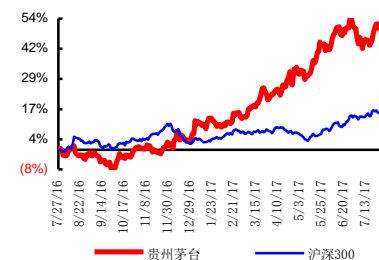


贵州茅台(600519)/饮料制造
不断超越, 奋勇前行
评级: 买入(维持)
市场价格: 473.87
目标价格: 576.9
分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001
电话: 021-20315138
Email: fanjs@r.qlzq.com.cn
联系人: 龚小乐
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	473.87
市值(百万元)	595,274
流通市值(百万元)	595,274

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 贵州茅台(600519.SH)_一季报点评: 业绩加速增长, 估值有待提升
- 2 信息越来越对称的时代, 茅台估值有望进一步提升
- 3 贵州茅台(600519.SH)_年报点评: 国酒威风尽显, 酱香之龙飞天

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,446.86	40,155.08	52,389.43	64,426.60	77,084.07
增长率 yoy%	3.82%	20.06%	30.47%	22.98%	19.65%
净利润	15,503.09	16,718.36	21,246.09	27,147.98	32,900.41
增长率 yoy%	1.00%	7.84%	27.08%	27.78%	21.19%
每股收益(元)	12.34	13.31	16.91	21.61	26.19
每股现金流量	13.88	29.81	7.01	27.19	31.76
净资产收益率	24.25%	22.94%	25.08%	26.83%	27.07%
P/E	17.68	25.11	28.02	21.93	18.09
PEG	17.70	3.20	1.03	0.79	0.85
P/B	4.29	5.76	6.02	5.04	4.19

备注:

投资要点

- **事件: 贵州茅台公布 2017 年中报, 报告期内公司实现营业收入 241.90 亿元, 同比增长 33.11%; 归属于上市公司股东的净利润 112.51 亿元, 同比增长 27.81%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润 112.80 亿元, 同比增长 28.20%, 基本每股收益 8.96 元, 同比增长 27.81%。**
- **收入和利润均超预期, 强劲增长持续得到验证。17Q2 公司实现营业收入 108.81 亿元, 同比增长 32.95%, 环比微降 0.29pct; 淡季继续保持快速增长势头。分产品来看, H1 茅台酒收入 216.27 亿元, 同比增长 23.77%, 系列酒收入 25.49 亿元, 同比大幅增长 268.89%, 酱香系列酒营销力度加大和“5+5”市场策略的有效实施效果显著, 报告期内经销商增加 350 个, 数量环比增长 15%, 我们认为主要是系列酒开拓市场广泛招商贡献。17Q2 公司实现净利润 51.28 亿元, 同比增长 31.03%, 环比提高 5.79pct, 我们认为利润增速略慢于收入增速主要是销售费用投入明显加大所致。17H1 消费税与收入占比为 10.8%, 同比提升 1.61pct, 已达到合理征收水平, 基于去年下半年消费税基持续上调形成的高基数, 我们认为全年来看消费税对利润增速影响料将逐季减弱。17Q2 公司预收账款为 177.80 亿元, 环比下降 6.36%, 主要是公司取消跨月打款政策所致, 大量预收款仍为后续增长提供充足蓄水池。**
- **毛利率有所下降, 销售费用率大幅提高。17H1 公司毛利率为 89.62%, 同比下降 2.26pct, 其中 Q2 毛利率为 87.74%, 同比下降 3.58pct, 主要是低端系列酒高速增长所致。17H1 公司期间费用率为 13.95%, 同比提高 1.65pct; 其中销售费用率为 5.41%, 同比提高 3.34pct, 主要是公司加大广告宣传以及强化系列酒市场拓展力度; 管理费用率为 7.97%, 同比下降 1.95pct, 主要是管理效率提升以及管理费用中部分科目调至税金及附加中核算引起; 财务费用率为-0.15%, 同比下降 0.08pct。17H1 公司净利率为 49.79%, 同比下降 1.81pct, 主要是系列酒更快增长拉低了盈利水平。17H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 8.26 亿元, 同比大幅下降 86.61%, 主要是客户存款和同业存放款明显减少和支付税费大幅提高所致, 我们认为客户存款减少是公司短期应对旺盛需求改变打款节奏引起, 税费提高核心是消费税征收比例在提升, 这两方面因素仅是影响短期季度数据, 中长期来看公司现金流仍将持续优秀。**
- **先行指标生肖酒价格依旧坚挺, 飞天茅台提价预期尚未落地, 业绩加速增长依旧值得期待。基于茅台酒具备独特的投资属性, 我们认为更为稀缺的**

