

贵州茅台 (600519.SH) 白酒行业

评级：买入 维持评级

公司点评

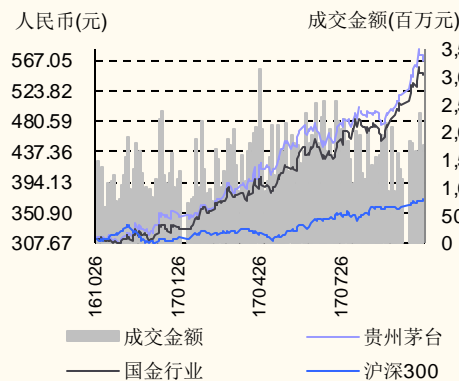
市场价格(人民币)：565.67元

意料之外、情理之中的超预期

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|---------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 1,256.20 |
| 总市值(百万元) | 710,593.41 |
| 年内股价最高最低(元) | 582.60/308.87 |
| 沪深300指数 | 3976.95 |
| 上证指数 | 3396.90 |



相关报告

- 《Q2 维持高速增长，龙头向上趋势不变-贵州茅台公司点评》，2017.7.28
- 《业绩再超预期，高端复苏最确定品种-贵州茅台公司点评》，2017.4.25
- 《价在量在，批价稳进有利拉长复苏周期-贵州茅台公司点评》，2017.4.17
- 《16 年收入超预期，17 年收入增速仍有望上看 20%一线-贵州茅...》，2016.12.25

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

申晟 分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 11.715 | 13.309 | 18.646 | 22.005 | 25.103 |
| 每股净资产(元) | 50.89 | 58.03 | 67.87 | 77.77 | 89.07 |
| 每股经营性现金流(元) | 13.87 | 29.80 | 16.74 | 25.60 | 22.93 |
| 市盈率(倍) | 18.63 | 25.11 | 30.34 | 25.71 | 22.53 |
| 行业优化市盈率(倍) | 17.07 | 17.07 | 17.07 | 17.07 | 17.07 |
| 净利润增长率(%) | 0.06% | 13.61% | 40.10% | 18.02% | 14.08% |
| 净资产收益率(%) | 23.02% | 22.94% | 27.47% | 28.30% | 28.18% |
| 总股本(百万股) | 1,256.20 | 1,256.20 | 1,256.20 | 1,256.20 | 1,256.20 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

贵州茅台公布 2017 年三季报，报告期内公司实现营业收入 425.50 亿元，同比+59.40%；实现归母净利润 199.84 亿元，同比+60.31%，折合 EPS15.91 元。Q3 单季度实现营业收入 182.60 亿元，同比+115.88%；实现归母净利润 87.33 亿元，同比+138.41%。预收账款 174.72 亿元，环比 Q2 末的 177.80 亿元小幅减少 3.09 亿元。

经营分析

- **Q3 收入增速大超市场预期，发货与确认节奏基本一致以及去年 Q3 低基数共同造就的超预期：**Q3 公司实现营业收入 182.60 亿元，同比增长 115.88%，大幅高于市场一致预期。从报表来看，茅台酒在今年上半年共计确认了 13000 吨左右，其中 Q1 约 7500 吨、Q2 约 5500 吨。而 Q3 一个季度茅台酒就确认了 167.77 亿元收入，对应量能约为 10,000 吨，这一确认节奏与实际发货节奏是基本匹配的。而 16Q3 公司收入仅为 87.95 亿元，其中茅台酒贡献收入约为 80 亿元，对应量约为 5000 吨左右。因此，同比基数较低的情况下，确认节奏较快导致仅茅台酒同比就有约 100% 的增长。因此，这一超预期应是“意料之外、情理之中”。
- **系列酒的增长更加迅猛。**上半年系列酒实现收入 25.49 亿元，同比增长 269%，已超 16 年全年规模。而 Q3 系列酒实现收入 14.70 亿元，前三季度累计实现系列酒收入 40.19 亿元，预计累计同比增速约在 200% 左右，已经几乎提前实现了全年 43 亿元的收入目标，50 亿的力争目标完成概率也几无难度。
- **Q3 系列酒占比小幅回落、毛利率环比回升，费用率同比改善大幅推升净利率：**上半年由于系列酒 269% 的增速远超茅台酒 24% 的增速，因此上半年公司毛利率同比下滑 2.26 个百分点至 89.62%。而 17Q3，由于茅台酒确认节奏加快，本季度系列酒收入占比由 Q2 的近 15% 回落至 8%，与 17Q1 的 7% 水平相近，因此 17Q3 单季度毛利率也出现环比回升，90.35% 的毛利率水平也与 17Q1 的 91.16% 较为相近。
- **税金及附加金额/营业收入方面，17Q3 达到 15.82%，相比 17Q1 的 14.83% 和 17Q2 的 13.29% 有所上升。**尽管环比看有所上升，不过同比 16Q3 的 16.13% 仍保持基本稳定。16Q4 的 22.86% 是去年全年季度最高数据，预计 17Q4 超过这一比例的可能性不大。

