

2017年07月27日

贵州茅台 (600519.SH)

需求强劲，业绩释放水到渠成

事件：贵州茅台披露 2017 年半年报，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净利润 112.51 亿元，同比增长 27.81%，每股收益 8.96 元。上半年金融业收入 13.04 亿元，同比大幅增长 131.03%，系财务公司业务收入增加。2 季度收入增速和一季度旺季保持一致，利润增速提升，有所超预期。

■供需缺口 vs. 价格管理，业绩释放水到渠成。2Q 消费税率环比再度下降，我们在年报里提到的“消费税迷雾”在 1、2 季度持续消散。1、2 季度酒类营收增速均超过 30%，上半年茅台酒销售收入增速约 24%，属近年来最快水平，反映了市场需求的强劲和公司发货的积极性，这种积极性一方面来自 2017 年度可销售成品酒供应相对充足，另一方面来自财务报表修复完成（主要指预收款），第三方面来自价格管理需要。收入确认相对积极导致消费税为主的营业税金及附加占收入比例回落。从我们的“母公司和合并报表”营业成本分析框架下，凡是母公司营业成本低于合并报表营业成本季度，当季营业税金率较低（见正文表 1），这一差异主要体现公司发货控制意愿，1、2 季度母公司营业成本均低于合并报表营业成本，扭转了 2016 年 4 季度母公司营业成本大幅高于合并报表的情形，而白酒消费税征收恰恰和母公司生产环节即母公司营业成本确认关系直接，这导致 2017 年 1 季度营业税金率 14.18%，较 2016 年 4 季度的 16.21% 明显降低，2 季度营业税金率环比继续下降至 12.49%。

■预收款余额小幅回落不改茅台需求强劲之事实，茅台价格仍在走高。2 季度末预收款余额 177.80 亿元，环比小幅减少 12 亿元，主要系公司接受订单打款政策变化影响和增强发货确认所致。由于 2 季度淡季特征不明显，茅台酒总体供给偏紧，批价仍上行，近期茅台批价 1450-1500，较 1 季度有显著提升。

■预判 2019 年前茅台供给形势不会逆转，趋势向好，业绩确定性强。依据基酒-成品酒规律，2017 年之后茅台酒供应增幅显著放缓，供给继续偏紧，进入出厂价提升期，业绩保障度仍高。

■投资建议：调高目标价至 580 元，预测 2017-2018 年每股收益分别为 17.65 元和 22.18 元，目标价相当于 2018 年 26 倍的动态市盈率。

■风险提示：高端酒产能不足风险、估值波动风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	33,446.9	40,155.1	51,502.9	61,664.5	72,407.0
净利润	15,503.1	16,718.4	22,174.1	27,868.5	33,773.6
每股收益(元)	12.34	13.31	17.65	22.18	26.89
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.17	76.60	88.97
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.4	35.6	26.8	21.4	17.6
市净率(倍)	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3
净利润率	46.4%	41.6%	43.1%	45.2%	46.6%
净资产收益率	24.3%	22.9%	26.7%	29.0%	30.2%
股息收益率	1.3%	1.4%	1.9%	2.5%	3.1%
ROIC	61.8%	64.7%	337.9%	182.6%	183.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

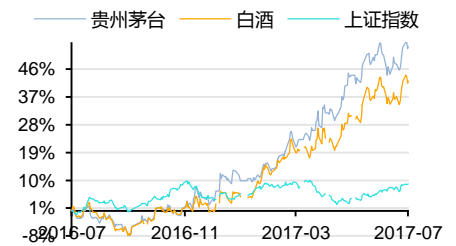
维持评级

6 个月目标价：580.00 元
股价 (2017-07-27) 473.87 元

交易数据

总市值(百万元)	595,274.45
流通市值(百万元)	595,274.45
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12 个月价格区间	288.41/484.68 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.65	10.67	47.27
绝对收益	-0.63	14.14	53.81

