

公司研究/中报点评

2017年07月27日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 473.87
合理价格区间(元): 528.75~571.05

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

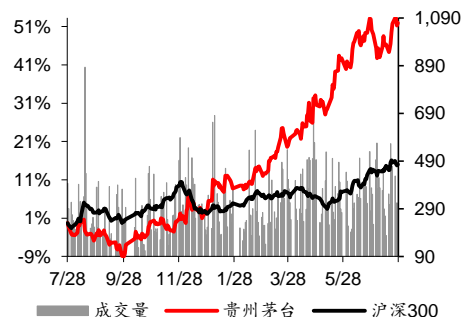
贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《贵州茅台(600519,买入): 补库存周期来临, 业绩超预期增长》2017.04
- 2《贵州茅台(600519,买入): 收入创新高, 消费税拖累净利率》2017.04
- 3《贵州茅台(600519): 业绩增长确定性最高的白酒标的》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

估值切换比以往时候来的更早一些

贵州茅台(600519)

贵州茅台 17H1 收入+33.11%; 归母净利润同比+27.81%

贵州茅台于2017年7月27日晚间公布2017年半年报, 2017年上半年公司实现营业收入241.90亿元, 同比增长33.11%; 实现归属于上市公司股东的净利润112.51亿元, 同比增长27.81%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润112.80亿元, 同比增长28.20%。Q2末预收账款规模177.80亿元, 季度环比小幅下降6.36%。中期业绩基本符合我们此前的预期。

飞天茅台着眼长远: 通过控价稳定品牌在大众消费的市场群众基础

贵州茅台在17Q2严控飞天茅台价格的快速上涨, 将终端指导零售价限制在1300元左右, 希望借此稳固自身在高端白酒市场的绝对领导地位。我们认为与潜在竞品拉开约20%的价格差距已经足以向消费者群体传递清晰的品牌价值定位(目前价格差距约为65%), 过大的价格差距并不利于贵州茅台消费者群体的培育, 亦无益于公司的中长期的可持续发展。贵州茅台本轮针对存在违规行为的经销商的严厉处罚是扩大茅台在高端白酒消费群体中品牌号召力和忠诚度的正确之举。

大品牌时代来临, 系列酒亮眼: 17H1 收入 25.49 亿元, 超过去年全年

茅台系列酒2017年上半年收入25.49亿元, 已经超过去年全年的21.27亿元。出于市场下沉, 渠道下沉的需求, 茅台在酱香系列酒上的投入持续加大(17H1销售费用同比+255.91%)。从目前来看, 完成2017年全年计划43亿元收入压力不大, 有望冲击50亿元。我们认为本轮白酒行业的景气度上行体现出的一个重要特点是品牌见长的企业表现尤为强势, 因此茅台酱香系列酒在与地产酒争夺区域市场的战斗中有独特的品牌力优势, 我们看好茅台系列酒的快速增长的持续性。

消费税影响逐步淡出, 利润增速逐步向收入增速靠拢

贵州茅台Q2的营业税金及附加的同比增速为41.08%, 较Q1的67.14%相比有较大幅度的下降。起始于2015年末的白酒消费税政策调整对茅台的影响开始逐渐淡化, 体现在报表端就是利润增速和收入增速之间的差异开始明显收窄(Q2收入+36.45%, 净利+31.03%; Q1收入+35.73%, 净利+25.24%)。

比较优势明显, Q3 估值切换可期, 维持“买入”评级

高端白酒业绩的高确定性可能会使得今年白酒板块估值切换的时间点提前, 催化剂则是Q3中秋节旺季的产品销售情况。贵州茅台是一线白酒中业绩增长最为确定, 受到潜在的消费税调整因素冲击最小的标的, 有望最早实现估值切换。我们维持盈利预测不变, 预计贵州茅台2017-2019年EPS分别为17.23元, 21.15元和24.29元, 考虑潜在的产品提价, 给予2018年25~27倍PE估值, 目标价范围上调至528.75元~571.05元, 维持“买入”评级。

风险提示: 高端白酒需求不达预期; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
52周内股价区间(元)	288.41-484.68
总市值(百万元)	595,274
总资产(百万元)	118,979
每股净资产(元)	62.90

