

强烈推荐-A (维持)

贵州茅台 600519.SH

目标估值: 640.0 元
当前股价: 540.06 元
2017 年 10 月 10 日

短看业绩高增，来年量价齐升，上调目标价至 640 元

基础数据

| | |
|-------------|---------------|
| 上证综指 | 3383 |
| 总股本 (万股) | 125620 |
| 已上市流通股 (万股) | 125620 |
| 总市值 (亿元) | 6784 |
| 流通市值 (亿元) | 6784 |
| 每股净资产 (MRQ) | 60.2 |
| ROE (TTM) | 25.3 |
| 资产负债率 | 34.3% |
| 主要股东 | 中国贵州茅台酒厂 (集团) |
| 主要股东持股比例 | 61.99% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《贵州茅台 (600519) — 淡季仍强劲, 全年更可期》2017-07-28
- 2、《贵州茅台 (600519) — 乐观开放显自信, 国酒文化妙生花》2017-05-24
- 3、《贵州茅台 (600519) — 加速的报表, 进击的市值》2017-04-25

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李晓峥

021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn
S1090517080003

近期草根调研显示, 公司三季度发货量同比增长 40% 以上, 叠加产品升级及系列酒因素, 收入增速有望更快, 同时公司运用云商平台等手段, 成功平抑终端价格, 化解公司最大风险。无论是短期报表的增速, 还是未来良性发展, 都再超市场预期。展望来年, 出货量仍增长空间, 考虑基酒短缺及价格管控成功经验, 春节后提价概率提升, 可看公司量价齐升, 上调 17/18 年 EPS 至 17.93/23.65 元, 目标价 640 元, 对应 18 年 27 倍, 看好估值切换行情, 重申“强烈推荐-A”。

- **双节发货量大增, 下半年业绩望再超预期。**针对 6 月份茅台市场价格再度上涨的情况, 在新基酒成熟后, 公司于 7 月底起开始加大发货量, 并结合茅台云商投放等监管方式平抑价格。公司前期对外宣布, 中秋国庆双节期间备足 6200 吨计划量, 加上 7-8 月中旬近 3000 吨发货量, 我们预计三季度实际发货量在 8500 吨以上, 同比去年 5800 吨发货量, 增幅超 40%。另外考虑到吨价提升、系列酒增长及财务公司业务贡献, 我们预计 Q3 收入业绩增速有望达到 40-50%, 全年业绩增速也相应上调, 再超市场预期。
- **中秋跟踪: 批价坚挺在 1300 以上, 终端限售成常态, 云商助力价格平抑。**8 月公司增加发货量、增加电商比例、惩罚违规经销商, 部分区域价格短期跌至 1280 后迅速回升, 国庆节后批价稳定在 1360, 但经销商销售较谨慎, 宁愿 1299 卖给真实消费者, 不愿顶着被减量甚至取消额度的风险, 少量溢价卖给二批商。终端整体动销不错, 门店限售 2 瓶或 1 箱成各地常态, 渠道反馈婚宴、家宴及名企商务宴请, 成为需求主力军。展望四季度, 发货量再度大增概率较低, 批价难再现回落, 终端限购预计将成为常态。值得提到的是, 二季度摆在茅台面前的最大风险是价格快速上涨, 公司除加大发货外, 利用茅台云商平台, 通过限价、限购、同一地址屏蔽多单抢购等方式, 有效降低投机资金涌入, 满足真实饮用需求, 将限价落到实处, 解除价格风险, 也为未来提价过程中杜绝游资炒作, 提供有效技术手段。
- **来年判断: 当前基酒供给充足, 来年春节后提价概率增加。**市场担心公司 19-20 年供给不足, 从三季度发货及股东大会反馈来看, 公司提升出酒率, 同时仍有不少老酒可供年份酒增量, 基酒紧缺状态较前期预测略小, 但整体供应仍偏紧张, 预计明年二季度新老基酒青黄不接情况, 较 17 年更加明显。另外公司在今年中秋国庆, 运用茅台云商平台控价措施明显, 给予公司更多提价后市场管理的信心, 故我们预计 18 年春节旺季后提价概率提升。对比茅台历史提价幅度 (见表 2), 若批价维持在 1400-1500 的水平, 预计提价 15-20%, 19 年后供需缺口进一步加大, 后续仍有望继续提价。
- **投资建议: 短看业绩高增, 来年量价齐升, 上调目标价至 640 元, 看好三季报带来的估值切换行情, 重申强烈推荐-A。**近期草根调研显示, 公司三季度发货量同比增长 40% 以上, 叠加产品升级及系列酒因素, 收入增速有望更快, 同时公司运用云商平台等手段, 成功平抑终端价格, 化解公司最大风险。无论是短期报表的增速, 还是未来良性发展, 都再超市场预期。展望来年, 出货量仍增长空间, 考虑基酒短期及价格管控成功经验, 春节后提价概率提升, 可看公司量价齐升, 上调 17/18 年 EPS 至 17.93/23.65 元, 目标价 640 元, 对应 18 年 27 倍, 看好三季报带来的估值切换行情, 重申强烈推荐-A。
- **风险提示: 需求不及预期。**

