动销，而是形成库存的情况。

图 1：贵州茅台股东大会外景



资料来源：实地调研、招商证券

图 2：贵州茅台股东大会现场



资料来源：实地调研、招商证券

图 3：贵州茅台股东大会现场购酒



资料来源：实地调研、招商证券

图 4：贵州茅台股东大会现场购酒



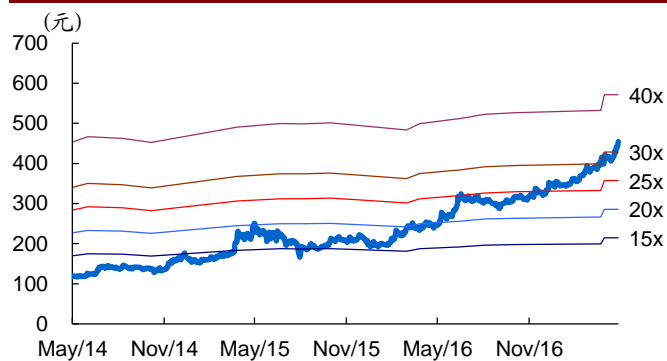
资料来源：实地调研、招商证券

表 1、贵州茅台单季度利润表与年度利润表

单位: 百万元	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	2015	2016
一、营业总收入	7425	7549	9713	10251	8487	8795	12622	13913	33447	40155
二、营业总成本	2481	2406	3849	3048	2929	3406	6506	5123	11292	15889
其中: 营业成本	586	581	791	765	710	750	1185	1177	2538	3410
营业税金及附加	637	728	1278	1181	1025	1418	2885	1973	3449	6509
营业费用	349	343	550	170	217	268	1026	852	1485	1681
管理费用	907	765	1220	905	955	927	1401	1122	3813	4187
财务费用	-13	-33	-15	-3	-9	11	-32	-29	-67	-33
资产减值损失	1	0	-1	3	3	0	7	-5	-1	12
公允价值变动收益	14	21	26	27	29	32	35	33	74	123
三、其他经营收益	3	1	0	0	0	0	0	0	4	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	0	0	0	0	0	0	4	0
四、营业利润	4947	5143	5864	7203	5558	5389	6116	8790	22159	24266
加: 营业外收入	0	0	4	4	1	3	0	2	5	9
减: 营业外支出	0	131	28	0	0	120	196	37	162	316
五、利润总额	4947	5013	5839	7207	5559	5273	5920	8755	22002	23958
减: 所得税	1211	1251	1511	1995	1393	1320	1319	2210	5547	6027
六、净利润	3736	3762	4328	5212	4165	3953	4600	6545	16455	17931
减: 少数股东损益	213	226	250	323	252	290	348	422	952	1212
七、归属母公司净利润	3523	3536	4078	4889	3913	3663	4253	6123	15503	16718
EPS	3.09	3.10	3.57	4.28	3.43	3.21	3.72	5.36	12.34	14.64
<b>主要比率</b>										
毛利率	92.1%	92.3%	91.9%	92.5%	91.6%	91.5%	90.6%	91.5%	92.4%	91.5%
主营税金率	8.6%	9.7%	13.2%	11.5%	12.1%	16.1%	22.9%	14.2%	10.3%	16.2%
营业费率	4.7%	4.5%	5.7%	1.7%	2.6%	3.0%	8.1%	6.1%	4.4%	4.2%
管理费率	12.2%	10.1%	12.6%	8.8%	11.2%	10.5%	11.1%	8.1%	11.4%	10.4%
营业利润率	66.6%	68.1%	60.4%	70.3%	65.5%	61.3%	48.5%	63.2%	66.3%	60.4%
实际税率	24.5%	24.9%	25.9%	27.7%	25.1%	25.0%	22.3%	25.2%	25.2%	25.2%
净利率	47.5%	46.8%	42.0%	47.7%	46.1%	41.6%	33.7%	44.0%	46.4%	41.6%
<b>YoY</b>										
收入增长率	5.6%	-0.1%	-3.3%	17.0%	14.3%	16.5%	30.0%	35.7%	3.4%	20.1%
营业利润增长率	0.6%	1.5%	-13.6%	16.1%	12.3%	4.8%	4.3%	22.0%	0.3%	9.5%
净利润增长率	0.2%	2.1%	-12.4%	12.0%	11.1%	3.6%	4.3%	25.2%	1.0%	7.8%