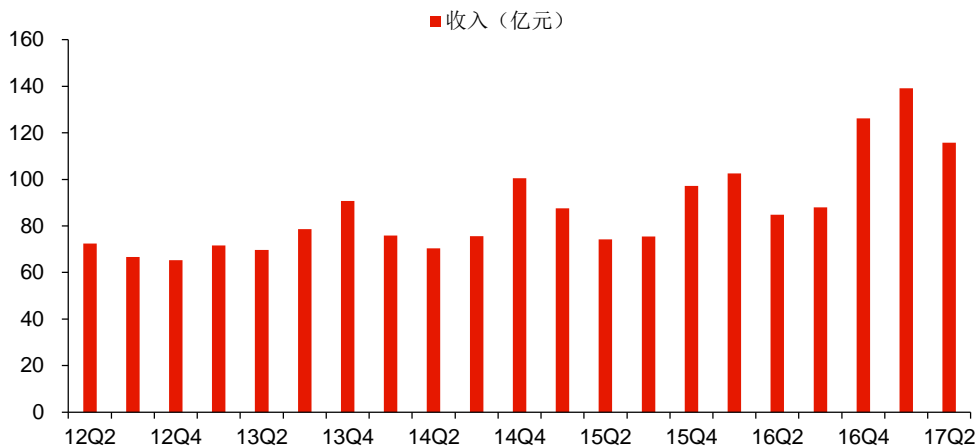
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,447	40,155	53,947	65,901	75,965
+/-%	3.82	20.06	34.35	22.16	15.27
归属母公司净利润(百万元)	15,503	16,718	21,643	26,564	30,509
+/-%	1.00	7.84	29.46	22.74	14.85
EPS(元, 最新摊薄)	12.34	13.31	17.23	21.15	24.29
PE(倍)	38.40	35.61	27.50	22.41	19.51

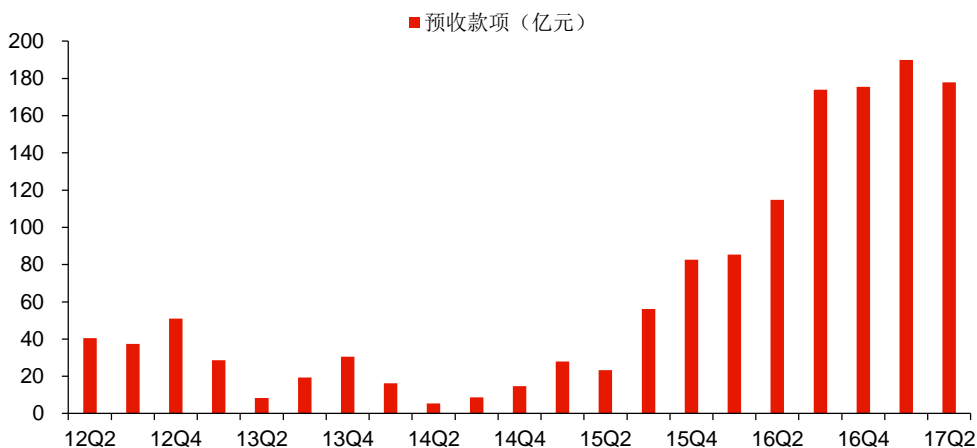
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 贵州茅台季度收入情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

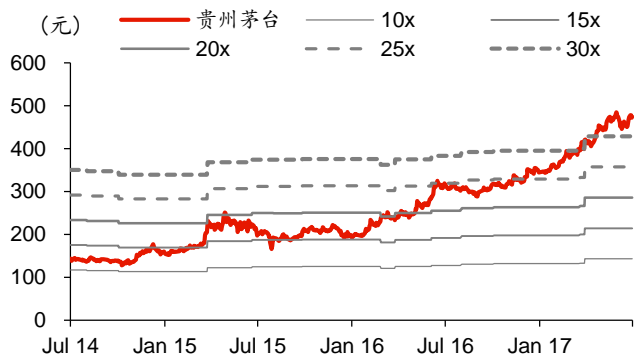
图表2： 贵州茅台预收款项情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

