

中航证券金融研究所
 分析师: 石玉华
 证券执业证书号: S0640515050001
 电话: 010-64818366
 邮箱: shiyuhua31@163.com

贵州茅台(600519)一季报点评: 预收款继续增加, 等待量价提升

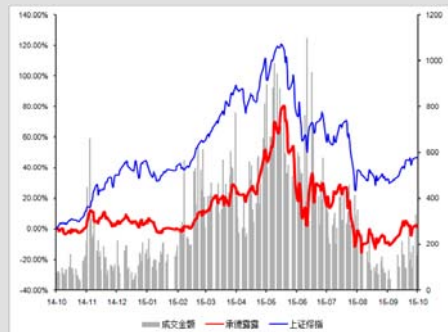
行业分类: 食品饮料

2016年4月25日

公司投资评级	买入(首次)
当前股价	247.4

基础数据	
上证指数	2,959.24
总股本(亿)	12.56
流通A股(亿)	12.56
流通A股市值(亿)	3,107.83
每股净资产(元)	54.78
市盈率PE	19.39
市净率PB	4.52

近一年公司与上证指数走势对比图



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

事件: 公司2016年一季度营业收入99.89亿元(+16.91%), 归属母公司股东的净利润48.89亿元(+12.01%); EPS为3.89元/股。

点评:

- **预收款继续增加。**公司15年年底预收款达到82.26亿元, 一季度预收款85.45亿元, 环比增加3.42%, 再创2011以来的历史新高, 表现经销商打款积极, 信心充足。
- **淡季不淡, 量价提升可期。**目前白酒消费淡季, 飞天茅台一批价较为稳定, 整体处于840-850元之间, 较春节旺季回调较小, 公司实施的控量保价政策效果较好。此前媒体报道公司总经理李保芳提出“时间过半、任务过半”, 2016年二季度收入和利润超过全年60%的目标。如果按照以往惯例, 下半年任务量通常大于上半年任务量, 因此下半年存在放量可能。我们认为, 茅台需求向好, 量价提升存在空间。
- **消费税基调整导致净利率下降。**一季度毛利率92.54%, 较为稳定, 营业税金及附加11.81亿元, 同比增长46.38%, 占销售收入11.52%, 明显高于2015年一季度的8.07%, 主要原因是消费税此前税基过低, 省国税局下发重新核定最低计税价格通知后持续提高所致。此过程循序渐进, 属于可控范围。主营业务成本7.65亿元, 同比增长31.94%, 高于收入增速, 表明一季度价格相对较低的系列酒大幅收入增长30%以上。此前茅台技开公司董事长李明灿兼任茅台酱香酒公司总经理, 分管系列酒提出2016年系列酒总体目标增速48%, 争取85%, 公司将加大系列酒投入, 目前公司已经着手优化系列酒经销商。
- **估值:** 2016年Q1公司盈利略超预期, 且预收款再创新高, 后期收入增长潜力巨大。预计2016至2018年, 公司EPS预计为13.8元、15.3元和16.84元, 考虑到渠道打款积极, 公司现金流状况继续向好, 给予动态市盈率20倍, 对应276元, 给予“买入评级”。
- **风险提示:** 白酒行业深度调整, 高端白酒景气度下行。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	31574	32660	36200	40432	44600
增长率(%)	2.11%	3.44%	10.84%	11.69%	10.31%
净利润(百万)	16269	16455	18404	20453	22471
增长率(%)	-107.84%	-167.19%	184.89%	20.45%	16.04%
每股收益(元)	12.22	12.34	13.80	15.33	16.84
市盈率	20.25	20.05	17.93	16.14	14.69

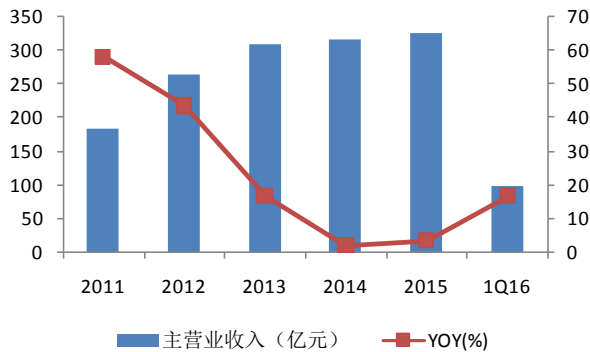
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