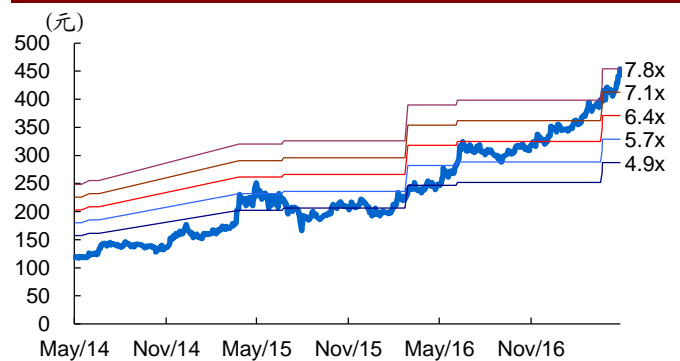
资料来源: 公司报表

图 5: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台（600519）—加速的报表，进击的市值》2017-04-25
- 2、《贵州茅台（600519）—崇本守道，匠心名品》2017-04-20
- 3、《贵州茅台（600519）—开启 6000 亿新征途》2017-04-16



附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	65005	90181	117891	148060	181157
现金	36801	66855	88212	108636	133124
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8579	818	519	669	868
应收款项	0	0	0	0	0
其它应收款	48	77	100	129	167
存货	18013	20622	26466	35216	42752
其他	1563	1808	2594	3410	4246
<b>非流动资产</b>	21297	22754	22904	23547	24165
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11416	14453	14994	15984	16913
无形资产	3582	3532	3179	2861	2575
其他	6299	4769	4731	4701	4677
<b>资产总计</b>	<b>86301</b>	<b>112935</b>	<b>140794</b>	<b>171607</b>	<b>205322</b>
<b>流动负债</b>	20052	37020	52829	67773	80645
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	881	1041	1600	2129	2585
预收账款	8262	17541	26975	35893	43574
其他	10909	18439	24254	29752	34487
<b>长期负债</b>	16	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	16	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	<b>20067</b>	<b>37036</b>	<b>52845</b>	<b>67789</b>	<b>80661</b>
股本	1256	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	61295	70263	80761	94584	112740
少数股东权益	2308	3004	4558	6603	9290
归属于母公司所有者权益	63926	72894	83392	97215	115371
<b>负债及权益合计</b>	<b>86301</b>	<b>112935</b>	<b>140794</b>	<b>171607</b>	<b>205322</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	17436	37451	33704	36712	45262
净利润	15503	16718	21422	28208	37052
折旧摊销	0	0	1350	1357	1382
财务费用	0	0	(78)	(98)	(121)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	9457	5198	4262
其它	1933	20733	1552	2046	2688
<b>投资活动现金流</b>	(2049)	(1103)	(1500)	(2000)	(2000)
资本支出	0	0	(1500)	(2000)	(2000)
其他投资	(2049)	(1103)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(5588)	(8335)	(10847)	(14287)	(18774)
借款变动	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(10925)	(14385)	(18895)
其他	(5588)	(8335)	78	98	121
<b>现金净增加额</b>	<b>9800</b>	<b>28014</b>	<b>21357</b>	<b>20425</b>	<b>24487</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	33447	40155	51890	66890	86789
营业成本	2538	3410	5244	6978	8471
营业税金及附加	3449	6509	8411	10174	13200
营业费用	1485	1681	2120	2800	3633
管理费用	3813	4187	4996	6039	7835
财务费用	(67)	(33)	(78)	(98)	(121)
资产减值损失	(1)	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	22159	24266	30940	40665	53337
营业外收入	5	9	9	9	9
营业外支出	162	316	250	250	250
<b>利润总额</b>	22002	23958	30699	40424	53096
所得税	5547	6027	7723	10170	13358
<b>净利润</b>	16455	17931	22976	30254	39738
少数股东损益	952	1212	1553	2045	2687
<b>归属于母公司净利润</b>	15503	16718	21422	28208	37052
<b>EPS (元)</b>	12.34	13.31	17.05	22.46	29.50

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3.8%	20.1%	29.2%	28.9%	29.7%
营业利润	0.3%	9.5%	27.5%	31.4%	31.2%
净利润	1.0%	7.8%	28.1%	31.7%	31.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	92.4%	91.5%	89.9%	89.6%	90.2%
净利率	46.4%	41.6%	41.3%	42.2%	42.7%
ROE	24.3%	22.9%	25.7%	29.0%	32.1%
ROIC	24.9%	23.9%	26.3%	29.2%	31.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	23.3%	32.8%	37.5%	39.5%	39.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.4	2.2	2.2	2.2
速动比率	2.3	1.9	1.7	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	14734.3	349174.			
应付帐款周转率	3.2	3.5	4.0	3.7	3.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	12.34	13.31	17.05	22.46	29.50
每股经营现金	13.88	29.81	26.83	29.22	36.03
每股净资产	50.89	58.03	66.38	77.39	91.84
每股股利	6.17	6.79	8.70	11.45	15.04
<b>估值比率</b>					
PE	36.8	34.1	26.6	20.2	15.4
PB	8.9	7.8	6.8	5.9	4.9
EV/EBITDA	10.4	9.5	7.4	5.7	4.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳：**食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜：**食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中研研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰：**数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。