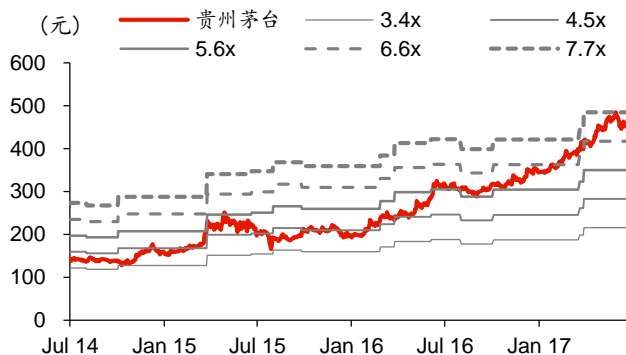
PE/PB - Bands

图表3： 贵州茅台历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4： 贵州茅台历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	65,005	90,181	147,532	145,886	246,504
现金	36,801	66,855	99,803	86,486	182,315
应收账款	0.23	0.00	0.86	0.47	0.58
其他应收账款	48.22	77.23	105.17	116.80	142.95
预付账款	1,478	1,046	3,219	3,402	3,930
存货	18,013	20,622	38,036	46,927	53,005
其他流动资产	8,664	1,580	6,368	8,955	7,109
非流动资产	21,297	22,754	21,401	20,499	19,532
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	11,416	14,453	13,555	12,655	11,755
无形资产	3,582	3,532	3,401	3,270	3,140
其他非流动资产	6,299	4,769	4,445	4,573	4,637
资产总计	86,301	112,935	168,933	166,385	266,036
流动负债	20,052	37,020	69,982	39,114	106,192
短期借款	0.00	0.00	38,383	0.00	62,165
应付账款	880.98	1,041	1,860	2,284	2,633
其他流动负债	19,171	35,980	29,738	36,830	41,393
非流动负债	15.57	15.57	15.94	15.75	15.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.57	15.57	15.94	15.75	15.78
负债合计	20,067	37,036	69,998	39,130	106,207
少数股东权益	2,308	3,004	4,399	6,154	8,218
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	61,089	69,853	91,906	118,470	148,979
归属母公司股	63,926	72,894	94,537	121,102	151,610
负债和股东权益	86,301	112,935	168,933	166,385	266,036

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	17,436	37,451	(5,339)	25,156	33,856
净利润	16,455	17,931	23,037	28,319	32,573
折旧摊销	848.15	934.19	988.23	989.06	989.19
财务费用	(67.27)	(33.18)	164.18	129.72	232.84
投资损失	(3.87)	0.00	(2.32)	(2.06)	(1.46)
营运资金变动	471.36	19,162	(29,906)	(4,203)	86.46
其他经营现金	(267.03)	(542.83)	379.20	(78.13)	(23.61)
投资活动现金	(2,049)	(1,103)	73.20	38.75	40.79
资本支出	2,061	1,019	0.00	0.00	0.00
长期投资	35.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	47.68	(83.32)	73.20	38.75	40.79
筹资活动现金	(5,588)	(8,335)	38,213	(38,511)	61,932
短期借款	(62.55)	0.00	38,383	(38,383)	62,165
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	114.20	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,640)	(8,335)	(169.72)	(128.13)	(232.71)
现金净增加额	9,783	28,014	32,948	(13,317)	95,830

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,447	40,155	53,947	65,901	75,965
营业成本	2,538	3,410	5,837	7,160	8,318
营业税金及附加	3,449	6,509	8,745	10,682	12,313
营业费用	1,485	1,681	2,486	2,907	3,344
管理费用	3,813	4,187	5,625	6,872	7,921
财务费用	(67.27)	(33.18)	164.18	129.72	232.84
资产减值损失	(0.54)	12.33	4.07	5.29	7.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.87	0.00	2.32	2.06	1.46
营业利润	22,159	24,266	31,089	38,147	43,830
营业外收入	4.82	8.55	8.55	8.55	8.55
营业外支出	162.10	316.30	316.30	316.30	316.30
利润总额	22,002	23,958	30,781	37,839	43,522
所得税	5,547	6,027	7,744	9,519	10,949
净利润	16,455	17,931	23,037	28,319	32,573
少数股东损益	951.91	1,212	1,394	1,755	2,064
归属母公司净利润	15,503	16,718	21,643	26,564	30,509
EBITDA	22,940	25,167	32,241	39,265	45,052
EPS (元)	12.34	13.31	17.23	21.15	24.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.82	20.06	34.35	22.16	15.27
营业利润	0.25	9.51	28.12	22.70	14.90
归属母公司净利润	1.00	7.84	29.46	22.74	14.85
获利能力 (%)					
毛利率	92.41	91.51	89.18	89.13	89.05
净利率	46.35	41.63	40.12	40.31	40.16
ROE	24.25	22.94	22.89	21.94	20.12
ROIC	58.24	248.85	64.60	72.65	86.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.25	32.79	41.43	23.52	39.92
净负债比率 (%)	0	0	54.83	0	58.53
流动比率	3.24	2.44	2.11	3.73	2.32
速动比率	2.34	1.88	1.56	2.53	1.82
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.40	0.38	0.39	0.35
应收账款周转率	5,445	11,715	9,399	8,376	9,325
应付账款周转率	3.20	3.55	4.02	3.46	3.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	12.34	13.31	17.23	21.15	24.29
每股经营现金流(最新摊薄)	13.88	29.81	(4.25)	20.03	26.95
每股净资产(最新摊薄)	50.89	58.03	75.26	96.40	120.69
估值比率					
PE (倍)	38.40	35.61	27.50	22.41	19.51
PB (倍)	9.31	8.17	6.30	4.92	3.93
EV_EBITDA (倍)	23.16	21.12	16.48	13.53	11.80

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com