苏铖

分析师

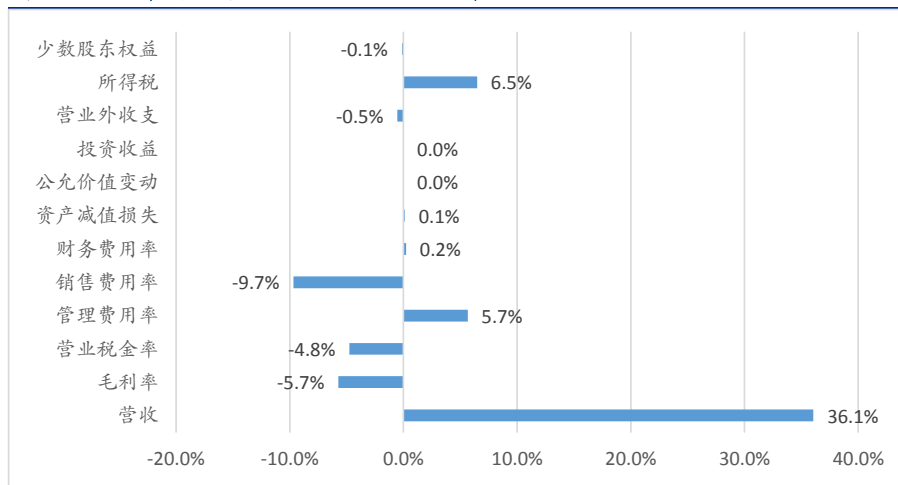
SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

- 贵州茅台：消费税迷雾如期消散，全年盈利增速预期上调/苏铖 2017-04-24
- 贵州茅台：消费税迷雾年内消散，民族蓝筹市值空间看好/苏铖 2017-04-16
- 贵州茅台：解读李保芳最新讲话：预期引导和调控手段俱佳/苏铖 2017-03-05
- 贵州茅台：强劲真实需求驱动增长，估值空间打开/苏铖 2016-10-31
- 贵州茅台：独步高端白酒，赚钱效应突出/苏铖 2016-08-28

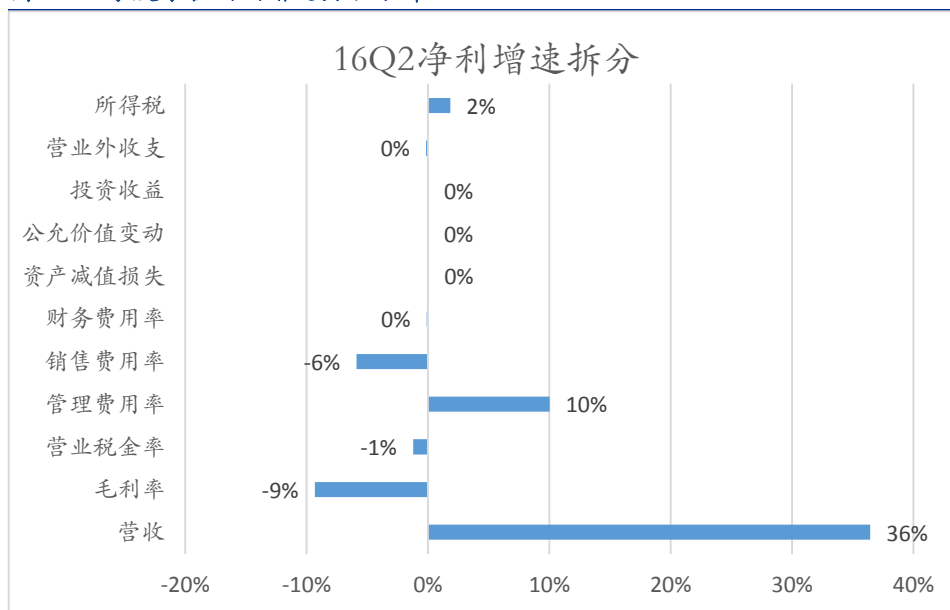
收入增长提速，营业税金率环比改善

图 1：上半年贵州茅台利润增速贡献分解



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：2 季度茅台利润增速贡献分解



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

供需缺口 vs. 价格管理，业绩释放水到渠成。2Q 消费税率环比再度下降，我们在年报里提到的“消费税迷雾”在 1、2 季度持续消散。1、2 季度酒类营收增速均超过 30%，上半年茅台酒销售收入增速约 24%，属近年来最快水平，反映了市场需求的强劲和公司发货的积极性，这种积极性一方面来自 2017 年度可销售成品酒供应相对充足，另一方面来自财务报表修复完成（主要指预收款），第三方面来自价格管理需要。收入确认相对积极导致消费税为主的营业税金及附加占收入比例回落。从我们的“母公司和合并报表”营业成本分析框架下，我们认为白酒消费税征税和销售确认有差异，消费税为生产环节征收，参考母公司报表更直观，对照母公司营业成本和合并报表营业成本，凡是母公司营业成本低于合并报表营业成本季度，当季营业税金率较低，在我们分析框架中，这一差