表 1: 三季度收入预测

| | 情景 1 | 情景 2 | 情景 3 |
|----------------|------|------|------|
| 报表确认量 (吨) | 6500 | 7000 | 7500 |
| 茅台酒收入 (亿) | 106 | 114 | 122 |
| 系列酒和财务公司收入 (亿) | 18 | 18 | 18 |
| 合计收入 (亿) | 124 | 132 | 140 |
| 同比去年三季度增速 | 41% | 50% | 59% |

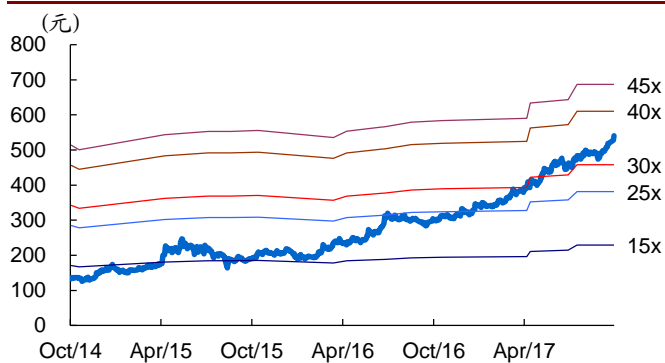
资料来源: wind 资讯、招商证券

表 2: 茅台历史提价节点和幅度对比

| | 出厂价 | 累计提价幅度% | 提价幅度 | 当时批发价格 | 提价幅度/渠道价差 | 提价后 1 个月批价涨幅 |
|---------|-----|---------|------|--------|-----------|--------------|
| 2006.01 | 308 | 64% | 40 | 320 | 77% | 20 |
| 2007.01 | 358 | | 50 | 380 | 69% | 0 |
| 2008.01 | 439 | | 81 | 550 | 42% | 40 |
| 2010.01 | 499 | 87% | 60 | 700 | 23% | 30 |
| 2011.01 | 619 | | 120 | 950 | 26% | 0 |
| 2012.09 | 819 | | 200 | 1450 | 24% | 30 |
| 当前 | 819 | | - | 1450 | - | |

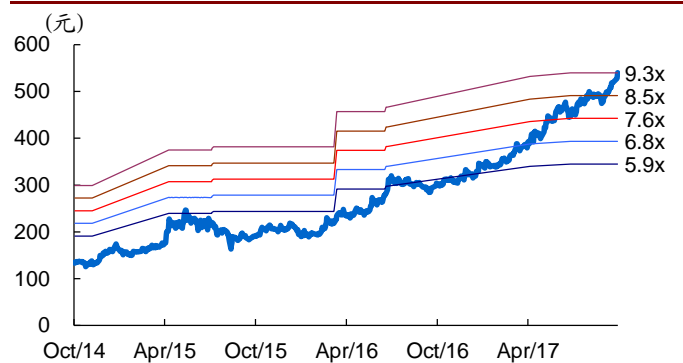
资料来源: 招商证券

图 1: 贵州茅台历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 贵州茅台历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《贵州茅台 (600519) — 淡季仍强劲, 全年更可期》2017-07-28
- 2、《贵州茅台 (600519) — 乐观开放显自信, 国酒文化妙生花》2017-05-24
- 3、《贵州茅台 (600519) — 加速的报表, 进击的市值》2017-04-25

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 65005 | 90181 | 123546 | 153435 | 193392 |
| 现金 | 36801 | 66855 | 90611 | 111382 | 138508 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 8579 | 818 | 561 | 734 | 922 |
| 应收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它应收款 | 48 | 77 | 108 | 141 | 177 |
| 存货 | 18013 | 20622 | 29413 | 37506 | 49054 |
| 其他 | 1563 | 1808 | 2853 | 3673 | 4731 |
| 非流动资产 | 21297 | 22754 | 22904 | 23547 | 24165 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 11416 | 14453 | 14994 | 15984 | 16913 |
| 无形资产 | 3582 | 3532 | 3179 | 2861 | 2575 |
| 其他 | 6299 | 4769 | 4731 | 4701 | 4677 |
| 资产总计 | 86301 | 112935 | 146450 | 176982 | 217556 |
| 流动负债 | 20052 | 37020 | 57863 | 71684 | 91408 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 881 | 1041 | 1778 | 2268 | 2966 |
| 预收账款 | 8262 | 17541 | 29978 | 38226 | 49996 |
| 其他 | 10909 | 18439 | 26106 | 31190 | 38446 |
| 长期负债 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 负债合计 | 20067 | 37036 | 57878 | 71700 | 91423 |
| 股本 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 | 1256 |
| 资本公积金 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 | 1375 |
| 留存收益 | 61295 | 70263 | 81303 | 95859 | 114022 |
| 少数股东权益 | 2308 | 3004 | 4638 | 6792 | 9480 |
| 归属于母公司所有者权益 | 63926 | 72894 | 83934 | 98490 | 116653 |
| 负债及权益合计 | 86301 | 112935 | 146450 | 176982 | 217556 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 17436 | 37451 | 36666 | 37818 | 47903 |
| 净利润 | 15503 | 16718 | 22528 | 29705 | 37065 |
| 折旧摊销 | 0 | 0 | 1350 | 1357 | 1382 |
| 财务费用 | 0 | 0 | (79) | (101) | (125) |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | 11234 | 4702 | 6892 |
| 其它 | 1933 | 20733 | 1633 | 2155 | 2689 |
| 投资活动现金流 | (2049) | (1103) | (1500) | (2000) | (2000) |
| 资本支出 | 0 | 0 | (1500) | (2000) | (2000) |
| 其他投资 | (2049) | (1103) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (5588) | (8335) | (11410) | (15048) | (18777) |
| 借款变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (11489) | (15149) | (18902) |
| 其他 | (5588) | (8335) | 79 | 101 | 125 |
| 现金净增加额 | 9800 | 28014 | 23756 | 20771 | 27126 |

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 33447 | 40155 | 56105 | 73387 | 92160 |
| 营业成本 | 2538 | 3410 | 5828 | 7431 | 9720 |
| 营业税金及附加 | 3449 | 6509 | 8253 | 10795 | 13556 |
| 营业费用 | 1485 | 1681 | 4032 | 5641 | 7084 |
| 管理费用 | 3813 | 4187 | 5289 | 6478 | 8136 |
| 财务费用 | (67) | (33) | (79) | (101) | (125) |
| 资产减值损失 | (1) | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 22159 | 24266 | 32525 | 42810 | 53357 |
| 营业外收入 | 5 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 营业外支出 | 162 | 316 | 250 | 250 | 250 |
| 利润总额 | 22002 | 23958 | 32284 | 42568 | 53116 |
| 所得税 | 5547 | 6027 | 8122 | 10709 | 13363 |
| 净利润 | 16455 | 17931 | 24162 | 31859 | 39753 |
| 少数股东损益 | 952 | 1212 | 1634 | 2154 | 2688 |
| 归属于母公司净利润 | 15503 | 16718 | 22528 | 29705 | 37065 |
| EPS (元) | 12.34 | 13.31 | 17.93 | 23.65 | 29.51 |

主要财务比率

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 3.8% | 20.1% | 39.7% | 30.8% | 25.6% |
| 营业利润 | 0.3% | 9.5% | 34.0% | 31.6% | 24.6% |
| 净利润 | 1.0% | 7.8% | 34.8% | 31.9% | 24.8% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 92.4% | 91.5% | 89.6% | 89.9% | 89.5% |
| 净利率 | 46.4% | 41.6% | 40.2% | 40.5% | 40.2% |
| ROE | 24.3% | 22.9% | 26.8% | 30.2% | 31.8% |
| ROIC | 24.9% | 23.9% | 27.4% | 30.4% | 31.6% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 23.3% | 32.8% | 39.5% | 40.5% | 42.0% |
| 净负债比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 流动比率 | 3.2 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 速动比率 | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 存货周转率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 应收帐款周转率 | | | | | |
| 应付帐款周转率 | 3.2 | 3.5 | 4.1 | 3.7 | 3.7 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 12.34 | 13.31 | 17.93 | 23.65 | 29.51 |
| 每股经营现金 | 13.88 | 29.81 | 29.19 | 30.11 | 38.13 |
| 每股净资产 | 50.89 | 58.03 | 66.82 | 78.40 | 92.86 |
| 每股股利 | 6.17 | 6.79 | 9.15 | 12.06 | 15.05 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 43.8 | 40.6 | 30.1 | 22.8 | 18.3 |
| PB | 10.6 | 9.3 | 8.1 | 6.9 | 5.8 |
| EV/EBITDA | 10.9 | 10.0 | 7.4 | 5.7 | 4.6 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中研院产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，2016 年就职安信证券，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。