



买入

33% ↑

目标价格:人民币 750.00

原目标价格:人民币 600.00

600519.CH

价格:人民币 565.67

目标价格基础:36倍 17年市盈率

板块评级:增持

本报告要点

■ 17年3季报点评

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	71.6	11.5	18.4	83.5
相对上证指数	63.3	9.9	13.6	75.0

发行股数(百万)	1,256
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	710,593
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,390
净负债比率(%) (2017E)	102
主要股东(%)	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	62

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年10月26日收市价为标准

相关研究报告

《中报总结之白酒: 白酒中报超预期, 印证向好趋势, 继续坚守》2017.9.6

《贵州茅台中报点评: 收入、利润、预收款都超预期, 白酒中流砥柱》2017.7.28

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

贵州茅台

需求强劲, 基数偏低, 业绩任性

贵州茅台公告 17 年 3 季报。17 年 1-3 季度实现营收 424.5 亿, 同比增 59.4%, 净利 199.8 亿, 同比增 60.3%, 3 季度营收 182.6 亿, 同比增 115.9%, 净利 87.3 亿, 同比增 138.4%, 1-3 季度每股收益 15.91 元, 期末预收款 174.7 亿, 同比持平。3 季度业绩大超预期。我们将目标价格上调至 750.00 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 1-3Q17 营收增 59%, 其中 3Q17 营收同比增 116%, 估计茅台酒销量 1 万吨左右。扣除系列酒, 估计 1-3Q17 茅台酒收入增长 52%。虽然茅台酒未直接提价, 由于计划外和非标占比提升, 估计茅台酒均价同比小幅上升, 1-3Q17 报表销量 2.3-2.4 万吨, 其中 3Q17 销量 1 万吨左右。
- 单季预收款变化方向不同, 终端需求非常强劲, 3Q17 收入增速超出市场最乐观的预期。供给方面, 公司 3 季度正常出货, 还补齐了前期的欠货。上半年发货速度慢, 为了平抑价格, 8 月中旬-9 月公司一次性补齐前期欠的计划, 出货量高达 6,200 吨。由于 3Q16 预收款环比大幅上升 59 亿, 收入确认并不充分, 基数偏低, 而 3Q17 收入正常确认, 预收款环比降 3 亿, 3Q17 茅台酒 (收入+预收款变化) 增长 27%。我们在以前的报告中多次强调, 白酒真实需求需综合考虑量价, 即终端销售额。根据我们估算, 1H17 一批价同比上涨 40-45%, 茅台酒报表出货量增长 20% 左右, 扣除预收款影响, 估计茅台酒出货增长 10% 左右, 因此茅台终端销售额增幅 60% 左右, 终端需求非常强劲。若扣除预收款调节、渠道囤货的影响后, 我们判断 3Q17 终端销售额增幅环比小幅提升。
- 1-3Q17 系列酒收入 40 亿, 估计增速超过 210%。1-3Q17 销售费用同比增 13 亿, 估计主要投向系列酒。经销商加入系列酒销售后, 未来有望获得一定比例的茅台酒配额。3Q17 末经销商数量达到 3,069 家, 环比年初增加 653 家, 我们估计主要由于系列酒经销商增加所致。
- 需求趋势不变, 提价预期强烈, 蓄水池充足, 2018 年业绩将继续保持 40% 的高增长。消费习惯改变带来产品结构出现跳跃式升级, 营销模式变化支撑品牌白酒全国扩张, 预计以上市公司为主体的品牌白酒 17-18 年收入增 20% 以上, 而作为中国最强白酒品牌, 茅台最受益。由于供给收缩、需求强劲, 国庆后茅台价格继续回升, 经销商调货价回升至 1,360-1,380 元, 显示渠道库存并未超出合理区间, 经销商对未来的价格预期依然乐观。茅台已有 6 年未提出厂价, 当前每瓶进销差价超过 500 元, 过高的渠道利润并不合适, 因此我们判断茅台 2018 年提价可能高。当前的预收款仍高达 175 亿, 蓄水池充足。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期。