异主要体现公司发货节奏的控制意愿，1、2 季度母公司营业成本均低于合并报表营业成本，扭转了 2016 年 4 季度母公司营业成本大幅高于合并报表的情形，而白酒消费税征收恰恰和母公司生产环节即母公司营业成本确认关系直接，这导致 2017 年 1 季度营业税金率 14.18%，较 2016 年 4 季度的 16.21% 明显降低，2 季度营业税金率环比继续下降至 12.49%。

表 1：从营业成本分析角度看公司收入确认节奏和市场需求实况

(人民币, 百万)	2Q2015	3Q2015	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017
母公司报表	607.5	660.6	1,054.8	619.7	706.0	848.3	1,838.9	1,121.6	1,104.3
合并报表	586.1	581.2	791.3	765.0	710.4	750.0	1,184.7	1,177.0	1,334.2
母公司报表/合并报表(%)	103.7%	113.7%	133.3%	81.0%	99.4%	113.1%	155.2%	95.3%	82.8%
解读	不太积极	不太积极	不太积极	被动较积极	被动较积极	不太积极	不积极	被动积极	被动积极
预收款余额	减少	增加	增加	增加	增加	增加	增加	增加	减少
销售市场形势判断	平稳	转好	转好	转好	良好	紧缺	紧俏	紧俏	紧俏

