

公司研究/季报点评

2017年10月25日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 565.67
合理价格区间(元): 676.25~730.35

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

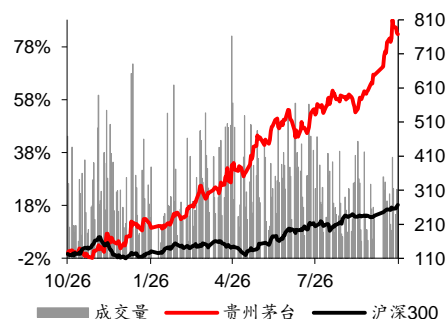
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1《贵州茅台(600519,买入): 估值切换比以往时候来的更早一些》2017.07
- 2《贵州茅台(600519,买入): 补库存周期来临, 业绩超预期增长》2017.04
- 3《贵州茅台(600519,买入): 收入创新高, 消费税拖累净利率》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

批价压力测试通过, 提价基础扎实

贵州茅台(600519)

前3季收入424.50亿元, 同比+59.40%; 净利199.84亿元, 同比+60.31%
贵州茅台10月25日发布3季报, 前3季度实现营业收入424.50亿元, 同比增长59.40%; 前3季度实现归属于母公司的净利润199.84亿元, 同比增长60.31%; 前3季度实现扣非归母净利润200.87亿元, 同比增长60.12%。Q3单季实现收入189.93亿元, 同比增长115.95%; Q3单季实现归属于母公司的净利润87.33亿元, 同比增长138.41%。前3季度业绩超过我们此前的预期。三季度末预收款项规模达到174.72亿元, 季度环比小幅下降1.73%。

17Q3的发货量增加和禁酒令出台并未实质影响批价, 压力测试顺利通过
针对17H1市场上飞天茅台严重供不应求带来批价快速上涨的情况, 公司从8月15日开始有序的加大发货量, 按照公司规划, 国庆和中秋计划投放量为5600吨普通茅台酒和600吨其他规格茅台酒。在发货量存在较大增长的背景下, 茅台的批价从1400元下滑至1280元, 但是在强劲需求拉动下双节后批价又恢复至1350~1400元。同时贵州省和保监会陆续出台禁酒令, 亦没有能够对批价产生实质性影响, 侧面证实了公务消费已经不是影响茅台需求的主要变量。

推出“茅台云商”, 加强公司对终端价格的掌控
根据茅台时空的报道, 2017年9月9日茅台宣布“茅台云商”全面上线, 公司要求经销商30%合同量在云商渠道完成, 剩余70%则由经销商自行决定。我们认为“茅台云商”的上线一方面增加了茅台终端价格面向消费者的透明度, 另一方面加强了公司对产品终端价格的管控能力。就消费者角度而言, “茅台云商”是新型的能够以合理价格购买茅台的便捷渠道。就公司角度而言, 茅台对上调出厂价谨慎的原因之一就是出厂价的上调可能会给终端价格带来上行压力, 进而影响茅台的消费群体基础, 而“茅台云商”的顺利运行则会减弱终端价格短期大幅上涨的压力。

主力产品提价具有来自基本面的强劲支撑, 维持“买入”评级
经过本轮公司发货量增加和禁酒令的出台带来的压力测试, 稳定的批价使得茅台公司对市场需求的信心进一步提升。同时“茅台云商”的全面上线也将使得茅台公司对产品终端价格控制力的信心获得提振, 因此17年末和18年初茅台产品提价的窗口期打开, 而主力产品的提价将显著的增加贵州茅台的业绩弹性。我们上调盈利预测, 预计2017年~2019年收入分别达到627.10亿元(上调16%), 802.10亿元(上调22%), 960.79亿元(上调26%), EPS分别达到20.95元(上调22%), 27.05元(上调28%)和32.44元(上调34%)。同时上调目标价范围至676.25元~730.35元, 对应2018年25-27倍PE估值水平, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济增速不达预期; 高端白酒的需求增长不达预期; 高端白酒终端价格短时间内过快上涨的风险; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
52周内股价区间(元)	308.87-582.60
总市值(百万元)	710,593
总资产(百万元)	120,383
每股净资产(元)	60.20