- Q3 整体费用率为 8.85%，创造了近 5 年来的单季度最好水平。而同比改善的效果更加明显（16Q3 为 13.70%，同比下降 4.85 个百分点），主要是 16Q3 的管理费用率较高。则同比比较来看，毛利率同比略降、但费用率大幅降低的情况下，17Q3 单季度的销售净利率同比大幅提升 4.29 个百分点至 51.02%。因此，费用端的同比大幅改善是本季度利润端增速显著高于收入端增速的最核心原因。
- **Q3 加速发货批价维稳效果出色，Q4 提前批大概率仍提前执行：**17Q3 业绩超预期核心建立在本期发货加速的大背景之下。从实际效果来看，茅台 17Q3 发货加速的举动对稳定批价的效果是较为出色的，批价 1300-1350 元控制为中枢值，终端价 1299 元也得到了良好的实施，实现了公司经济效益和社会口碑的双赢。不过今年前三季度，茅台已累计发货茅台酒约 2.3-2.4 万吨，年初制定的 2.6-2.7 万吨的额度已基本接近用尽，因此我们判断今年公司仍然大概率会在 11 月内提前执行 18 年计划。双节过后，发货节奏有所降速，因此近期批价重回升势，后期茅台酒量价博弈的局面预计仍将持续存在，但批价大势向上的走势已不可逆转。

投资建议

- **维持买入评级，高端复苏最确定品种。**我们上调此前盈利预测，在不考虑提价的假设下，预计 17-19 年公司营业收入分别为 565 亿元、650 亿元、721 亿元，同比增长 41%、15%、11%；EPS 分别为 18.65 元、22.00 元、25.10 元，同比增长 40%、18%、14%，目前股价对应 PE 为 30X/26X/23X，维持“买入”评级，给予目标价 660 元，对应 18 年 PE30X。

