

贵州茅台(600519)

2017年07月28日

上半年无量业绩优异，下半年放量+低基数业绩加速增长

投资评级：买入（维持）

证券分析师 马浩博

执业证书编号：

S0600515090002

021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

证券分析师 周恺锴

执业证书编号：

S0600514070001

021-60199762

zhoukk@dwzq.com.cn

事件：贵州茅台公布半年报，17H1 实现营收 241.9 亿，归母净利 112.5 亿，扣非后净利 112.8 亿，同比分别增 33.1%、27.8%和 28.2%，EPS 为 8.96 元。

投资要点：

■ **收入增长符合预期，系列酒高速增长。** 1) 17H1 公司茅台酒收入 216.2 亿，同比+24%。我们认为公司 17H1 收入的增长体现了市场需求带来的旺盛动销。草根调研，预计上半年飞天茅台发货量在 1.1-1.2 万吨，同比持平或略有下滑；生肖酒、年份酒和高端定制酒放量带动茅台酒收入增长。2) 17H1 系列酒实现收入 25.5 亿，同比+269%，完成全年 43 亿目标过半的任务。上半年系列酒通过招商和打造样板市场布局，下半年有望通过“建网络、抓陈列、搞品鉴”进行市场渠道精耕，加强产品动销。

■ **实际发货减少带来现金流量和预收款环比降低。** 1) 17H1 公司销售商品、提供劳务收到的现金 281.5 亿，期末预收款 177.8 亿，仍然维持高位。2) 17H1 经营活动产生的现金流净额 69.35 亿，同比减 49%，其中 Q2 销售商品、提供劳务收到的现金 107.6 亿，环比 Q1 下降 66.3 亿为主要原因。3) Q2 当期预收款下降 12.1 亿。预计主要因素为上半年飞天茅台实际发货量的减少和茅台经销商打款政策的改变。上半年特别是春节后茅台供应紧张，虽然 6 月随着茅台基酒的成熟开始逐步加大市场投放，但仍然影响了二季度茅台放量。茅台也主动调整了经销商打款政策，经销商提前一个月打款，也主动减少了经销商资金占用情况。

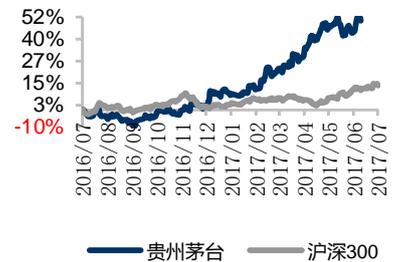
■ **系列酒费用投放逐步稳定，税金影响同比减弱，Q2 净利增速超预期。** Q2 净利增速 31%，超市场预期。主要考虑 1) 销售费用投放趋于稳定。 Q2 销售费用 5.3 亿，同比 142%，主要由于加大系列酒投入导致。公司系列酒二季度收入 16.1 亿稳定放量，费用投放趋于稳定。Q2 销售费用率 4.5%，规模效应下环比 Q1 销售费用率 6.1%，下降 1.6pct。2) Q2 税金及附加比率 12.5%，同比略增 0.4pct，环比下降 1.7pct。 考虑主要由于季度间消费税和收入确认环节的不匹配，下半年将逐步确认补缴。茅台消费税 16 年开始已按照规定比例上缴，预计 17 年全年税金比率将逐步恢复到正常水平，税金增加的同比基数影响因素将逐步消除。

■ **旺季来临加大投放，供需格局不改仍处上升周期：**草根调研，目前大部分经销商执行到 6 月配额，供需矛盾未改，批价突破 1400 元，终端仍然缺货严重。我们认为厂商面临经销商囤货、惜售等市场投机行为，严控终端希望茅台酒投放能够到消费者手中。同时下半年旺季来临，厂家将加大投放力度，我们预计下半年发货 1.5 万吨，全年 2.6 万吨目标放量无忧。但在高端白酒景气不断提升周期中，整体供需格局仍未改变，预计放量后一批价格回落幅度有限。未来不排除茅台 18 年提高出厂价格，兑现涨价预期，重新分配厂家和渠道、终端利益。

■ **盈利预测与投资建议：**考虑到茅台二季度淡季以及上半年基酒紧张、发货量不足的情况下，上半年收入利润依然加速增长，预计下半年加大市场投放量，整体收入和利润超预期已是大概率事件。我们上调了 17-19 年 EPS 为 17.10、22.94、28.18 元，同比增 29%、34%、23%，最新股价对应 PE 分别为 28、21、17 倍。考虑高端酒行业的持续增长和茅台品牌的稀缺和不可替代性，维持“买入”评级