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,447	40,155	62,710	80,210	96,079
+/-%	3.82	20.06	56.17	27.91	19.78
归属母公司净利润(百万元)	15,503	16,718	26,322	33,974	40,747
+/-%	1.00	7.84	57.44	29.07	19.93
EPS(元, 最新摊薄)	12.34	13.31	20.95	27.05	32.44
PE(倍)	45.84	42.50	27.00	20.92	17.44

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

Q3 事件 1: 茅台双节投放量为 6200 吨, 同时严守 1299 元价格红线

据微酒报道, 8月28日, 国酒茅台市场研讨会在北京召开, 茅台集团销售公司董事长王崇琳表示, 国庆、中秋计划投放量为 5600 吨普通茅台酒, 600 吨其它规格茅台酒, 8月15日已经开始有序推进。同时将适度增加 2018 年的计划, 并将在今年年底实施提前执行下一年计划投放市场的工作。销售公司总经理马玉鹏强调, 53 度飞天茅台一批价不超过 1199 元, 零售价不超过 1299 元的价格红线, 要解决终端渠道无酒销售, 消费者买不到酒的问题。

Q3 事件 2: “茅台云商” 9 月 9 日正式上线

据茅台时空公众号消息, 9月9日, 茅台宣布茅台云商全面上线, 要求经销商 30% 合同量在云商渠道完成, 70% 仍然由经销商自己决定。目前茅台云商已有 1800 家经销商入驻, 并开通天猫茅台云商旗舰店和微信小程序。茅台 8 月 14 日曾下发通知称, 12 月 31 日前未超过 30% 的云商网点将按比例扣减 2018 年茅台酒合同计划, 9 月 30 日前尚未开通云商网点的经销单位将暂停业务办理, 暂缓 2018 年合同签订。

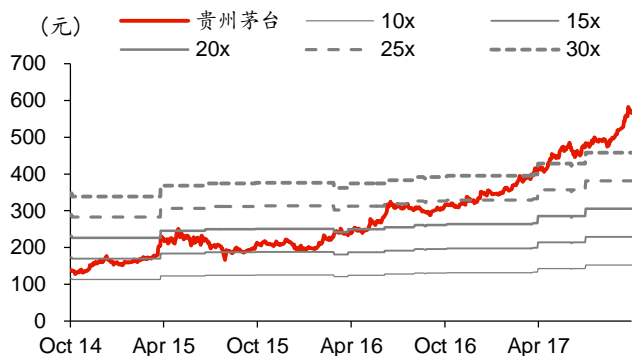
图表1: 贵州茅台盈利预测调整

	收入 (亿元)			EPS (元)		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
2017E	539.47	627.1	16%	17.23	20.95	22%
2018E	659.01	802.1	22%	21.15	27.05	28%
2019E	759.65	960.79	26%	24.29	32.44	34%

资料来源: 华泰证券研究所

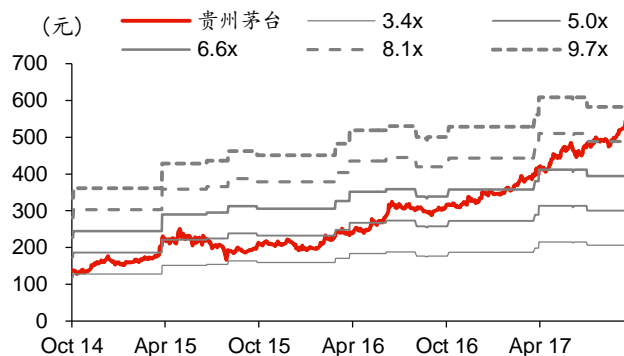
PE/PB - Bands

图表2: 贵州茅台历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 贵州茅台历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	65,005	90,181	161,141	159,045	298,333
现金	36,801	66,855	116,014	113,282	230,590
应收账款	0.23	0.00	1.00	0.57	0.73
其他应收账款	48.22	77.23	122.25	142.16	180.81
预付账款	1,478	1,046	3,742	4,760	6,202
存货	18,013	20,622	33,917	30,054	52,499
其他流动资产	8,664	1,580	7,344	10,807	8,860
非流动资产	21,297	22,754	26,478	26,010	27,096
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	11,416	14,453	15,854	16,925	17,769
无形资产	3,582	3,532	3,552	3,572	3,592
其他非流动资产	6,299	4,769	7,072	5,514	5,735
资产总计	86,301	112,935	187,619	185,056	325,428
流动负债	20,052	37,020	83,686	44,904	141,773
短期借款	0.00	0.00	49,084	0.00	89,263
应付账款	880.98	1,041	2,162	3,195	4,155
其他流动负债	19,171	35,980	32,441	41,709	48,355
非流动负债	15.57	15.57	15.94	15.75	15.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.57	15.57	15.94	15.75	15.78
负债合计	20,067	37,036	83,702	44,920	141,789
少数股东权益	2,308	3,004	4,700	6,945	9,702
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	61,089	69,853	96,585	130,560	171,307
归属母公司股	63,926	72,894	99,216	133,191	173,938
负债和股东权益	86,301	112,935	187,619	185,056	325,428