风险提示

- 批价大幅泡沫化/需求下滑

图表 1: 财务预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 主营业务收入 | 31,574 | 32,660 | 40,155 | 56,544 | 65,038 | 72,124 | 货币资金 | 27,711 | 36,801 | 66,855 | 75,064 | 90,243 | 99,876 |
| 增长率 | | 3.4% | 23.0% | 40.8% | 15.0% | 10.9% | 应收款项 | 1,933 | 8,627 | 895 | 1,296 | 1,491 | 1,653 |
| 主营业务成本 | -2,398 | -2,612 | -3,533 | -5,654 | -6,530 | -7,284 | 存货 | 14,982 | 18,013 | 20,622 | 26,335 | 30,413 | 33,928 |
| % 销售收入 | 7.6% | 8.0% | 8.8% | 10.0% | 10.0% | 10.1% | 其他流动资产 | 2,945 | 1,563 | 1,808 | 2,403 | 2,657 | 2,876 |
| 毛利 | 29,176 | 30,047 | 36,622 | 50,889 | 58,508 | 64,839 | 流动资产 | 47,571 | 65,005 | 90,181 | 105,098 | 124,803 | 138,333 |
| % 销售收入 | 92.4% | 92.0% | 91.2% | 90.0% | 90.0% | 89.9% | % 总资产 | 72.2% | 75.3% | 79.9% | 81.9% | 84.0% | 85.2% |
| 营业税金及附加 | -2,789 | -3,449 | -6,509 | -9,104 | -10,471 | -11,612 | 长期投资 | 64 | 29 | 29 | 34 | 34 | 34 |
| % 销售收入 | 8.8% | 10.6% | 16.2% | 16.1% | 16.1% | 16.1% | 固定资产 | 13,829 | 16,332 | 17,260 | 17,871 | 18,386 | 18,802 |
| 营业费用 | -1,675 | -1,485 | -1,681 | -2,658 | -2,602 | -2,459 | % 总资产 | 21.0% | 18.9% | 15.3% | 13.9% | 12.4% | 11.6% |
| % 销售收入 | 5.3% | 4.5% | 4.2% | 4.7% | 4.0% | 3.4% | 无形资产 | 3,588 | 3,781 | 3,720 | 3,653 | 3,595 | 3,542 |
| 管理费用 | -3,378 | -3,813 | -4,187 | -4,552 | -4,618 | -4,688 | 非流动资产 | 18,302 | 21,297 | 22,754 | 23,304 | 23,760 | 24,124 |
| % 销售收入 | 10.7% | 11.7% | 10.4% | 8.1% | 7.1% | 6.5% | % 总资产 | 27.8% | 24.7% | 20.1% | 18.1% | 16.0% | 14.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 21,334 | 21,300 | 24,245 | 34,576 | 40,818 | 46,080 | 资产总计 | 65,873 | 86,301 | 112,935 | 128,403 | 148,563 | 162,458 |
| % 销售收入 | 67.6% | 65.2% | 60.4% | 61.2% | 62.8% | 63.9% | 短期借款 | 63 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 123 | 67 | 33 | 35 | 41 | 47 | 应付款项 | 3,416 | 10,566 | 20,306 | 29,309 | 33,531 | 37,049 |
| % 销售收入 | -0.4% | -0.2% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | 其他流动负债 | 7,066 | 9,486 | 16,714 | 8,934 | 10,192 | 4,185 |
| 资产减值损失 | 0 | 1 | -12 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 10,544 | 20,052 | 37,020 | 38,243 | 43,723 | 41,234 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 18 | 16 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 10,562 | 20,067 | 37,036 | 38,243 | 43,723 | 41,235 |
| 营业利润 | 21,460 | 21,372 | 24,266 | 34,612 | 40,859 | 46,127 | 普通股股东权益 | 53,430 | 63,926 | 72,894 | 85,256 | 97,695 | 111,886 |
| 营业利润率 | 68.0% | 65.4% | 60.4% | 61.2% | 62.8% | 64.0% | 少数股东权益 | 1,881 | 2,308 | 3,004 | 4,904 | 7,145 | 9,337 |
| 营业外收支 | -221 | -157 | -308 | -160 | -200 | -240 | 负债股东权益合计 | 65,873 | 86,301 | 112,935 | 128,403 | 148,563 | 162,458 |
| 税前利润 | 21,239 | 21,215 | 23,958 | 34,452 | 40,659 | 45,887 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 67.3% | 65.0% | 59.7% | 60.9% | 62.5% | 63.6% | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 所得税 | -5,613 | -5,547 | -6,027 | -9,130 | -10,775 | -12,160 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 26.4% | 26.1% | 25.2% | 26.5% | 26.5% | 26.5% | 每股收益 | 12.878 | 11.715 | 13.309 | 18.646 | 22.005 | 25.103 |
