

食品饮料

2017年10月26日

贵州茅台 (600519)

——业绩大超预期 上调盈利预测 维持买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年10月25日

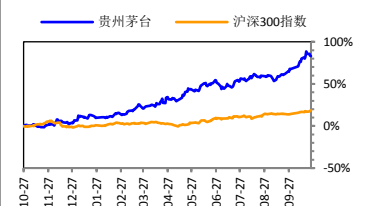
收盘价(元)	565.67
一年内最高/最低(元)	585.15/308.37
市净率	8.4
息率(分红/股价)	1.20
流通A股市值(百万元)	710593
上证指数/深证成指	3396.90 / 11437.21

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年09月30日

每股净资产(元)	67.15
资产负债率%	30.83
总股本/流通A股(百万)	1256/1256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贵州茅台(600519)点评：中报略超预期 供不应求常态化 上调目标价 维持买入》
2017/07/28

《贵州茅台(600519)点评：季报再超预期 多重举措保证市场良性增长 维持买入》
2017/04/25

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

周缘
(8621)23297818×转
zhouyuan@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**公司公布2017年三季报，前三季度实现营业收入424.5亿，同比增长59.4%，归母净利润199.84亿，同比增长60.31%，EPS为15.91元。期末预收账款174.72亿，环比17H1基本持平，同比16Q3也基本持平，预收账款仍然维持历史高位水平。单三季度实现营业收入190亿，同比增长116%，归母净利润87亿，同比增长138%。我们此前预计Q3收入和净利润增速分别为40%和40%，公司业绩大幅超预期。
- **投资评级与估值：**由于公司业绩大幅超预期，我们上调盈利预测，预测17-19年EPS为20.09、26.18、33.08元（前次为17、21.6、26.6元），同比增长50%、30%、26%，当前股价对应17-19年PE分别为28x、21.6x、17x，上调一年目标价至750元，18年合理估值区间25-30x，维持买入。销量上，三季度旺季迎来阶段性放量，估算Q3实际发货1万吨左右，前三季度发货已达2.3-2.4万吨，预计全年发货量大概率突破2.68万吨目标。价格上，三季度茅台通过增加发货量、云商调节、强化管控，成功稳住了价格，零售价指导价1299元，一批价目前在1350-1400元，处于合理水平。价格的稳定上涨而不是急涨对公司和整个行业的长远发展都有利，通过三季度的稳价，茅台夯实了消费基础，终端需求依然强劲。未来两年，由于受基酒的限制，供需矛盾或将加大，18-19年供给偏紧情况下，价格具备持续上涨空间。量价齐升，景气周期贯穿十三五。作为行业标杆，茅台依然是行业确定性最强的龙头，再次强调我们坚定看好茅台的理由：1、拥有极强的品牌力，不但构筑了高壁垒，也形成了产品的稀缺性，经过本轮行业调整，茅台在行业和消费者心中的地位明显强化；2、团队优秀，茅台新任党委书记和代总经理李保芳自15年上任后，与袁仁国董事长及其他领导班子一起，在不到一年时间使茅台酒销量稳步增长，价格稳步提升，基酒生产明显改善，系列酒迅速发力，已充分证明了团队驾驭市场的能力；3、茅台将引领行业进入新一轮提价周期，过去10年茅台提价CAGR接近10%，17年批价涨幅已超预期，未来出厂价提价时点渐近；4、相比五年前，现在茅台的消费结构以大众需求为主，需求结构更合理，消费升级将保证销量持续较快增长；5、茅台是整个白酒行业真正掌握定价权的公司，且成长性、盈利能力、偿债能力等均好于国际烈酒龙头，估值应享受溢价。

财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	38,862	42,450	58,270	74,293	91,610
同比增长率(%)	18.99	59.40	45.10	27.50	23.30
净利润(百万元)	16,718	19,984	25,242	32,892	41,560
同比增长率(%)	7.84	60.31	49.90	30.30	26.40
每股收益(元/股)	13.31	15.91	20.09	26.18	33.08
毛利率(%)	91.2	89.9	90.7	91.4	92.0
ROE(%)	22.9	23.7	28.2	30.0	30.8
市盈率	43		28	22	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

