

2017年7月28日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

525

贵州茅台(600519.SH)

BUY 买入

2017H1 纯利增 28%，预收款依然保持在高水平

结论与建议：

茅台 2017 年上半年纯利同比增长 28%，同时预收款依然保持在高水平。茅台作为国酒，目前已经甩开了其他竞争对手，我们坚定看好其长期的发展趋势和品牌价值。目前股价对应 2017 年和 2018 年 PE 分别为 28 倍和 23 倍，维持买入投资评级。

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2017/7/28)	483.92		
上证指数(2017/7/28)	3253.24		
股价 12 个月高/低	485.35/283.28		
总发行股数(百万)	1256.20		
A 股数(百万)	1256.20		
A 市值(亿元)	6078.99		
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (61.99%)		
每股净值(元)	53.41		
股价/账面净值	9.06		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	3.9	18.0	56.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-04-25	398.55	买入
2017-04-17	395.45	买入

产品组合

茅台酒	96.6%
系列酒	3.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.2%
一般法人	73.0%

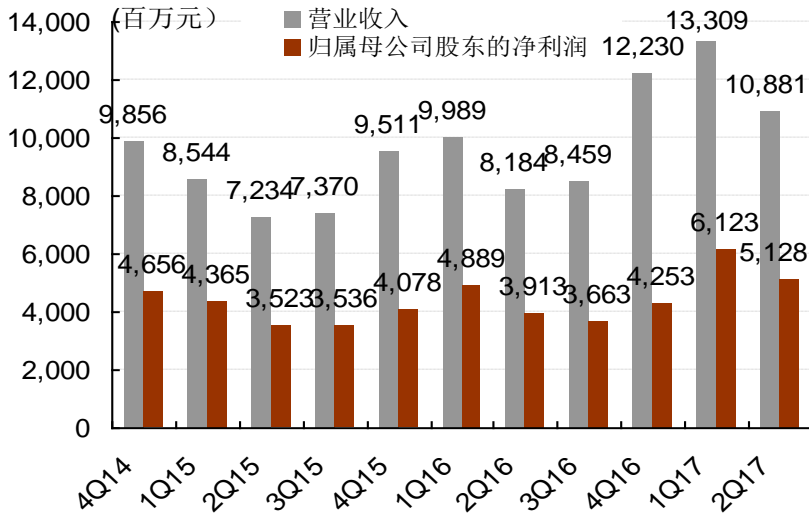
股价相对大盘走势



- 2017 年上半年贵州茅台实现营业收入 254.94 亿元，同比增长 36%；实现营业利润 161.24 亿元，同比增长 26.36%；实现归属于母公司所有者的净利润 112.51 亿元，同比增长 27.81%。对应每股收益 8.96 元。上半年茅台酒营收同比增长 24%至 216.27 亿元。由于上半年系列酒营收同比增长 269%至 25.49 亿元，带动营收占比上升至 10.5%，而去年同期仅为 3.8%，使上半年综合毛利率同比下降约 2 个百分点至 90.15%，但仍处于高水平。第二季度末预收帐款为 177.8 亿元，相比 1Q 末下降 12.08 亿元但仍处于很高的位置。
- 上半年直销渠道实现收入 24.51 亿元，批发渠道实现收入 217.24 亿元；国内经销商数量为 2681 家，同比增加 350 家；国外经销商 89 家，同比增加 4 家。销量方面，上半年公司共生产茅台酒及系列酒基酒 42,198.18 吨。
- 分季度看，2Q 实现营业收入 115.8 亿元，同比增长 36.5%；实现归属于母公司所有者的净利润 51.28 亿元，同比增长 31%。
- 从零售价格看，当前高端白酒销售状况良好。茅台的零售价虽然明令不得超过 1299 元/瓶，但目前市场部分渠道需要预定和市场预期涨价的心理因素叠加，资源十分紧俏。泸州老窖和五粮液今年以来均已连续两次提高出厂价。由于公司不希望零售价格出现过大的涨幅，因此我们判断公司下半年仍会对零售价格继续进行管控。
- 公司 2017 年茅台酒基酒产量计划 4 万吨以上；茅台酒和系列产品计划销量 5 万吨左右，其中茅台酒 2.6 万吨左右（我们估算同比增长 10%-15%）。根据茅台公布的过去 6 年的总基酒产量数据，计算出年均复合增长率为 10.7%，因此我们预计茅台酒未来几年产量年均自然增长率可以保持在 10%以上。2017 年系列酒的销售目标是 50 亿元，从上半年完成情况来看达成目标的概率极大。
- 综上，鉴于公司表示 2017 年以稳价为主，我们暂不考虑出厂价提高对利润的贡献，但为了尽量保持零售价格不出现过大幅度的涨幅会适度放量，且公司预收帐款相当充裕，略上调公司盈利预测，预计公司 2017、2018 年将实现净利润 213.84 亿元和 257.69 亿元，分别同比增长 28%和增长 21%，对应的 EPS 为 17 元和 20.51 元。

