

贵州茅台 (600519)

高增长如期而至，18年报表底气仍足

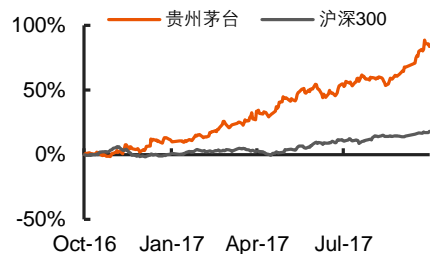
强烈推荐 (维持)

现价: 565.67 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/61.99%
实际控制人	贵州省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万股)	1,256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	7,106
流通 A 股市值(亿元)	7,105.93
每股净资产(元)	67.15
资产负债率(%)	30.80

行情走势图



相关研究报告

- 《贵州茅台*600519*预收款再超预期, 股价或继续冲顶》 2017-07-28
- 《贵州茅台*600519*牛股慎言顶, 埋头只攀登》 2017-04-25
- 《贵州茅台*600519*业绩之花待怒放, 股价新高仍可期》 2017-04-16

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘彪 一般从业资格编号
S1060117050002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

贵州茅台公布三季报, 1-3Q17实现营收445亿元, 同比+61.6%; 归母净利润200亿元, 同比+60.3%, EPS15.91元。3Q17实现营收190亿元, 同比+116%; 归母净利润87.3亿元, 同比+138%, EPS6.95元。

平安观点:

■ **3Q17 营收+116%高于我们预期的+50%, 因茅台酒收入确认超预期, 并带动归母净利同比+138%, 超我们预期的 58%。**

■ **3Q17 估计报表确认 53 度茅台酒出货增 108%。**应受益于: 3Q16 报表确认茅台酒量低于实际出货量; 3Q17 酒厂实际发送茅台酒 9000-9500 吨, 估计同比增约 50-60%; 3Q17 计划外占比高于 3Q16, 拉动均价升中个位数。随着开发定制酒政策稳定和 3Q17 如实确认营收, 3Q17 预收款余额 175 亿元, 环比、同比基本持平。即使考虑正常周转预收款和开发定制酒预收款, 我们估计仍有 80-100 亿储备, 足以支持 4Q17 及之后增长。

■ **税率正常化, 费用规模效应略推升净利弹性。**3Q17 营收税金及附加比例降至 15.8%, 略低于 3Q16, 考虑管理费用部分项目划入该项目, 基本正常。因系列酒大投入, 3Q17 销售费用大增 124%。但 3Q17 管理费用率随收入增长大降 4.8pct, 推升营业利润增 132%, 净利弹性略显。

■ **18 年报表底气仍足, 维持“强烈推荐”。**17 年报表如期高增长, 修复至正常水平。展望 18 年, 业务上公司有选择提价或放量, 加上预收款储备, 公司有确保报表营收、净利增 20-30%, 底气仍足。考虑 3Q17 超预期, 上调 17-18 年 EPS 预测 9%、6%至 19.67、24.85 元, 同比+47.8%、26.3%, 动态 PE 为 28.8、22.8 倍。茅台报表&业务基础坚实, 虽市场业绩预期已渐回归正常, 但 18 年营收、净利仍有望快速增长, 股价有望继续冲顶, 维持“强烈推荐”评级。

■ **风险提示:** 供给变化导致批价波动; 烈性酒税收政策调整。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,447	40,155	57,126	69,246	79,330
YoY(%)	3.8	20.1	42.3	21.2	14.6
净利润(百万元)	15,503	16,718	24,707	31,214	36,093
YoY(%)	1.0	7.8	47.8	26.3	15.6
毛利率(%)	92.4	91.5	90.8	91.4	91.7
净利率(%)	49.2	44.7	46.4	48.5	48.9
ROE(%)	26.4	24.4	30.5	31.7	30.6
EPS(摊薄/元)	12.34	13.31	19.67	24.85	28.73
P/E(倍)	45.8	42.5	28.8	22.8	19.7
P/B(倍)	11.1	9.7	8.0	6.6	5.6