- **茅台酒与系列酒双轮驱动，均维持高增长态势。**17年前三季度茅台营收424.5亿，其中茅台酒384.04亿，单三季度茅台酒实现收入167.74亿，以2016年吨酒价格160万推算，测算利润表对应茅台酒17Q3销量大约1.05万吨，环比17Q2接近翻倍增长，单季度发货明显放大。由于预收款三季度末环比二季度末基本持平，因此可理解为三季度发货全部确认收入，而16年Q3确认收入88亿，预收款16Q3环比16Q2增加约60亿，因此可推算16Q3同期发货约7000-8000吨，推算单季度茅台酒的同比增速约40%。分渠道看，直销渠道收入40.04亿，占比9.44%，相比2016年直销渠道占比8.7%继续提升，相比17H1直销渠道占比10.13%略有下降。报告期末国内外经销商数量3069家，经销商数量增加653家，判断主要是系列酒经销商增加所致。17年前三季度系列酒收入40.19亿（截止到2017年9月19日，茅台酱香酒公司已实现收入43亿，提前100天完成全年任务），销量2.4万吨。2017年1-8月，系列酒已实现盈利8000万，系列酒延续高增长态势，茅台酒与系列酒双轮驱动战略卓有成效。17年前三季度经营活动产生的现金流净额227.87亿，同比下降30%，单三季度经营活动产生的现金流净额158.51亿同比下降16%。我们认为现金流下降的原因主要两方面，一是打款政策调整，17年5月茅台执行调整后的打款政策，打款到发货时间缩短到20天，减少提前打款，另一方面是税费支出的增加，前三季度支付各项税费190亿，同比增长48%。从销售端看，茅台依然呈现供不应求的态势，终端需求强劲。
- **费用率下降，盈利能力提升。**17年前三季度销售净利率50.32%，同比提高0.27个百分点；销售毛利率89.93%，同比下降1.71个百分点，毛利率的下降主要是由于系列酒的占比持续提升，净利率的提升主要是由于管理费用率下降。17年前三季度销售费用19.78亿，同比增加201.92%，销售费用的大幅增加主要是由于公司推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略，增加市场投入。销售费率4.45%，同比增加2.07个百分点，环比下降0.96个百分点。管理费用24.6亿，同比增加8.64%，管理费用率7%，同比下降3.12个百分点，环比下降0.97个百分点。营业税金及附加64.24亿，占收入比14.44%，维持正常水平，茅台消费税足额缴纳，预计未来也不会发生大幅波动。
- **批价稳步上行，已具备提价的客观条件，18年业绩更可期待。**上半年茅台一批价持续上涨一度接近1500元，三季度后公司增加发货量，加上茅台云商的推出指导价1299元，批价在9月上旬回落到1300-1350元。双节后随着发货量减少，批价重回升势，目前在1370-1400元，较出厂价有接近600元差距，渠道积累了较丰厚的利润，根据历史经验，目前已具备了提出厂价的客观条件。展望明年，我们认为茅台酒的收入增长将由以量为主，切换到量价齐升，加上系列酒的稳定增长，18年公司的收入和利润仍将维持高增长态势。
- **股价表现的催化剂：**上调出厂价、业绩超预期、国企改革
- **核心假设风险：**经济下行影响高端酒整体需求

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,574	32,660	38,862	58,270	74,293	91,610
营业收入同比增长率 (yoy)	2.11%	3.44%	18.99%	45.10%	27.50%	23.30%
减: 营业成本	2,339	2,538	3,410	5,443	6,416	7,325
毛利率 (%)	92.59%	92.23%	91.23%	90.70%	91.40%	92.00%
减: 营业税金及附加	2,789	3,449	6,509	9,323	11,887	14,658
主营业务利润	26,446	26,672	28,943	43,504	55,990	69,627
主营业务利润率 (%)	83.76%	81.67%	74.48%	74.66%	75.36%	76.00%
减: 销售费用	1,675	1,485	1,681	2,564	3,120	3,481
减: 管理费用	3,378	3,813	4,187	4,953	5,943	6,871
减: 财务费用	-123	-67	-33	-80	-103	-143
经营性利润	21,516	21,442	23,108	36,067	47,030	59,418
经营性利润同比增长率 (yoy)	-0.72%	-0.35%	7.77%	47.81%	30.40%	26.34%
经营性利润率 (%)	68.15%	65.65%	59.46%	61.90%	63.30%	64.86%
减: 资产减值损失	0	-1	12	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	4	0	0	0	0
营业利润	22,103	22,159	24,266	36,066	47,030	59,419
加: 营业外净收入	-221	-157	-308	-234	-273	-253
利润总额	21,882	22,002	23,958	35,832	46,757	59,166
减: 所得税	5,613	5,547	6,027	8,968	11,703	14,809
净利润	16,269	16,455	17,931	26,864	35,054	44,357
少数股东损益	920	952	1,212	1,621	2,163	2,797
归属于母公司所有者的净利润	15,350	15,503	16,718	25,242	32,892	41,560
净利润同比增长率 (yoy)	1.41%	1.00%	7.84%	49.90%	30.30%	26.40%
全面摊薄总股本	1,142	1,256	1,256	1,382	1,382	1,382
每股收益 (元)	13.44	12.34	13.31	20.09	26.18	33.08
归属母公司所有者净利润率 (%)	48.62%	47.47%	43.02%	42.00%	43.50%	45.30%
ROE	28.73%	24.25%	22.94%	28.20%	30.00%	30.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。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。