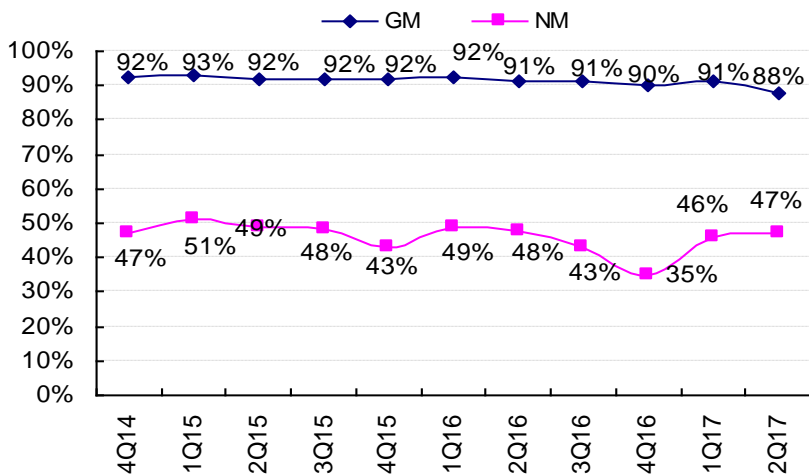
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15137	15350	15503	16718	21384	25769
同比增减	%	13.74	1.41	1.00	7.84	27.91	20.50
每股盈余 (EPS)	RMB 元	14.58	13.44	12.34	13.31	17.02	20.51
同比增减	%	13.73	-7.81	-8.18	7.84	27.91	20.50
市盈率 (P/E)	X	32.50	35.26	38.40	35.61	27.84	23.10
股利 (DPS)	RMB 元	4.37	4.37	6.17	6.79	8.51	10.26
股息率 (Yield)	%	0.92	0.92	1.30	1.43	1.80	2.16

图 1: 贵州茅台分季度营收和净利润变动表 单位: 百万元



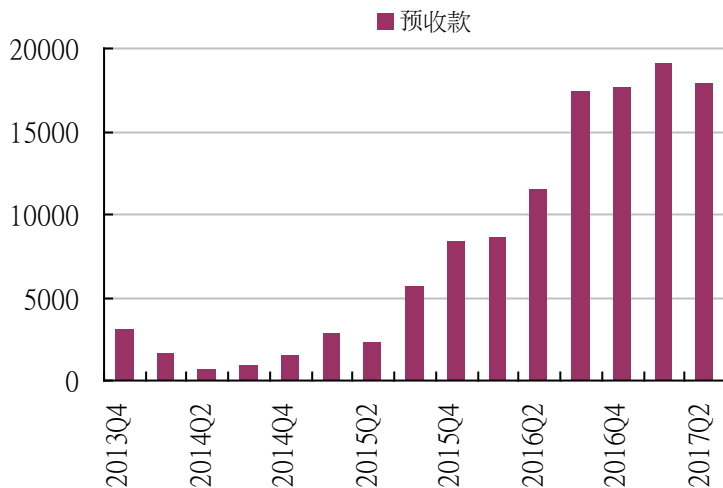
数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 2: 贵州茅台分季度毛利率和净利润率变动表 单位: %



数据来源: 公司公告, 群益证券整理

图 3: 贵州茅台分季度末预收帐款变动表 单位: 百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	51221	60085	51221	60085	51221	60085
经营成本	3865	4538	3865	4538	3865	4538
营业税金及附加	8686	10600	8686	10600	8686	10600
销售费用	3006	3087	3006	3087	3006	3087
管理费用	4970	5903	4970	5903	4970	5903
财务费用	-54	-702	-54	-702	-54	-702
资产减值损失	-3	0	-3	0	-3	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	30682	36658	30682	36658	30682	36658
营业外收入	10	8	10	8	10	8
营业外支出	235	11	235	11	235	11
利润总额	30457	36655	30457	36655	30457	36655
所得税	7632	9530	7632	9530	7632	9530
少数股东损益	1440	1356	1440	1356	1440	1356
归属于母公司所有者的净利润	21384	25769	21384	25769	21384	25769

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	25185	27711	36801	66855	94615	127275
应收账款	1	4	0	0	0	0
存货	11837	14982	18013	20622	21653	22736
流动资产合计	41932	47571	65005	90181	116269	150011
长期股权投资	4	0	1	2	2	2
固定资产	8523	10376	11416	14453	15176	15935
在建工程	456	3422	4895	2746	2608	2478
非流动资产合计	13523	18302	21297	22754	29580	38454
资产总计	55454	65873	86301	112935	145849	188465
流动负债合计	11307	10544	20052	37020	59239	88968
非流动负债合计	18	18	16	16	17	19
负债合计	11325	10562	20067	37036	59257	88986
少数股东权益	1507	1881	2308	3004	3906	5077
股东权益合计	44129	55312	66234	75899	86592	99479
负债及股东权益合计	55454	65873	86301	112935	145849	188465

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	12655	12633	17436	37451	40977	48068
投资活动产生的现金流量净额	-5339	-4580	-2049	-1103	-2526	-2526
筹资活动产生的现金流量净额	-7386	-5041	-5588	-8335	-10690	-12882
现金及现金等价物净增加额	-70	3005	9783	28014	27760	32659

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。