茅台生肖酒价格走势是观察景气度的绝佳先行指标，目前鸡年生肖酒价格维持在 2000 元左右，淡季一批价依旧持续上行，渠道库存相当紧俏，尚未出现价格拐头趋势。尽管 Q2 厂家控制飞天茅台价格红线，但市场价格表现已是名存实无，目前一批价基本在 1350 元以上，下半年旺季加大发货量亦将不会引起批价发生大幅波动。展望明年，飞天茅台提价已具备良好的渠道基础，若提价落地将推动公司业绩加速增长。

- **中长期来看，我们认为茅台酒总体供应偏紧，未来 2-3 年公司收入复合增速可达 20% 以上。**对于未来茅台酒的供需格局，我们认为未来三年每年可新增茅台酒约 2000 吨（年复合增速约 7%），根据目前消费升级趋势和渠道低库存水平，我们判断茅台已进入补库存周期，未来三年茅台酒每年可新增消费量 10% 左右，即 2017-2019 年茅台酒供应量总体偏紧，中长期价格上行趋势确立，唯有通过提价来实现量价均衡。考虑到价格上行的平滑，我们判断未来 2-3 年公司收入复合增速可达 20% 以上。
- **投资建议：目标价 576.9 元，维持“买入”评级。**我们上调盈利预测，预计公司 2017-19 年营业收入分别为 523.89.00/644.27/770.84 亿元，增速分别为 30.47%/22.98%/19.65%，2017-19 年净利润分别为 212.46/271.48/329.00 亿元，增速分别为 27.08%/27.78%/21.19%，对应 EPS 分别为 16.91/21.61/26.19 元/股。给予 12 个月目标价 576.9 元，对应 2018 年 26.7 倍 PE。
- **风险提示：限制三公消费力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。**