股市有风险 入市须谨慎

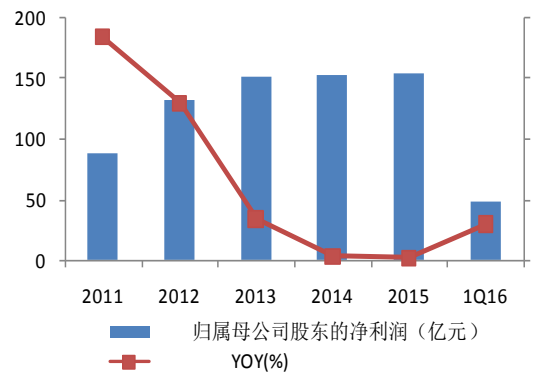
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

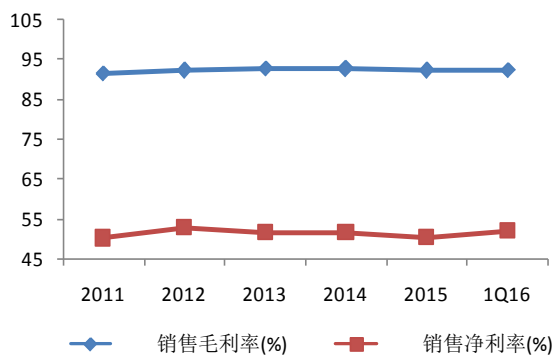
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传 真: 0755-83688539

◆ 公司历年主要财务数据
图 1: 公司主营业务收入及增速


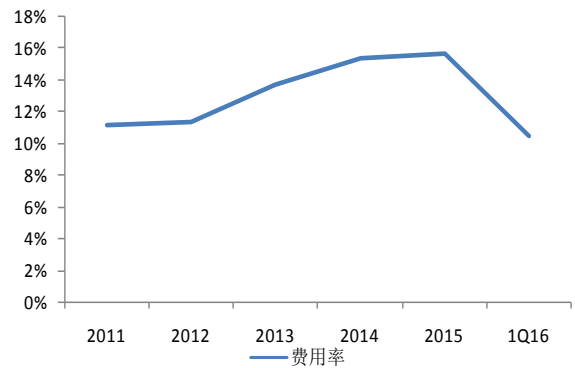
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司净利润及增速


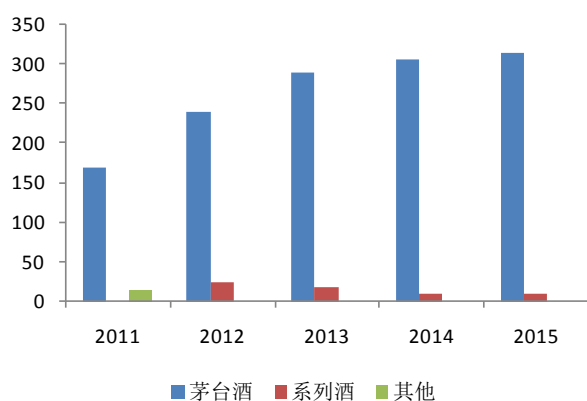
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司季度毛利率与净利率


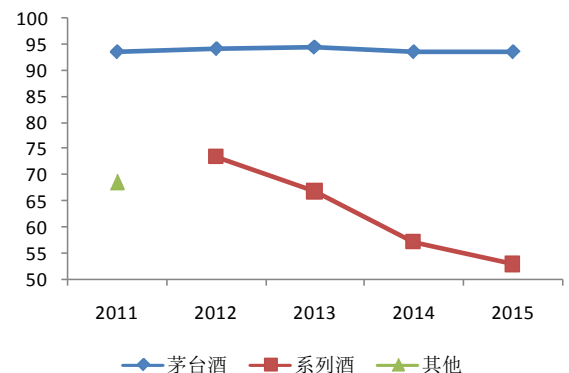
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司费用率