■ **风险提示：**宏观经济增长低预期，系列酒增长不达预期，茅台基酒产能不足。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	483.92
一年最低/最高价	283.3/485.4
市净率(倍)	7.19
流通 A 股市值(百万元)	592,461

基础数据

每股净资产(元)	60.20
资本负债率(%)	34.32
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万)	1,256

相关研究

1. 茅台超预期的意义，超越了白酒本身 -20170425
2. 国酒飘香，挡不住的持续成长 -20170417
3. 贵州茅台：需求强劲，16 年收入超预期，17 年业绩规划高 -20161228
4. 贵州茅台：需求强劲增长，稳健收益可期 -20161031
5. 贵州茅台：最强白酒品牌，业绩大超预期 -20160829

图表 1: 贵州茅台三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	90180.5	102933.1	126346.9	150997.7	营业收入	40155.1	53529.0	67935.9	79401.9
现金	66855.0	64882.6	81222.3	99564.3	营业成本	3410.1	5025.9	5892.6	6686.6
应收款项	894.9	2202.3	2795.1	3266.8	营业税金及附加	6508.9	9099.9	11549.1	13498.3
存货	20622.3	32753.1	38401.4	43575.5	营业费用	1681.1	3479.4	4212.0	4764.1
其他	1808.5	3095.1	3928.1	4591.1	管理费用	4187.2	5765.8	7317.6	8552.6
非流动资产	22754.0	22832.4	22835.9	22754.2	财务费用	-33.2	-988.0	-1095.8	-1355.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	17198.8	17394.9	17512.2	17540.5	其他	-135.4	0.0	0.0	0.0
无形资产	3531.7	3414.0	3300.2	3190.2	营业利润	24265.6	31146.1	40060.3	47256.2
其他	2023.5	2023.5	2023.5	2023.5	营业外净收支	-307.7	50.0	50.0	50.0
资产总计	112934.5	125765.5	149182.8	173751.9	利润总额	23957.9	31196.1	40110.3	47306.2
流动负债	37020.4	37974.2	46243.2	53091.4	所得税费用	6027.2	7848.2	10090.8	11901.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	1212.3	1867.8	1200.8	0.0
应付账款	1040.6	1599.5	1836.8	2106.2	归属母公司净利润	16718.4	21480.0	28818.7	35405.1
其他	35979.8	36374.7	44406.5	50985.3	EBIT	24367.8	30158.0	38964.5	45900.3
非流动负债	15.6	15.6	15.6	15.6	EBITDA	25291.0	31815.2	40774.6	47825.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	15.6	15.6	15.6	15.6	每股收益(元)	13.31	17.10	22.94	28.18
负债总计	37036.0	37989.8	46258.8	53107.0	每股净资产(元)	58.03	66.59	78.07	92.18
少数股东权益	3004.4	4130.5	4854.4	4854.4	发行在外股份(百万股)	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2
归属母公司股东权益	72894.1	83645.3	98069.6	115790.5	ROIC(%)	25.7%	34.5%	53.5%	64.0%
负债和股东权益总计	112934.5	125765.5	149182.8	173751.9	ROE(%)	22.9%	25.7%	29.4%	30.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	91.5%	90.6%	91.3%	91.6%
经营活动现金流	37451.2	10089.8	32547.8	37869.9	EBIT Margin(%)	60.7%	56.3%	57.4%	57.8%
投资活动现金流	-1102.5	-1333.3	-1813.6	-1843.8	销售净利率(%)	41.6%	40.1%	42.4%	44.6%
筹资活动现金流	-8334.5	-10728.9	-14394.4	-17684.2	资产负债率(%)	32.8%	30.2%	31.0%	30.6%
现金净增加额	28014.3	-1972.4	16339.8	18341.9	收入增长率(%)	20.1%	33.3%	26.9%	16.9%
折旧和摊销	41239.8	3162.9	23358.7	26121.6	净利润增长率(%)	7.8%	28.5%	34.2%	22.9%
营运资本变动	90180.5	60934.1	73034.7	86257.6	P/E	35.61	27.71	20.66	16.81
企业自由现金流	41239.8	8331.4	30353.5	34973.9	P/B	8.17	7.12	6.07	5.14

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>