图表 1：贵州茅台三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	32,217	33,447	40,155	52,389	64,427	77,084	货币资金	27,711	36,801	66,855	73,384	96,123	123,395
增长率	4.19%	3.8%	20.1%	30.5%	23.0%	19.6%	应收账款	1,933	8,627	895	5,617	6,700	7,045
营业成本	-2,398	-2,613	-3,533	-5,345	-6,085	-6,872	存货	14,982	18,013	20,622	30,846	35,050	39,272
%销售收入	7.4%	7.8%	8.8%	10.2%	9.4%	8.9%	其他流动资产	2,945	1,563	1,808	3,626	3,566	3,912
毛利	29,819	30,834	36,622	47,044	58,342	70,212	流动资产	47,571	65,005	90,181	113,473	141,440	173,624
%销售收入	92.6%	92.2%	91.2%	89.8%	90.6%	91.1%	%总资产	72.2%	75.3%	79.9%	82.7%	85.4%	87.7%
营业税金及附加	-2,789	-3,449	-6,509	-8,120	-9,664	-11,563	长期投资	64	29	29	29	29	29
%销售收入	8.7%	10.3%	16.2%	15.5%	15.0%	15.0%	固定资产	13,798	16,312	17,199	18,230	18,792	19,167
营业费用	-1,675	-1,485	-1,681	-3,929	-4,188	-5,010	%总资产	20.9%	18.9%	15.2%	13.3%	11.4%	9.7%
%销售收入	5.2%	4.4%	4.2%	7.5%	6.5%	6.5%	无形资产	3,588	3,781	3,720	3,592	3,503	3,395
管理费用	-3,378	-3,813	-4,187	-4,977	-6,121	-7,323	非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,657	24,130	24,397
%销售收入	10.5%	11.4%	10.4%	9.5%	9.5%	9.5%	%总资产	27.8%	24.7%	20.1%	17.3%	14.6%	12.3%
息税前利润（EBIT）	21,977	22,087	24,245	30,018	38,370	46,316	资产总计	65,873	86,301	112,935	137,130	165,570	198,022
%销售收入	68.2%	66.0%	60.4%	57.3%	59.6%	60.1%	短期借款	63	0	0	0	0	0
财务费用	123	67	33	1,402	1,695	2,195	应付账款	3,416	10,566	20,306	20,164	26,618	32,305
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-2.7%	-2.6%	-2.8%	其他流动负债	7,066	9,486	16,714	27,170	30,058	33,569
资产减值损失	0	1	-12	0	0	0	流动负债	10,544	20,052	37,020	47,334	56,676	65,604
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	2	2	1	其他长期负债	18	16	16	16	16	16
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	10,562	20,067	37,036	47,349	56,691	65,619
营业利润	22,103	22,159	24,266	31,422	40,066	48,513	普通股股东权益	53,430	63,926	72,894	84,719	101,189	121,527
营业利润率	68.6%	66.3%	60.4%	60.0%	62.2%	62.9%	少数股东权益	1,881	2,308	3,004	5,062	7,690	10,875
营业外收支	-221	-157	-308	-243	-250	-257	负债股东权益合计	65,873	86,301	112,935	137,130	165,570	198,022
税前利润	21,882	22,002	23,958	31,179	39,816	48,255	比率分析						
利润率	67.9%	65.8%	59.7%	59.5%	61.8%	62.6%							
所得税	-5,613	-5,547	-6,027	-7,875	-10,040	-12,170	每股指标						
所得税率	25.7%	25.2%	25.2%	25.3%	25.2%	25.2%	每股收益(元)	13.441	12.341	13.309	16.913	21.611	26.190
净利润	16,269	16,455	17,931	23,304	29,776	36,085	每股净资产(元)	46.787	50.888	58.028	67.441	80.552	96.742
少数股东损益	920	952	1,212	2,058	2,628	3,185	每股经营现金净流(元)	11.062	13.880	29.813	7.010	27.188	31.758
归属于母公司的净利润	15,350	15,503	16,718	21,246	27,148	32,900	每股股利(元)	0.000	0.000	6.787	7.500	8.500	10.000
净利率	47.6%	46.4%	41.6%	40.6%	42.1%	42.7%	回报率						
							净资产收益率	28.73%	24.25%	22.94%	25.08%	26.83%	27.07%
							总资产收益率	23.30%	17.96%	14.80%	15.49%	16.40%	16.61%
							投入资本收益率	59.20%	56.18%	201.29%	137.08%	225.46%	385.78%
							增长率						
							营业总收入增长率	4.19%	3.82%	20.06%	30.47%	22.98%	19.65%
							EBIT增长率	3.45%	0.50%	9.77%	23.81%	27.82%	20.71%
							净利润增长率	2.17%	1.00%	7.84%	27.08%	27.78%	21.19%
							总资产增长率	18.82%	31.01%	30.86%	21.42%	20.74%	19.60%
							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	2,041.2	2,304.9	1,995.7	2,106.3	2,102.5	2,086.0
							应付账款周转天数	75.5	111.0	99.3	99.2	101.2	100.2
							固定资产周转天数	107.1	118.9	117.6	104.6	91.3	81.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-81.74%	-88.28%	-93.20%
							EBIT利息保障倍数	-178.4	-328.4	-730.8	-21.4	-22.6	-21.1
							资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	34.53%	34.24%	33.14%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。