估值

- 我们上调 17、18 年盈利预测, 预计 17-18 年每股收益 20.57、28.88 元, 同比增 55%、40%。我们判断 18 年提价的概率较高, 业绩成长确定性高, 维持买入的评级, 目标价格由 600.00 元上调至 750.00 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	33,447	40,155	60,679	80,364	99,008
变动(%)	8	20	51	32	23
净利润(人民币 百万)	15,503	16,718	23,342	33,285	41,811
全面摊薄每股收益(人民币)	12.341	13.309	20.572	28.885	36.070
变动(%)	(6.9)	7.8	54.6	40.4	24.9
市场预期每股收益(人民币)			17.214	21.876	26.183
原先预测摊薄每股收益(人民币)			17.018	22.389	25.775
调整幅度(%)			20.9	29.0	39.9
全面摊薄市盈率(倍)	45.8	42.5	27.5	19.6	15.7
价格/每股现金流量(倍)	40.2	17.8	18.1	17.9	14.0
每股现金流量(人民币)	14.09	31.75	31.33	31.53	40.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.3	25.5	17.3	11.9	9.1
每股股息(人民币)	0.000	6.647	10.275	14.427	18.016
股息率(%)	n.a.	1.2	1.8	2.6	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

图表 1. 2017 年三季报快读：营收、净利分别增 115.9%、138.4%

(人民币, 百万)	3Q16	3Q17	同比增长(%)	1-3Q16	1-3Q17	同比增长(%)
营业收入	8,459.0	18,260.0	115.9	26,632.0	42,450.0	59.4
营业成本	750.0	1,762.0	135.0	2,225.0	4,273.0	92.0
毛利率(%)	91.1	90.3	(0.8)	91.6	89.9	(1.7)
毛利	7,709.0	16,498.0	114.0	24,406.0	38,177.0	56.4
营业税金及附加	1,418.0	3,005.0	111.9	3,624.0	6,424.0	77.3
销售费用	268.0	599.0	123.8	655.0	1,978.0	201.9
管理费用	927.0	1,083.0	16.9	2,786.0	3,115.0	11.8
财务费用	11.0	(2.0)	(116.2)	(1.0)	(39.0)	(2,916.3)
资产减值损失	0.0	(5.0)	(10,943.7)	5.0	(8.0)	(249.4)
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	5,389.0	12,513.0	132.2	18,150.0	28,637.0	57.8
营业利润率(%)	63.7	68.5	4.8	68.1	67.5	(0.7)
营业外收入	3.0	4.0	44.7	8.0	10.0	18.3
营业外支出	120.0	108.0	(9.7)	120.0	154.0	28.4
利润总额	5,273.0	12,409.0	135.4	18,038.0	28,493.0	58.0
所得税	1,320.0	3,092.0	134.3	4,708.0	7,131.0	51.5
所得税率(%)	24.5	24.7	0.2	25.9	24.9	(1.0)
少数股东权益	290.0	584.0	101.4	865.0	1,378.0	59.3
归属于母公司净利润	3,662.9	8,733.0	138.4	12,465.6	19,983.9	60.3
净利率(%)	46.7	51.0	4.3	50.1	50.3	0.3
每股收益(元)	2.9	7.0	138.4	9.9	15.9	60.3

