

不断超预期

——贵州茅台（600519）三季度财报点评

2017年10月26日

强烈推荐/维持

贵州茅台

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	
范堃基	分析师	执业证书编号: S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

事件:

公司前三季度公司收入 424.50 亿元，同比增长 59.40%，前三季度公司归属上市公司股东净利润 199.84 亿元，同比增长 60.31%，公司前三季度业绩大幅超预期。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	10250.87	8486.75	8795.12	12622.35	13913.41	11580.49	18993.48
增长率（%）	16.91%	13.13%	14.77%	28.59%	33.24%	32.95%	115.88%
毛利率（%）	92.34%	91.32%	91.13%	90.31%	91.16%	87.74%	90.35%
期间费用率（%）	10.74%	14.20%	14.25%	19.58%	14.62%	13.13%	9.20%
营业利润率（%）	72.11%	67.90%	63.72%	50.01%	66.05%	67.40%	68.53%
净利润（百万元）	5212.08	4165.12	3952.99	4600.45	6544.83	5499.61	9317.03
增长率（%）	12.61%	11.48%	05.07%	06.29%	25.57%	32.04%	135.70%
每股盈利（季度，元）	3.89	3.12	2.92	3.39	4.87	4.08	6.95
资产负债率（%）	21.78%	29.51%	32.21%	32.79%	30.70%	34.32%	30.83%
净资产收益率（%）	7.35%	6.18%	5.55%	6.06%	7.94%	6.96%	10.54%
总资产收益率（%）	5.75%	4.36%	3.76%	4.07%	5.50%	4.57%	7.29%

观点:

- ▶ 前三季度公司收入424.50亿元，同比增长59.40%，三季度收入189.93亿元，同比增长115.95%。前三季度公司归属上市公司股东净利润199.84亿元，同比增长60.31%，三季度归属上市公司股东净利润87.32亿元，同比增长138.41%。公司前三季度收入已经超过去年全年收入水平，三季度业绩增长大幅超预期。
- ▶ 三季度公司收入超预期增长主要来自销量大幅增长。公司8月制定了今年中秋国庆双节向市场投放5600吨普通茅台和600吨其他规格品种茅台酒的计划，相比之前计划4500吨的投放计划增加了1700吨。

- 8月上半月茅台一批价格普遍超过1500元，渠道处于缺货状态，8月16日后发货量提升至180吨/日，一批价格回落到1300元，批价的回落并刺激终端消费需求的释放。我们认为公司三季度放量挤压了渠道的短期囤货行为，有利于茅台价格的长期提升。
- 2017年茅台全年基酒产量达到42771吨，完成全年计划的130.9%，到三季度末包装生产47480吨，其中茅台酒包装23318吨。公司原计划2017年完成茅台酒投放2.68万吨，我们估计2017年实际投放量可能超过3万吨。2018年公司基酒产量目标为4.61万吨，比2017年产量计划增长约3300吨。终端市场对茅台需求还在增长中，预计2018年销量也将保持高速增长。
- 公司前三季度营业税金及附加64.23亿元，同比增长77.28%，三季度营业税金及附加30.05亿元，同比增长119.19%，营业税金及附加主要是消费税构成，消费税政策收紧对公司业绩影响已不显著。前三季度销售费用19.78亿元，同比增长201.98%，三季度销售费用5.99亿元，同比增长123.51%。公司推进的“133”品牌战略和酱香系列酒“5+5”市场策略更多面向终端消费群体，品牌价值的提升支撑了价格上涨趋势。
- 公司前三季度少数股东损益13.77亿元，同比增长59.33%，三季度公司少数股东损益5.84亿元，同比增长101.36%。少数股东损益主要来自茅台子公司销售公司和地区经销商成立合资公司的少数股东权益。少数股东损益同步公司业绩增长反映了广东、河南经销商合资公司已经给参股经销商创造了利润，经销商合资公司模式运作取得成功，未来有望继续推广到其他地区。

