

# 贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

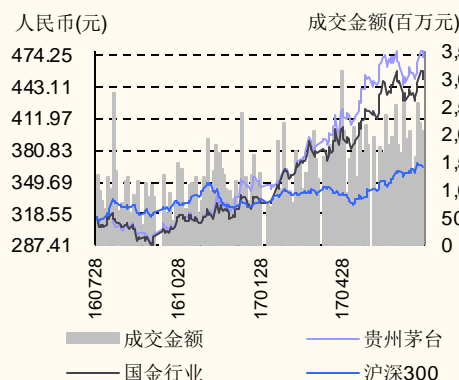
市场价格(人民币)：473.87元

## Q2 维持高速增长，龙头向上趋势不变

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)	595,274.45
年内股价最高最低(元)	477.96/288.41
沪深 300 指数	3712.19
上证指数	3249.78



### 相关报告

- 《业绩再超预期，高端复苏最确定品种-贵州茅台公司点评》，2017.4.25
- 《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	16.546	19.496	22.802
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.74	75.51	85.78
每股经营性现金流(元)	13.87	29.80	13.96	23.09	21.07
市盈率(倍)	18.63	25.11	28.64	24.31	20.78
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%	24.32%	17.83%	16.96%
净资产收益率(%)	23.02%	22.94%	24.79%	25.82%	26.58%
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

贵州茅台公布 2017 年半年报，报告期内公司实现营业收入 241.90 亿元，同比+33.11%；实现归母净利润 11.25 亿元，同比+27.81%，折合 EPS8.96 元。Q2 单季度实现营业收入 108.81 亿元，同比+32.95%；实现归母净利润 51.28 亿元，同比+31.03%。预收账款 177.80 亿元，环比 Q1 末的 189.88 亿元小幅减少 12.08 亿元，亦符合市场判断。

### 经营分析

- **收入增速略超市场预期，预收款余额环比 Q1 末小幅减少：**H1 茅台酒实现收入 216.27 亿元，同比增长 23.77%；Q2 单季度茅台酒实现收入 92.61 亿元。估算来看，财报口径下，茅台酒（包含非标茅台）上半年确认收入对应销量约 1.3 万吨左右，其中 Q1 约 7500 吨、Q2 约 5500 吨。H1 系列酒实现收入 25.49 亿元，同比增长 269%，超市场预期，超 16 年全年规模；Q2 单季度系列酒实现收入 16.14 亿，环比 Q1 旺季的 9.35 亿提速显著。去年 43 亿目标任务完成几乎无压力，50 亿力争目标完成概率也较大（下半年数据一般都略高于上半年）。整体看收入端实现 241.09 亿元，同比增长 33.11%，Q2 增速与 Q1 基本一致，略好于市场大部分预期。从市场跟踪来看，Q2 实际发货量应少于 5500 吨，确认销售量高于实际发货量，因此 Q2 末预收账款环比 Q1 末减少了约 12.08 亿元至 177.80 亿元。这一预收款额对应茅台酒的量约为 700-750 吨，扣减后和 Q2 市场实际出货量则基本匹配。由于茅台今年实施了严格的预收款发货制度（经销商打款后一个月内必须发货），因此公司接受经销商预收款并不激进，在 Q2 整体控货的大背景下，预收款的减少也符合我们前期报告中一直强调的“Q2 放水”的判断。
- **系列酒占比大幅提升拉低毛利率，消费税率环比未见显著提升：**上半年系列酒实现超高速增长，尤其是二季度相比一季度提速更加显著（Q1 系列酒占收入比重约 7%，Q2 大幅上升提升至 14.8%，相比 16 年的 5.5%提升显著），半年收入超 16 年全年，增速显著高于茅台酒业务 23.77%的增速，因此也小幅拉低公司上半年整体毛利率同比下降 2.26ppt 至 89.62%。Q2 单季度销售毛利率 87.74%，这也是近十年来的第二低水平（07Q3 的 85.05%为近十年最低）。税金及附加金额/营业收入方面，相比 Q1 的 14.83%，Q2 降至 13.29%。上半年消费税累计缴纳 26.13 亿元，占收入比为 10.80%，这一水平同比去年 H2 的 16.55%显著降低。虽然无法拆分 Q1/Q2 单季度消费