| 净利润 | 15,626 | 15,668 | 17,931 | 25,322 | 29,884 | 33,727 | 每股净资产 | 46.787 | 50.888 | 58.028 | 67.868 | 77.770 | 89.067 |
| 少数股东损益 | 920 | 952 | 1,212 | 1,899 | 2,241 | 2,192 | 每股经营现金净流 | 11.058 | 13.875 | 29.804 | 16.736 | 25.603 | 22.929 |
| 归属于母公司的净利润 | 14,707 | 14,716 | 16,718 | 23,423 | 27,643 | 31,535 | 每股股利 | 4.374 | 4.374 | 6.171 | 8.646 | 12.103 | 13.807 |
| 净利率 | 46.6% | 45.1% | 41.6% | 41.4% | 42.5% | 43.7% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 27.52% | 23.02% | 22.94% | 27.47% | 28.30% | 28.18% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 22.33% | 17.05% | 14.80% | 18.24% | 18.61% | 19.41% |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 投入资本收益率 | 28.35% | 23.75% | 23.91% | 28.19% | 28.62% | 27.94% |
| 净利润 | 16,269 | 16,455 | 17,931 | 25,322 | 29,884 | 33,727 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 920 | 952 | 1,212 | 1,899 | 2,241 | 2,192 | 主营业务收入增长率 | 2.11% | 3.44% | 22.95% | 40.81% | 15.02% | 10.89% |
| 非现金支出 | 753 | 841 | 936 | 1,027 | 1,124 | 1,221 | EBIT增长率 | 0.59% | -0.16% | 13.83% | 42.61% | 18.05% | 12.89% |
| 非经营收益 | 86 | -338 | -588 | 160 | 200 | 240 | 净利润增长率 | -1.88% | 0.06% | 13.61% | 40.10% | 18.02% | 14.08% |
| 营运资金变动 | -4,480 | 471 | 19,162 | -5,485 | 954 | -6,386 | 总资产增长率 | 18.79% | 31.01% | 30.86% | 13.70% | 15.70% | 9.35% |
| 经营活动现金净流 | 12,629 | 17,430 | 37,440 | 21,024 | 32,162 | 28,803 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -4,421 | -2,053 | -1,019 | -1,732 | -1,780 | -1,826 | 应收账款周转天数 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资 | -10 | 35 | 0 | -6 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 2,041.3 | 2,305.0 | 1,995.7 | 1,700.0 | 1,700.0 | 1,700.0 |
| 其他 | -149 | -31 | -83 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 75.5 | 111.0 | 99.3 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 投资活动现金净流 | -4,580 | -2,049 | -1,103 | -1,738 | -1,780 | -1,826 | 固定资产周转天数 | 119.9 | 127.6 | 131.4 | 96.6 | 86.3 | 79.4 |
| 股权筹资 | 35 | 0 | 16 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权筹资 | 67 | -56 | 0 | -16 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -49.99% | -55.56% | -88.08% | -83.26% | -86.08% | -82.39% |
| 其他 | -5,149 | -5,548 | -8,350 | -11,061 | -15,204 | -17,344 | EBIT利息保障倍数 | -173.2 | -316.7 | -730.8 | -974.5 | -987.7 | -970.2 |
| 筹资活动现金净流 | -5,047 | -5,604 | -8,334 | -11,077 | -15,204 | -17,343 | 资产负债率 | 16.03% | 23.25% | 32.79% | 29.78% | 29.43% | 25.38% |
| 现金净流量 | 3,002 | 9,776 | 28,003 | 8,209 | 15,179 | 9,634 | | | | | | | |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 3 | 6 | 24 | 28 |
| 增持 | 0 | 3 | 5 | 25 | 29 |
| 中性 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.50 | 1.58 | 1.54 | 1.53 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

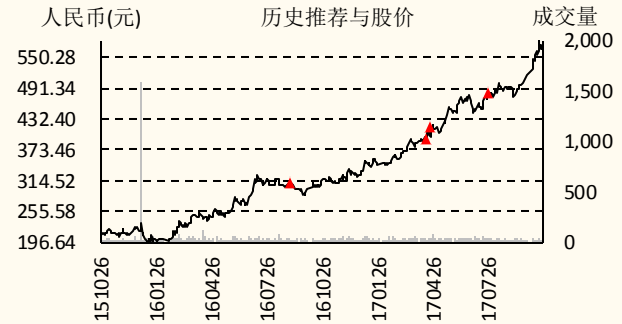
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|--------|---------------|
| 1 | 2016-09-05 | 买入 | 305.78 | 330.00~335.00 |
| 2 | 2016-12-25 | 买入 | 320.03 | 380.00~380.00 |
| 3 | 2017-04-17 | 买入 | 395.79 | 450.00~450.00 |
| 4 | 2017-04-25 | 买入 | 398.55 | N/A |
| 5 | 2017-07-28 | 买入 | 473.87 | N/A |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH