

贵州茅台 (600519. SH)

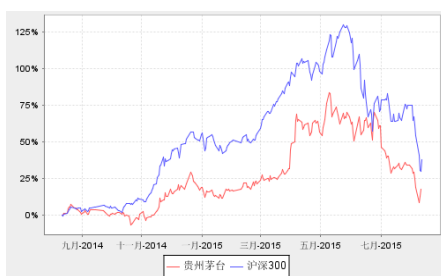
一批价已进入回升通道，公司发展更稳健

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**282**
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001
 021-20315176
 huyc@r.qlzq.com.cn fanjs@r.qlzq.com.cn
 2016年04月04日

基本状况

总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	245.09
市值(百万元)	307,882
流通市值(百万元)	307,882

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	30,921.8	31,573.9	32,658.7	35,925.4	38,536.5
营业收入增速	16.88%	2.11%	3.44%	10.00%	7.27%
净利润增长率	13.74%	1.41%	1.00%	14.13%	8.44%
摊薄每股收益(元)	14.58	13.44	12.34	14.09	15.28
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	8.81	14.11	20.38	17.86	16.47
PEG	0.64	10.02	20.34	1.26	1.95
每股净资产(元)	41.05	46.79	49.97	58.56	67.84
每股现金流量(元)	12.19	11.06	14.95	16.11	16.41
净资产收益率	35.51%	28.73%	24.70%	24.06%	22.52%
市净率	3.13	4.05	5.03	4.30	3.71
总股本(百万元)	1,038.18	1,142.00	1,256.00	1,256.00	1,256.00

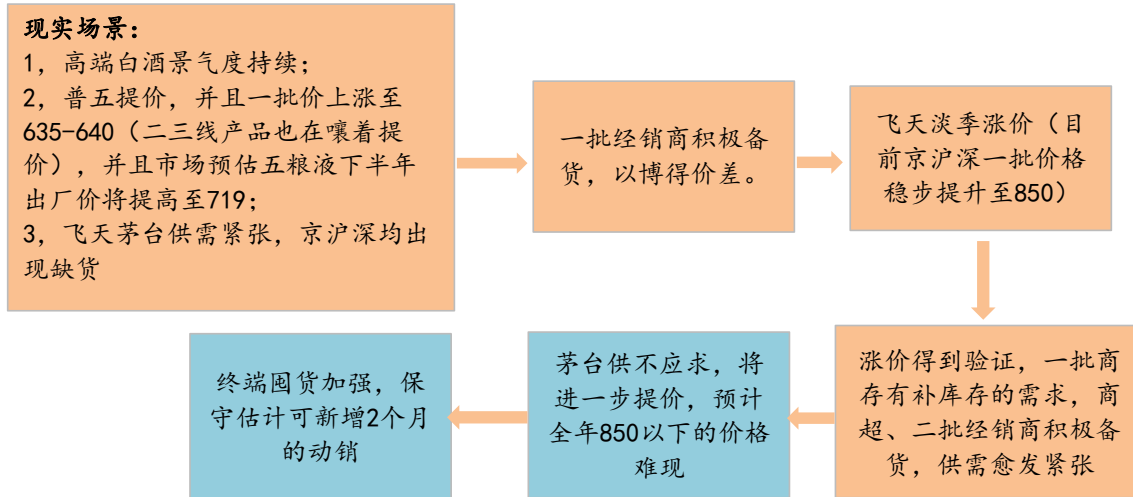
备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **事件：**最新渠道调研显示，飞天茅台在北京、上海、深圳、成都等地均有缺货的情况，京沪深等地飞天茅台的一批价格已经有3月下旬的830-840回升至850附近。
- **点评：**我们认为一线城市一批价的上涨折射出飞天茅台的供应紧张格局，强劲的需求一方面来自于消费升级带来的惯性增长(2015年销量增长20%之余)，另一方面则来自于春糖之后经销商囤货的意愿加强。我们预估供应偏紧的格局至少能够持续到二季度，2016年后期京沪深等地的一批价格很难跌破850。价格的稳步上扬将公司最大的风险(经销商不盈利的风险)释放，有利于公司长期稳健的发展。
- **一季度销量同比两位数增长，二季度再现供不应求。**目前飞天茅台价格处于较低的位置(以前居民消费可支配收入每月只能购买3瓶茅台，现在可购买4-5瓶)，而消费升级是大势所趋，正是“消费升级+低价”的条件使得飞天茅台在2015年实现了20%以上的放量增长，我们认为消费升级的趋势可继续保持，结合一季度的集团数据和我们的草根调研，一季度销量同比可实现两位数增长。春糖期间五粮液宣布提价，并且市场预估普五下半年将进一步提价至719(或729)，外加上近期CPI超预期，经销商和终端囤高档白酒的意愿加强，茅台相较于五粮液，价格和抗通胀的功能上均有优势，渠道更加愿意多买飞天以备不时之需。正是因为这些需求，促使了茅台在四月淡季再现供应紧张。
- **一批价稳步提升至850，我们大胆预估2016年后期京沪深等地的一批价格很难跌破850。**4月初的飞天一批价格较三月下旬提高10-15元，已经达到850元。由于茅台现在是按照月份来发货，并且目前经销商库存低下，供应偏紧的格局短期难以改变，预估一批价格继续稳步提升。淡季供应偏紧的格局以及一

批价的稳步提升强化了渠道囤货的动力，使得供应偏紧的格局持续，价格也随之水涨船高。我们预估这样的格局能够持续到二季度，三季度再度迎来需求小旺季，公司也暗示下半年适当控制出货量，价格更是易涨难跌，我们大胆预估 2016 年后期京沪深等地的一批价格很难跌破 850。

图表 1：涨价预期下，中间环节囤货意愿加强，量价齐升格局可期



来源：中泰证券研究所

- **量价齐升格局再现，一批经销商风险释放。**我们以前报告中所设想的长期适用于茅台的最佳发货策略——“适度提价+持续放量”。对于整个 16 年，虽说公司下半年对于销量有意控制在 8000 吨左右，但基于高端白酒市场整体动销强劲和蓄水池保证，茅台 16 年 Q1 收入增长两位数以上，全年最终实现两位数的增长也是非常有可能的。因淡季供不应求的格局在持续，预估一批价格在后期很难跌破 850。如一批价持续稳定在 850 以上，对于茅台的经销商是莫大的鼓舞，经销商不盈利的风险将释放（公司领导多次表示经销商不盈利的风险是公司最大的风险），有利于公司长期稳健的发展。
- **目标价 282 元，维持“买入”评级。**预计公司 2016-2017 年实现营业收入分别为 359、385 亿元，同比增长 10.00%、7.27%，实现净利润分别为 177、192 亿元，同比增长 14.13%、8.44%，对应 EPS 为 14.09、15.28 元。我们认为公司经销商不盈利的风险释放，公司发展将更健康，估值可回升至 20xPE，对应 2016 年目标价 282 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业恶性竞争、食品品质事故。

图表 2：贵州茅台财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	26,455	30,922	31,574	32,659	35,925	38,537
增长率	43.76%	16.9%	2.1%	3.4%	10.0%	7.3%
营业成本	-2,044	-2,194	-2,339	-2,774	-2,735	-3,011
%销售收入	7.7%	7.1%	7.4%	8.5%	7.6%	7.8%
毛利	24,411	28,728	29,235	29,885	33,191	35,526
%销售收入	92.3%	92.9%	92.6%	91.5%	92.4%	92.2%
营业税金及附加	-2,573	-2,791	-2,789	-2,939	-3,197	-3,449
%销售收入	9.7%	9.0%	8.8%	9.0%	8.9%	9.0%
营业费用	-1,225	-1,858	-1,675	-1,891	-1,976	-2,081
%销售收入	4.6%	6.0%	5.3%	5.8%	5.5%	5.4%
管理费用	-2,204	-2,835	-3,378	-3,302	-3,449	-3,622
%销售收入	8.3%	9.2%	10.7%	10.1%	9.6%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	18,410	21,244	21,393	21,753	24,568	26,373
%销售收入	69.6%	68.7%	67.8%	66.6%	68.4%	68.4%
财务费用	421	429	123	997	1,356	1,738
%销售收入	-1.6%	-1.4%	-0.4%	-3.1%	-3.8%	-4.5%
资产减值损失	-3	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3	3
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	18,831	21,678	21,519	22,753	25,928	28,115
营业利润率	71.2%	70.1%	68.2%	69.7%	72.2%	73.0%
营业外收支	-130	-246	363	-248	-220	-240
税前利润	18,700	21,432	21,882	22,505	25,708	27,875
利润率	70.7%	69.3%	69.3%	68.9%	71.6%	72.3%
所得税	-4,692	-5,467	-5,613	-5,741	-6,570	-7,124
所得税率	25.1%	25.5%	25.7%	25.5%	25.6%	25.6%
净利润	14,008	15,965	16,269	16,764	19,138	20,751
少数股东损益	700	828	920	1,260	1,444	1,564
归属于母公司的净利润	13,308	15,137	15,350	15,504	17,694	19,186
净利率	50.3%	49.0%	48.6%	47.5%	49.3%	49.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	14,008	15,965	16,269	16,764	19,138	20,751
少数股东损益	0	0	0	1,260	1,444	1,564
非现金支出	438	554	757	838	932	984
非经营收益	-144	-176	86	247	217	237
营运资金变动	-2,381	-3,688	-4,480	932	-53	-1,356
经营活动现金净流	11,921	12,655	12,633	20,041	21,678	22,179
资本开支	4,212	5,406	4,421	1,243	720	240
投资	10	0	-10	0	0	0
其他	2	66	-149	3	3	3
投资活动现金净流	-4,199	-5,339	-4,580	-1,240	-717	-237
股权筹资	392	6	35	0	0	0
债权筹资	0	0	67	-63	0	0
其他	-4,307	-7,392	-5,149	-6,282	-6,908	-7,536
筹资活动现金净流	-3,915	-7,386	-5,047	-6,345	-6,908	-7,536
现金净流量	3,807	-70	3,005	12,457	14,054	14,406