税，但由于总体税金及附加金额/收入比重 Q2 环比 Q1 仍下行，因此 Q2 消费税金额环比大幅攀升的可能性并不存在。Q2 整体期间费用率为 12.33%，环比、同比均有小幅改善（环比-2.29ppt，同比-1.36ppt），其中大部分来自于管理费用率的降低。得益于 17Q2 期间费用率与税金及附加比率均出现环比走低，叠加 Q2 毛利率的下降影响（环比-2.26ppt），Q2 单季度净利率环比 Q1 提升约 1.36ppt 至 50.54%，因此在两个季度增速接近持平的情况下，Q2 单季度归母净利润约 31% 的增速高于 Q1 的约 25%。

- **下半年批价博弈局面更加复杂，出货加速符合可持续发展：**茅台批价上行周期中，批价“淡季不淡”是常态属性。自 16 年年初以来，茅台批价涨幅接近 600 元达到目前实际的 1400 元左右，在茅台主动管控的大背景下用了约一年半时间。而上一轮同样涨幅仅用了约一年时间，因此厂家主动管控、平滑周期在一定程度上是起效的，尤其是在管控加强的今年春节后。Q2 出货量实际低于先前预期的原因，我们判断是厂商于淡季更加倚重行政手段而旺季则必须通过发货实现平抑批价，因此下半年出货加速是必然事件。由于目前飞天批价实质上已超过企业限价，因此下半年批价博弈局面将更加复杂，从可持续发展角度而言厂商平抑批价过快上涨的态度不会发生改变，但飞天批价周期向上的方向短期内也同样不可能发生逆转。

### 投资建议

- **维持买入评级，高端复苏最确定品种：**我们上调此前盈利预测，在不考虑提价的基础上，预计 17-19 年公司营业收入分别为 515 亿元、610 亿元、707 亿元，同比增长 28%、18%、16%，EPS 分别为 16.55 元、19.50 元、22.80 元，同比增长 24%、18%、17%，目前股价对应 PE 为 29X/24X/21X，维持“买入”评级，给予目标价 545 元，对应 18 年 PE28X。