结论：

公司前三季度业绩超预期来自销量的大幅增长，预计需求的强势可延续至2018年春节销售旺季。经销商合资公司模式在广东和河南运转良好，其他地区也有望复制此模式增加公司对终端价格的掌控力。预计公司2017年至-2019年EPS分别为18.41元、24.33元和30.01元，公司未来6个月目标价680元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	65005	90181	110601	137939	171116	营业收入	33447	40155	52154	67547	81984
货币资金	36801	66855	84007	105304	132327	营业成本	2538	3410	3917	4646	5446
应收账款	0	0	43	56	67	营业税金及附加	3449	6509	7781	9977	11989
其他应收款	48	77	100	130	158	营业费用	1485	1681	2910	3618	4172
预付款项	1478	1046	1829	2759	3848	管理费用	3813	4187	4756	6037	6961
存货	18013	20622	21246	25204	29543	财务费用	-67	-33	-753	-944	-1184
其他流动资产	0	231	231	231	231	资产减值损失	-0.54	12.33	1.00	2.00	2.00
非流动资产合计	21297	22754	20446	18163	15857	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.87	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	11416	14453	13825	12437	10868	营业利润	22159	24266	33542	44210	54598
无形资产	3582	3532	3179	2825	2472	营业外收入	4.82	8.55	6.00	8.00	6.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	162.10	316.30	160.00	100.00	100.00
资产总计	86301	112935	131047	156103	186974	利润总额	22002	23958	33388	44118	54504
流动负债合计	20052	37020	27950	30756	34174	所得税	5547	6027	8514	11250	13898
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	16455	17931	24874	32868	40605
应付账款	881	1041	483	573	671	少数股东损益	952	1212	1750	2300	2800
预收款项	8262	17541	19627	22329	25608	归属母公司净利润	15503	16718	23124	30568	37805
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	26436	28607	35006	45549	55720
非流动负债合计	16	16	90	170	250	BPS (元)	12.34	13.31	18.41	24.33	30.10
长期借款	0	0	90	170	250	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	20067	37036	28040	30926	34424	成长能力					
少数股东权益	2308	3004	4754	7054	9854	营业收入增长	3.82%	20.06%	29.88%	29.51%	21.37%
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	0.25%	9.51%	38.23%	31.80%	23.50%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润	38.31%	7.84%	38.31%	32.19%	23.68%
未分配利润	54879	62718	71967	84195	99317	获利能力					
归属母公司股东权	63926	72894	87515	107384	131958	毛利率(%)	92.41%	91.51%	92.49%	93.12%	93.36%
负债和所有者权	86301	112935	120310	145365	176236	净利率(%)	49.20%	44.65%	47.69%	48.66%	49.53%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	17436	37451	24283	30973	38993	偿债能力					
净利润	16455	17931	24874	32868	40605	资产负债率(%)	23%	33%	23%	21%	20%
折旧摊销	4343.9	4374.4	0.00	2282.9	2305.9	流动比率	3.24	2.44	3.96	4.48	5.01
财务费用	-67	-33	-753	-944	-1184	速动比率	2.34	1.88	3.20	3.67	4.14
应收账款减少	0	0	-43	-13	-12	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2086	2702	3279	总资产周转率	0.44	0.40	0.45	0.51	0.51
投资活动现金流	-2049	-1103	169	-2	-2	应收账款周转率	14744	348011	2433	1373	1334
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	42.11	41.79	68.47	127.97	131.78
长期股权投资减少	0	0	29	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	12.34	13.31	18.41	24.33	30.10
筹资活动现金流	-5588	-8335	-7300	-9675	-11968	每股净现金流(最新)	7.80	22.30	13.65	16.95	21.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	50.89	58.03	69.67	85.48	105.05
长期借款增加	0	0	90	80	80	估值比率					
普通股增加	114	0	0	0	0	P/E	45.84	42.50	30.73	23.25	18.80
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	11.12	9.75	8.12	6.62	5.39
现金净增加额	9800	28014	17152	21296	27023	EV/EBITDA	25.49	22.50	17.90	13.29	10.38

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。