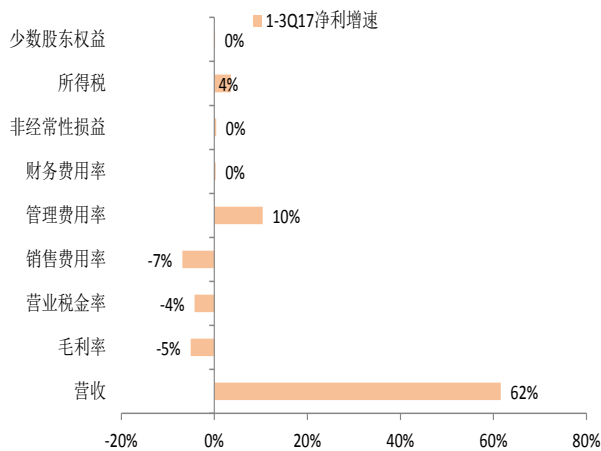
图表1 三季报快读：3Q17营收、归母净利增116%、138%

单位：百万元，元/股

	3Q16	3Q17	同比	1-3Q16	1-3Q17	同比	
营业收入	8,795	18,993	116.0%	27,533	44,487	61.6%	茅台酒出货量增 50-60%、均价升中个位数、低基数、系列酒增速更快
营业成本	750	1,762	135.0%	2,225	4,273	92.0%	
毛利率	91.5%	90.7%	-0.8%	91.9%	90.4%	-1.5%	3Q17 毛利率下降低端系列酒占比上升
毛利	8,045	17,231	114.2%	25,307	40,214	58.9%	
营业税金及附加	1,418	3,005	111.9%	3,624	6,424	77.3%	3Q17 消费税同比基本持平
销售费用	268	599	123.8%	655	1,978	201.9%	销售费用暴增 202%，系列酒大投入
管理费用	927	1,083	16.9%	2,786	3,115	11.8%	管理费用基本正常
财务费用	11	-2	-116.2%	-1	-39	-2916.3%	
资产减值损失	-0	-5	-10943.7%	5	-8	-249.4%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
营业利润	5,389	12,513	132.2%	18,150	28,637	57.8%	费用率杠杆
营业利润率	61.3%	65.9%	4.6%	65.9%	64.4%	-1.5%	
营业外收入	3	4	44.7%	8	10	18.3%	
营业外支出	120	108	-9.7%	120	154	28.4%	
利润总额	5,273	12,409	135.4%	18,038	28,493	58.0%	
所得税	1,320	3,092	134.3%	4,708	7,131	51.5%	
所得税率	24.5%	24.7%	0.2%	25.9%	24.9%	-1.0%	
少数股东权益	290	584	101.4%	865	1,378	59.3%	
归属于母公司净利润	3,663	8,733	138.4%	12,466	19,984	60.3%	
净利率	44.9%	49.1%	4.1%	48.4%	48.0%	-0.4%	
EPS	2.92	6.95	138.4%	9.92	15.91	60.3%	3Q17 超我们预期的 58%

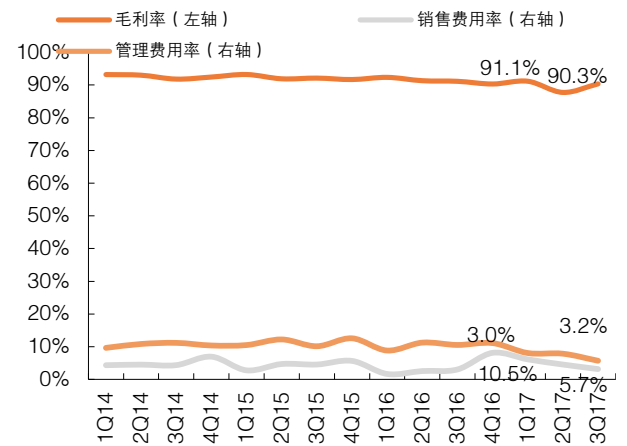
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表1 1-3Q17营收高速增长推动净利增长



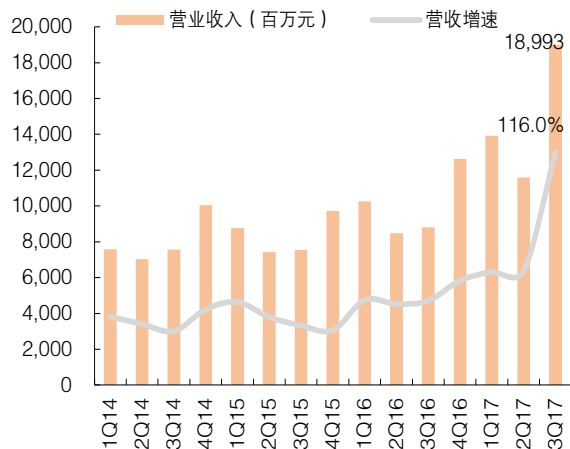
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表2 3Q17毛利率略降，管理费用率降4.8Pct



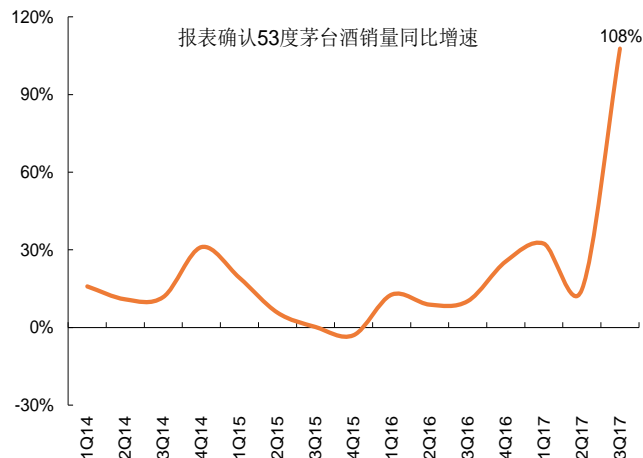
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表3 3Q17营收同比+116%至190亿元



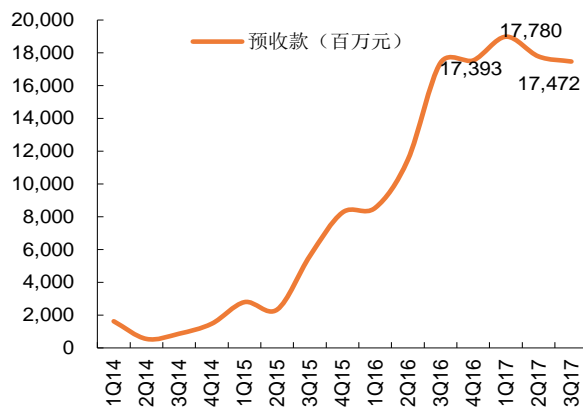
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表4 估计3Q17报表确认53度茅台酒销量同比+108%



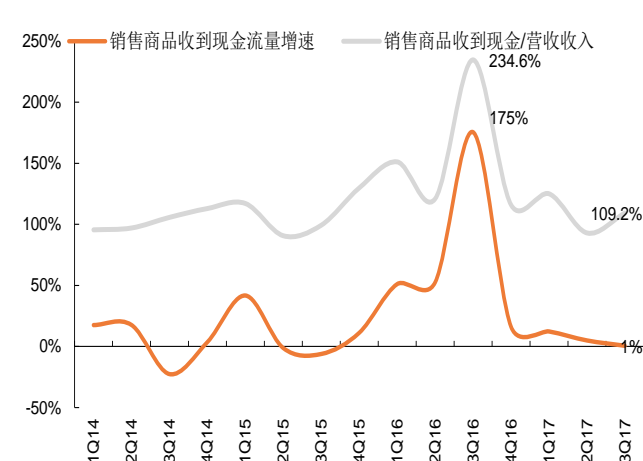
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表5 3Q17预收款同比持平，环比降约3亿



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表6 3Q17销售商品收到现金同比增1%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	90,181	114,065	136,064	155,813
现金	66,855	76,802	95,377	112,842
应收账款	818	1,714	2,077	2,380
其他应收款	77	96	125	138
预付账款	1,046	2,330	2,242	2,691
存货	20,622	32,508	35,212	36,745
其他流动资产	762	615	1,030	1,017
非流动资产	22,754	23,342	24,588	24,568
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17,199	17,975	19,013	19,030
无形资产	3,532	3,621	3,705	3,709
其他非流动资产	2,023	1,746	1,870	1,829
资产总计	112,935	137,407	160,652	180,382
流动负债	37,020	43,507	45,788	42,627
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,041	1,710	1,884	2,105
其他流动负债	35,980	41,797	43,904	40,521
非流动负债	16	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	18	18	18
负债合计	37,036	43,525	45,806	42,644
少数股东权益	3,004	4,807	7,156	9,873
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	69,853	86,035	104,648	124,823
归属母公司股东权益	72,894	89,075	107,689	127,864
负债和股东权益	112,935	137,407	160,652	180,382

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	37,451	20,352	33,366	34,545
净利润	16,718	24,707	31,214	36,093
折旧摊销	843	993	1,033	1,087
财务费用	-33	-71	-42	-51
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	21,284	-7,156	-1,290	-5,372
其他经营现金流	-1,361	1,879	2,451	2,789
投资活动现金流	-1,103	-1,953	-2,233	-1,213
资本支出	1,740	1,953	2,233	1,213
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,842	-3,906	-4,466	-2,427
筹资活动现金流	-8,335	-8,453	-12,557	-15,867
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8,335	-8,453	-12,557	-15,867
现金净增加额	28,014	9,947	18,576	17,465

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	40,155	57,126	69,246	79,330
营业成本	3,410	5,243	5,968	6,562
营业税金及附加	6,509	8,854	10,387	12,296
营业费用	1,681	3,026	3,026	3,026
管理费用	4,187	4,564	5,112	5,725
财务费用	-33	-71	-42	-51
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	24,266	35,509	44,795	51,772
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	316	253	253	253
利润总额	23,958	35,265	44,551	51,528
所得税	6,027	8,755	10,988	12,718
净利润	17,931	26,510	33,563	38,809
少数股东损益	1,212	1,803	2,349	2,717
归属母公司净利润	16,718	24,707	31,214	36,093
EBITDA	25,167	36,508	45,888	52,880
EPS (元)	13.31	19.67	24.85	28.73

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	20.1	42.3	21.2	14.6
营业利润(%)	9.5	46.3	26.2	15.6
归属于母公司净利润(%)	7.8	47.8	26.3	15.6
获利能力				
毛利率(%)	91.5	90.8	91.4	91.7
净利率(%)	44.7	46.4	48.5	48.9
ROE(%)	24.4	30.5	31.7	30.6
ROIC(%)	85.9	171.4	156.9	150.1
偿债能力				
资产负债率(%)	32.8	31.7	28.5	23.6
净负债比率(%)	-88.1	-81.8	-83.0	-81.9
流动比率	2.44	2.62	2.97	3.66
速动比率	1.88	1.87	2.20	2.79
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.46	0.46	0.47
应收账款周转率	348,011	579,746	437,555	488,642
应付账款周转率	3.5	3.8	3.3	3.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	13.31	19.67	24.85	28.73
每股经营现金流(最新摊薄)	29.81	16.20	26.56	27.50
每股净资产(最新摊薄)	58.03	70.91	85.73	101.79
估值比率				
P/E	42.5	28.8	22.8	19.7
P/B	9.7	8.0	6.6	5.6
EV/EBITDA	28.0	19.4	15.5	13.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033