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	17,436	37,451	2,154	48,452	30,167
净利润	16,455	17,931	28,018	36,219	43,504
折旧摊销	848.15	934.19	1,062	1,205	1,338
财务费用	(67.27)	(33.18)	(4.89)	(9.86)	12.53
投资损失	(3.87)	0.00	(2.32)	(2.06)	(1.46)
营运资金变动	471.36	19,162	(24,300)	9,618	(14,415)
其他经营现金	(267.03)	(542.83)	(2,619)	1,422	(271.23)
投资活动现金	(2,049)	(1,103)	(2,078)	(2,112)	(2,110)
资本支出	2,061	1,019	2,000	2,000	2,000
长期投资	35.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	47.68	(83.32)	(77.52)	(111.97)	(109.93)
筹资活动现金	(5,588)	(8,335)	49,083	(49,072)	89,251
短期借款	(62.55)	0.00	49,084	(49,084)	89,263
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	114.20	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,640)	(8,335)	(0.65)	11.45	(12.40)
现金净增加额	9,783	28,014	49,159	(2,732)	117,308

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,447	40,155	62,710	80,210	96,079
营业成本	2,538	3,410	6,784	10,019	13,126
营业税金及附加	3,449	6,509	10,034	12,032	14,412
营业费用	1,485	1,681	2,508	3,048	3,363
管理费用	3,813	4,187	5,644	6,417	6,726
财务费用	(67.27)	(33.18)	(4.89)	(9.86)	12.53
资产减值损失	(0.54)	12.33	4.07	5.29	7.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.87	0.00	2.32	2.06	1.46
营业利润	22,159	24,266	37,744	48,702	58,435
营业外收入	4.82	8.55	8.55	8.55	8.55
营业外支出	162.10	316.30	316.30	316.30	316.30
利润总额	22,002	23,958	37,436	48,394	58,127
所得税	5,547	6,027	9,418	12,175	14,623
净利润	16,455	17,931	28,018	36,219	43,504
少数股东损益	951.91	1,212	1,696	2,245	2,757
归属母公司净利润	15,503	16,718	26,322	33,974	40,747
EBITDA	22,940	25,167	38,801	49,897	59,786
EPS (元)	12.34	13.31	20.95	27.05	32.44

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.82	20.06	56.17	27.91	19.78
营业利润	0.25	9.51	55.54	29.03	19.99
归属母公司净利润	1.00	7.84	57.44	29.07	19.93
获利能力 (%)					
毛利率	92.41	91.51	89.18	87.51	86.34
净利率	46.35	41.63	41.97	42.36	42.41
ROE	24.25	22.94	26.53	25.51	23.43
ROIC	58.24	248.85	86.43	151.75	111.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.25	32.79	44.61	24.27	43.57
净负债比率 (%)	0	0	58.64	0	62.96
流动比率	3.24	2.44	1.93	3.54	2.10
速动比率	2.34	1.88	1.52	2.87	1.73
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.40	0.42	0.43	0.38
应收账款周转率	5,445	11,715	9,785	8,578	9,490
应付账款周转率	3.20	3.55	4.24	3.74	3.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	12.34	13.31	20.95	27.05	32.44
每股经营现金流(最新摊薄)	13.88	29.81	1.71	38.57	24.01
每股净资产(最新摊薄)	50.89	58.03	78.98	106.03	138.46
估值比率					
PE (倍)	45.84	42.50	27.00	20.92	17.44
PB (倍)	11.12	9.75	7.16	5.34	4.09
EV_EBITDA (倍)	28.19	25.70	16.67	12.96	10.82

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com