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,446.9	40,155.1	51,502.9	61,664.5	72,407.0	成长性					
减:营业成本	2,538.3	3,410.1	4,735.2	5,508.8	6,105.6	营业收入增长率	3.8%	20.1%	28.3%	19.7%	17.4%
营业税费	3,449.2	6,508.9	6,952.9	8,016.4	9,050.9	营业利润增长率	0.3%	9.5%	30.8%	25.5%	21.0%
销售费用	1,485.0	1,681.1	3,347.7	2,774.9	2,896.3	净利润增长率	1.0%	7.8%	32.6%	25.7%	21.2%
管理费用	3,812.9	4,187.2	4,738.3	5,549.8	6,154.6	EBITDA 增长率	0.9%	9.9%	29.4%	25.2%	20.9%
财务费用	(67.3)	(33.2)	(31.8)	(30.6)	(29.4)	EBIT 增长率	0.6%	9.9%	30.2%	25.5%	21.1%
资产减值损失	(0.5)	12.3	12.3	12.3	12.3	NOPLAT 增长率	1.1%	9.8%	30.8%	25.5%	21.1%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	4.8%	-75.0%	132.3%	20.7%	-0.2%
投资和汇兑收益	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	19.7%	14.6%	15.2%	16.9%	17.2%
营业利润	22,159.0	24,265.6	31,748.4	39,832.8	48,216.7	利润率					
加:营业外净收支	(157.3)	(307.7)	(245.2)	(245.2)	(245.2)	毛利率	92.4%	91.5%	90.8%	91.1%	91.6%
利润总额	22,001.7	23,957.9	31,503.2	39,587.7	47,971.5	营业利润率	66.3%	60.4%	61.6%	64.6%	66.6%
减:所得税	5,546.7	6,027.2	7,938.8	9,976.1	12,088.8	净利润率	46.4%	41.6%	43.1%	45.2%	46.6%
净利润	15,503.1	16,718.4	22,174.1	27,868.5	33,773.6	EBITDA/营业收入	68.8%	63.0%	63.5%	66.4%	68.4%
						EBIT/营业收入	66.3%	60.7%	61.6%	64.5%	66.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	117	116	107	99	91
货币资金	36,800.7	66,855.0	69,638.7	80,903.3	98,410.9	流动营业资本周转天数	94	(25)	(69)	(29)	(21)
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	606	696	647	589	582
应收账款	48.4	77.2	154.7	84.3	193.5	应收账款周转天数	1	1	1	1	1
应收票据	8,578.9	817.6	858.4	1,027.7	1,206.8	存货周转天数	178	173	152	134	122
预付账款	1,477.7	1,046.1	1,058.4	1,022.7	937.9	总资产周转天数	819	893	809	732	709
存货	18,013.3	20,622.3	22,751.1	23,155.6	26,028.3	投资资本周转天数	295	157	82	105	98
其他流动资产	85.3	762.4	423.9	593.1	508.5	投资回报率					
可供出售金融资产	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	ROE	24.3%	22.9%	26.7%	29.0%	30.2%
持有至到期投资	0.0	0.0	20.0	6.7	8.9	ROA	19.1%	15.9%	19.9%	22.4%	23.4%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	61.8%	64.7%	337.9%	182.6%	183.1%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	11,416.6	14,453.2	16,162.1	17,665.4	18,835.7	销售费用率	4.4%	4.2%	6.5%	4.5%	4.0%
在建工程	4,895.2	2,745.6	2,621.9	2,535.3	2,124.7	管理费用率	11.4%	10.4%	9.2%	9.0%	8.5%
无形资产	3,582.5	3,531.7	3,451.9	3,372.0	3,292.1	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	1,354.2	1,933.7	1,418.2	1,547.3	1,611.6	三费/营业收入	15.6%	14.5%	15.6%	13.5%	12.5%
资产总额	86,301.5	112,934.5	118,625.4	131,981.6	153,233.5	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	23.3%	32.8%	26.3%	22.6%	21.8%
应付账款	2,304.1	2,765.2	4,417.5	3,855.2	5,359.9	负债权益比	30.3%	48.8%	35.6%	29.1%	28.0%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.24	2.44	3.05	3.59	3.80
其他流动负债	17,747.6	34,255.2	26,738.3	25,899.2	28,099.3	速动比率	2.34	1.88	2.32	2.81	3.03
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	(329.52)	(734.15)	(995.87)	(1301.82)	(1641.75)
其他非流动负债	15.6	15.6	16.3	15.8	15.9	分红指标					
负债总额	20,067.3	37,036.0	31,172.0	29,770.3	33,475.2	DPS(元)	6.17	6.79	9.18	11.76	14.52
少数股东权益	2,308.2	3,004.4	4,325.2	5,984.9	7,996.1	分红比率	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%
股本	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	股息收益率	1.3%	1.4%	1.9%	2.5%	3.1%
留存收益	62,464.5	71,228.4	81,872.0	94,970.2	110,506.0						
股东权益	66,234.2	75,898.5	87,453.4	102,211.3	119,758.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	12.34	13.31	17.65	22.18	26.89
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	50.89	58.03	66.17	76.60	88.97
净利润	16,455.0	17,930.6	22,174.1	27,868.5	33,773.6	PE(X)	38.4	35.6	26.8	21.4	17.6
加:折旧和摊销	848.1	934.2	994.6	1,163.1	1,320.2	PB(X)	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3
资产减值准备	(0.5)	12.3	0.0	0.0	0.0	P/FCF	42.1	15.8	46.2	24.3	17.6
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	17.8	14.8	11.6	9.7	8.2
财务费用	0.0	0.0	(31.8)	(30.6)	(29.4)	EV/EBITDA	10.4	14.0	16.2	12.7	10.2
投资损失	(3.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	21.6%	26.0%	13.1%	21.6%	26.0%
少数股东损益	951.9	1,212.3	1,390.3	1,747.1	2,117.1	PEG	1.8	1.4	2.0	1.0	0.7
营运资金的变动	2,551.1	25,123.3	(7,269.5)	(2,167.7)	649.0	ROIC/WACC	5.6	5.8	30.4	16.4	16.5
经营活动产生现金流量	17,436.3	37,451.2	17,257.7	28,580.5	37,830.5	REP	1.5	8.6	1.1	1.6	1.6
投资活动产生现金流量	(2,048.8)	(1,102.5)	(2,496.2)	(2,488.7)	(2,008.8)						
融资活动产生现金流量	(5,588.0)	(8,334.5)	(11,977.7)	(14,827.1)	(18,314.2)						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034