资料来源：万得，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	33,447	40,155	60,679	80,364	99,008
销售成本	(5,988)	(9,919)	(15,776)	(20,100)	(24,764)
经营费用	(4,456)	(4,957)	(9,020)	(9,783)	(11,224)
息税折旧前利润	23,003	25,279	35,884	50,481	63,020
折旧及摊销	841	923	1,264	1,480	1,659
经营利润(息税前利润)	22,162	24,355	34,620	49,000	61,361
净利息收入/(费用)	0	0	79	101	123
其他收益/(损失)	(153)	(308)	(308)	(308)	(308)
税前利润	22,002	23,958	34,351	48,743	61,115
所得税	(5,547)	(6,027)	(9,213)	(12,936)	(16,154)
少数股东权益	(952)	(1,212)	(1,797)	(2,522)	(3,150)
净利润	15,503	16,718	23,342	33,285	41,811
核心净利润	15,464	16,641	23,260	33,203	41,730
每股收益(人民币)	12.341	13.309	20.572	28.885	36.070
核心每股收益(人民币)	12.310	13.247	18.516	26.431	33.219
每股股息(人民币)	0.000	6.647	10.275	14.427	18.016
收入增长(%)	8	20	51	32	23
息税前利润增长(%)	5	10	42	42	25
息税折旧前利润增长(%)	6	10	42	41	25
每股收益增长(%)	(7)	8	55	40	25
核心每股收益增长(%)	(7)	8	40	43	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	22,002	23,958	34,351	48,743	61,115
折旧与摊销	841	923	1,264	1,480	1,659
净利息费用	0	0	(40)	(51)	(62)
运营资本变动	(6,694)	7,733	(457)	(439)	(415)
税金	(7,451)	(8,452)	(10,306)	(14,981)	(18,954)
其他经营现金流	8,999	15,728	14,539	4,851	7,375
经营活动产生的现金流	17,697	39,890	39,352	39,605	50,718
购买固定资产净值	(2,061)	(1,019)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	485	621	0	0	0
其他投资现金流	1,576	(1,723)	(333)	(853)	(927)
投资活动产生的现金流	0	(2,121)	(1,833)	(2,353)	(2,427)
净增权益	0	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	2,501	8,986	0	0	0
支付股息	(5,554)	(8,351)	(12,908)	(18,124)	(22,632)
其他融资现金流	(5,554)	(8,351)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(8,607)	(7,715)	(12,908)	(18,124)	(22,632)
现金变动	9,090	30,054	24,611	19,128	25,659
期初现金	27,711	36,801	66,855	91,466	110,594
公司自由现金流	17,697	37,769	37,519	37,252	48,292
权益自由现金流	20,131	46,722	37,479	37,201	48,230

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	38,364	68,663	93,610	113,433	139,751
应收帐款	8,627	895	1,352	1,791	2,206
库存	18,013	20,622	35,921	42,779	52,704
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	65,005	90,181	130,883	158,003	194,661
固定资产	16,311	17,199	18,164	19,186	20,108
无形资产	3,582	3,532	3,355	3,179	3,002
其他长期资产	1,402	2,023	2,023	2,023	2,023
长期资产总计	21,296	22,754	23,543	24,388	25,133
总资产	86,301	112,935	154,425	182,391	219,794
应付帐款	881	1,041	1,813	2,159	2,659
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	19,171	35,980	62,865	71,061	83,707
流动负债总计	20,052	37,020	64,677	73,219	86,367
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16	16
股本	63,926	72,894	85,829	103,990	126,669
储备	0	0	0	0	0
股东权益	63,926	72,894	85,829	103,990	126,669
少数股东权益	2,308	3,004	3,904	5,166	6,743
总负债及权益	86,301	112,935	154,425	182,391	219,794
每股帐面价值(人民币)	50.89	58.03	68.32	82.78	100.84
每股有形资产(人民币)	48.04	55.22	65.65	80.25	98.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(29.30)	(53.22)	(72.81)	(88.04)	(108.46)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	68.8	63.0	59.1	62.8	63.7
息税前利润率(%)	66.3	60.7	57.1	61.0	62.0
税前利润率(%)	65.8	59.7	56.6	60.7	61.7
净利率(%)	46.4	41.6	38.5	41.4	42.2
流动性					
流动比率(倍)	3.2	2.4	2.0	2.2	2.3
利息覆盖率(倍)	(329.5)	(734.5)	(875.0)	(970.3)	(994.5)
净权益负债率(%)	55.6	88.1	101.9	101.3	102.1
速动比率(倍)	2.3	1.9	1.5	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	45.8	42.5	27.5	19.6	15.7
核心业务市盈率(倍)	46.0	42.7	30.6	21.4	17.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	60.9	56.6	40.5	28.4	22.6
市净率(倍)	11.1	9.7	8.3	6.8	5.6
价格/现金流(倍)	40.2	17.8	18.1	17.9	14.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.3	25.5	17.3	11.9	9.1
周转率					
存货周转天数	98.3	175.6	170.1	178.7	176.0
应收帐款周转天数	47.1	43.3	6.8	7.1	7.4
应付帐款周转天数	4.8	8.7	8.6	9.0	8.9
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	49.9	55.3	54.5	54.1
净资产收益率(%)	48.5	24.4	29.4	35.1	36.3
资产收益率(%)	38.4	18.3	19.0	21.4	22.4
已运用资本收益率(%)	66.9	34.3	41.9	49.3	50.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371