



2017-10-13

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

目标价: 660.00

昨收盘: 544.09

食品饮料 饮料制造

贵州茅台跟踪点评：量增价稳，三季度报乐观，上调盈利预测和目标价至 660 元

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	683,485/683,485
12 个月最高/最低(元)	545.54/302.45

相关研究报告：

《茅台跟踪点评：股价首破 500，稳赚业绩的钱仍有空间》
--2017/08/15

《贵州茅台 2017 中报点评：缺货加价成常态，主动加库存支撑高估值》
--2017/07/28

《如何定价，疯狂的茅台？》
--2017/05/31

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117070027

三季度发货量同增 35%左右，系列酒高增长，三季度报业绩有望超预期

根据渠道和草根调研信息判断，三季度飞天以上产品（含定制酒和开发酒）发货量同比增长 35%左右。其中，7 月份按照常规速率发货，8 月份、9 月份按照 200%、180%左右的速率在发货。因为普飞发货量加大，定制酒和开发产品的占比有所回落，预计整体吨价小幅下降。综合考虑发货量和价格因素，预计飞天以上产品可贡献的含税销售额达到 180 亿元左右。再叠加系列酒超预期实现的 20 亿元左右的含税销售额，预计三季度出厂口径销售额达到 200 亿元左右。

去年三季报的预收款增加 59 亿元，以致同期所确认的营收基数相对较低，仅为 85 亿元。结合当前的实际情况推测：1、如果今年三季报中锁定预收款增加至 200 亿元，营收增速则有望达到 60%-70%；2、如果今年三季报中的营收增速锁定为上半年的增速，即 36%，则预收款有望突破 230 亿元，大大超出此前历史最高点。

尽管市场此前对茅台双节期间的增量动作有所预期，但突出的业绩增长仍有望超预期。收入真实高增长、报表口径营收低基数、产品结构改善提高盈利水平、系列酒贡献增量等多方面因素，确保三季度业绩高增长，全年业绩也有望相应上调。

一批价企稳，价格快速上涨风险解除；经销商谨慎，但惜售仍是常态

双节期间因为放量，一批价和团购价均有回落，但从草根调研的情况来看，一批价仍然保持在 1300 元以上；双节过后，一批价略微回升后企稳，地区间有差异，但是基本落在 [1340, 1380] 这个区间，相对稳定。公司通过放量和加大云商投放，进行平抑价格的措施收到明显成效。此前我们提示过，茅台公司所面临的最主要的风险就是价格快速上涨。从目前的情形判断，该风险在现阶段得到了有效控制，有利于公司长期的良性发展。

经销商层面，随着监管和惩处力度的加强，销售的规范性有所增强，违规的现象减少，但惜售心态仍然较为普遍。公司四季度再度大规模

放量的可能性不大，明年提出厂价的预期进一步增强，个别产品特别是鸡年生肖酒年底涨价的概率很高。结合多方面因素，我们判断四季度普飞和飞天以上产品的价格保持稳中微升。

公司市场管理的决心强，出酒率提升缓解供给问题，业绩有望持续高速增长

结合公司此前多次表态和具体执行的措施来看，公司进行持续的市场管理的决心很强。双节期间量价调节取得的成效也增强了公司进行市场管理的信心。根据公司的发货节奏和传达的信息进行判断，公司提升出酒率、减少定制酒和开发酒以补充普飞的供应量等措施都有明显的效果。目前来看，供给问题有所缓解；但长期看，供应偏紧仍需解决。在价格体系相对稳定可控的前提下，我们维持明年提高出厂价的判断。按照目前的价格状况，预计普飞提价 22% 左右至 999 元/瓶。

出酒率提升和产品结构调整，可以打消市场对 2019 年供给不足的部分担忧，预期改善；同时，提高出厂价的概率增大，有望通过价格的维度带来业绩弹性。公司明后两年业绩持续高速增长的确信性增强！

盈利预测和评级：

维持前期关键假设：2018 年普飞出厂价提高到 999 元。上调公司 2017~19 年 EPS 分别至 17.33、23.74、27.19 元/股。考虑茅台的品牌高度、产品稀缺性以及供给改善等因素，同时基于当前公司的基本面以及市场的情绪，我们认为公司的市值享有一定估值溢价。对应 2018 年业绩给予 28 倍 PE，目标价 660 元，“买入”评级。

风险提示：

市场价快速上涨带来的风险、市场拓展和销售不及预期等。

主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	40155	50194	66758	75436
净利润(百万元)	16718	21766	29820	34162
摊薄每股收益(元)	13.31	17.33	23.74	27.19

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。