### 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>31,574</b>	<b>32,660</b>	<b>40,155</b>	<b>51,544</b>	<b>61,038</b>	<b>70,724</b>	货币资金	27,711	36,801	66,855	72,800	86,560	95,452
增长率		3.4%	23.0%	28.4%	18.4%	15.9%	应收款项	1,933	8,627	895	1,181	1,399	1,621
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,398</b>	<b>-2,612</b>	<b>-3,533</b>	<b>-5,154</b>	<b>-6,165</b>	<b>-7,178</b>	存货	14,982	18,013	20,622	24,007	28,713	33,434
% 销售收入	7.6%	8.0%	8.8%	10.0%	10.1%	10.2%	其他流动资产	2,945	1,563	1,808	2,258	2,551	2,845
<b>毛利</b>	<b>29,176</b>	<b>30,047</b>	<b>36,622</b>	<b>46,389</b>	<b>54,873</b>	<b>63,545</b>	流动资产	47,571	65,005	90,181	100,246	119,223	133,352
% 销售收入	92.4%	92.0%	91.2%	90.0%	89.9%	89.9%	% 总资产	72.2%	75.3%	79.9%	81.1%	83.4%	84.7%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2,789</b>	<b>-3,449</b>	<b>-6,509</b>	<b>-8,299</b>	<b>-9,827</b>	<b>-11,387</b>	长期投资	64	29	29	34	34	34
% 销售收入	8.8%	10.6%	16.2%	16.1%	16.1%	16.1%	固定资产	13,829	16,332	17,260	17,871	18,386	18,802
<b>营业费用</b>	<b>-1,675</b>	<b>-1,485</b>	<b>-1,681</b>	<b>-2,157</b>	<b>-2,576</b>	<b>-2,999</b>	% 总资产	21.0%	18.9%	15.3%	14.5%	12.9%	11.9%
% 销售收入	5.3%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	3,588	3,781	3,720	3,653	3,595	3,542
<b>管理费用</b>	<b>-3,378</b>	<b>-3,813</b>	<b>-4,187</b>	<b>-5,237</b>	<b>-6,287</b>	<b>-7,285</b>	非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,304	23,760	24,124
% 销售收入	10.7%	11.7%	10.4%	10.2%	10.3%	10.3%	% 总资产	27.8%	24.7%	20.1%	18.9%	16.6%	15.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>21,334</b>	<b>21,300</b>	<b>24,245</b>	<b>30,697</b>	<b>36,183</b>	<b>41,875</b>	<b>资产总计</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>112,935</b>	<b>123,550</b>	<b>142,983</b>	<b>157,477</b>
% 销售收入	67.6%	65.2%	60.4%	59.6%	59.3%	59.2%	短期借款	63	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>123</b>	<b>67</b>	<b>33</b>	<b>35</b>	<b>40</b>	<b>46</b>	应付款项	3,416	10,566	20,306	26,865	31,861	36,935
% 销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	其他流动负债	7,066	9,486	16,714	8,154	9,584	4,122
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	10,544	20,052	37,020	35,020	41,445	41,057
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	18	16	16	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>10,562</b>	<b>20,067</b>	<b>37,036</b>	<b>35,020</b>	<b>41,445</b>	<b>41,058</b>
<b>营业利润</b>	<b>21,460</b>	<b>21,372</b>	<b>24,266</b>	<b>30,732</b>	<b>36,223</b>	<b>41,921</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>53,430</b>	<b>63,926</b>	<b>72,894</b>	<b>83,841</b>	<b>94,862</b>	<b>107,752</b>
营业利润率	68.0%	65.4%	60.4%	59.6%	59.3%	59.3%	少数股东权益	1,881	2,308	3,004	4,690	6,675	8,667
<b>营业外收支</b>	<b>-221</b>	<b>-157</b>	<b>-308</b>	<b>-160</b>	<b>-200</b>	<b>-240</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>65,873</b>	<b>86,301</b>	<b>112,935</b>	<b>123,550</b>	<b>142,983</b>	<b>157,477</b>
<b>税前利润</b>	<b>21,239</b>	<b>21,215</b>	<b>23,958</b>	<b>30,572</b>	<b>36,023</b>	<b>41,681</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	67.3%	65.0%	59.7%	59.3%	59.0%	58.9%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-5,613</b>	<b>-5,547</b>	<b>-6,027</b>	<b>-8,101</b>	<b>-9,546</b>	<b>-11,045</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.4%	26.1%	25.2%	26.5%	26.5%	26.5%	每股收益	12.878	11.715	13.309	16.546	19.496	22.802
<b>净利润</b>	<b>15,626</b>	<b>15,668</b>	<b>17,931</b>	<b>22,470</b>	<b>26,477</b>	<b>30,636</b>	每股净资产	46.787	50.888	58.028	66.742	75.515	85.776
少数股东损益	920	952	1,212	1,685	1,986	1,991	每股经营现金净流	11.058	13.875	29.804	13.960	23.094	21.073
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>14,707</b>	<b>14,716</b>	<b>16,718</b>	<b>20,785</b>	<b>24,491</b>	<b>28,644</b>	每股股利	4.374	4.374	6.171	7.672	10.723	12.541
净利率	46.6%	45.1%	41.6%	40.3%	40.1%	40.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	27.52%	23.02%	22.94%	24.79%	25.82%	26.58%
							总资产收益率	22.33%	17.05%	14.80%	16.82%	17.13%	18.19%
							投入资本收益率	28.35%	23.75%	23.91%	25.49%	26.19%	26.44%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	2.11%	3.44%	22.95%	28.36%	18.42%	15.87%
							EBIT增长率	0.59%	-0.16%	13.83%	26.61%	17.87%	15.73%
							净利润增长率	-1.88%	0.06%	13.61%	24.32%	17.83%	16.96%
							总资产增长率	18.79%	31.01%	30.86%	9.40%	15.73%	10.14%
							<b>资产管理能力</b>						
							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	106.0	92.0	81.0
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-82.23%	-85.25%	-81.99%
							EBIT利息保障倍数	-173.2	-316.7	-730.8	-879.2	-908.2	-920.3
							资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	28.34%	28.99%	26.07%

来源: 公司公告, 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	1	4	4	4	20
增持	2	5	5	5	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.56	1.56	1.56	1.29

来源：朝阳永续

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。

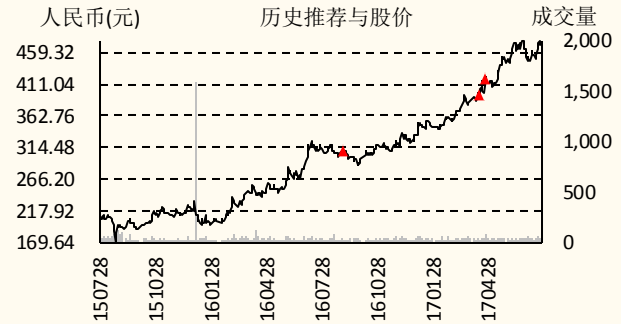
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
4	2017-04-25	买入	398.55	N/A

来源：国金证券研究所



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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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