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	22,062	25,185	27,711	38,907	51,517	64,359
应收款项	360	417	1,933	1,498	1,838	1,904
存货	9,666	11,837	14,982	14,389	14,555	16,095
其他流动资产	4,137	4,493	2,945	4,160	3,878	4,344
流动资产	36,225	41,932	47,571	58,954	71,789	86,701
%总资产	80.5%	75.6%	72.2%	76.2%	79.9%	83.6%
长期投资	54	54	64	64	64	64
固定资产	7,203	8,981	13,798	14,023	13,657	12,736
%总资产	16.0%	16.2%	20.9%	18.1%	15.2%	12.3%
无形资产	873	3,571	3,588	3,520	3,454	3,391
非流动资产	8,773	13,523	18,302	18,459	18,027	17,043
%总资产	19.5%	24.4%	27.8%	23.8%	20.1%	16.4%
资产总计	44,998	55,454	65,873	77,413	89,816	103,744
短期借款	0	0	63	0	0	0
应付款项	6,827	4,935	3,416	4,119	4,111	4,506
其他流动负债	2,700	6,373	7,066	7,481	7,661	7,981
流动负债	9,526	11,307	10,544	11,600	11,773	12,487
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18	18	18
负债	9,544	11,325	10,562	11,618	11,790	12,504
普通股股东权益	34,150	42,622	53,430	62,768	73,554	85,204
少数股东权益	1,304	1,507	1,881	3,141	4,586	6,150
负债股东权益合计	44,998	55,454	65,873	77,527	89,930	103,858

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	12.819	14.580	13.441	12.344	14.087	15.276
每股净资产(元)	32.894	41.055	46.787	49.975	58.562	67.838
每股经营现金净流(元)	11.483	12.190	11.062	14.953	16.110	16.413
每股股利(元)	6.420	4.370	4.374	5.000	5.500	6.000
回报率						
净资产收益率	38.97%	35.51%	28.73%	24.70%	24.06%	22.52%
总资产收益率	29.57%	27.30%	23.30%	20.00%	19.67%	18.47%
投入资本收益率	103.39%	84.22%	59.20%	60.15%	68.86%	72.90%
增长率						
营业总收入增长率	43.76%	16.88%	2.11%	3.44%	10.00%	7.27%
EBIT增长率	53.68%	16.01%	2.90%	-1.02%	12.94%	7.35%
净利润增长率	51.86%	13.74%	1.41%	1.00%	14.13%	8.44%
总资产增长率	28.93%	23.24%	18.79%	17.52%	16.02%	15.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1
存货周转天数	1,504.5	1,788.7	2,093.0	1,893.5	1,942.5	1,951.2
应付账款周转天数	46.2	52.4	77.4	69.1	71.9	70.9
固定资产周转天数	84.4	90.5	109.2	120.0	113.5	104.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-62.23%	-57.07%	-49.99%	-59.03%	-65.93%	-70.45%
EBIT利息保障倍数	-43.7	-49.8	-178.4	-21.8	-18.1	-15.2
资产负债率	21.21%	20.42%	16.03%	14.99%	13.11%	12.04%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。