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 5: 分产品收入情况 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 6: 产品毛利率情况 (%)


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

财务报表分析与预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	30921.80	31573.93	32659.58	36200.00	40432.00	44600.00
增长率(%)	16.88%	2.11%	3.44%	10.84%	11.69%	10.31%
归属母公司股东净利润	15136.64	15349.80	15503.09	17334.37	19260.59	21156.29
增长率(%)	13.74%	1.41%	1.00%	11.81%	11.11%	9.84%
每股收益(EPS)	12.050	12.219	12.341	13.799	15.332	16.842
每股股利(DPS)	5.305	3.615	3.976	4.868	5.409	5.941
每股经营现金流	10.074	10.057	13.882	15.757	17.846	19.457
销售毛利率	92.90%	92.59%	92.23%	92.21%	92.10%	92.00%
销售净利率	51.63%	51.53%	50.38%	50.84%	50.59%	50.38%
净资产收益率(ROE)	35.51%	28.73%	24.25%	23.07%	21.98%	20.88%
投入资本回报率(ROIC)	103.34%	75.31%	54.90%	55.81%	58.23%	62.32%
市盈率(P/E)	20.53	20.25	20.05	17.93	16.14	14.69
市净率(P/B)	7.29	5.82	4.86	4.14	3.55	3.07
股息率(分红/股价)	0.021	0.015	0.016	0.020	0.022	0.024

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	30921.80	31573.93	32659.58	36200.00	40432.00	44600.00
减: 营业成本	2193.92	2338.55	2538.34	2819.98	3194.13	3568.00
营业税金及附加	2790.75	2788.99	3449.17	3746.70	4253.45	4906.00
营业费用	1858.13	1674.73	1484.96	1665.20	2021.60	2274.60
管理费用	2834.74	3378.50	3812.85	4163.00	4698.20	5218.20
财务费用	-429.07	-123.17	-67.27	-893.04	-1158.04	-1470.91
资产减值损失	-2.00	0.43	-0.54	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	3.01	3.10	3.87	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	113.20	583.99	713.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	21791.54	22102.97	22158.99	24698.16	27422.67	30104.11
加: 其他非经营损益	-359.18	-220.63	-157.28	-160.00	-152.00	-143.00
利润总额	21432.36	21882.34	22001.71	24538.16	27270.67	29961.11
减: 所得税	5467.46	5612.97	5546.72	6134.54	6817.67	7490.28
净利润	15964.90	16269.37	16455.00	18403.62	20453.00	22470.83
减: 少数股东损益	828.26	919.57	951.91	1069.25	1192.41	1314.54
归属母公司股东净利润	15136.64	15349.80	15503.09	17334.37	19260.59	21156.29
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	22599.43	25503.73	34523.03	45009.22	58078.19	72821.95
应收和预付款项	4721.16	4797.24	10105.12	10470.00	10512.00	10569.00
存货	11836.81	14982.36	18013.30	18500.00	18700.00	18900.00

其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	8981.31	13797.79	16312.05	18313.17	19914.30	21115.42
无形资产和开发支出	3563.31	3582.62	3582.46	3198.20	2813.94	2429.68
其他非流动资产	148.58	100.22	247.10	147.80	48.50	48.50
资产总计	51854.60	62763.98	82783.06	95638.40	110066.93	125884.56
短期借款	0.00	62.55	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4934.55	3415.65	10565.70	11100.00	11470.00	11880.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2790.96	3974.22	5983.19	6015.57	6415.57	6815.57
负债合计	7725.51	7452.43	16548.89	17115.57	17885.57	18695.57
股本	1038.18	1142.00	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96
留存收益	40209.07	50913.44	61294.82	72514.22	84980.34	98673.43
归属母公司股东权益	42622.22	53430.40	63925.98	75145.38	87611.51	101304.59
少数股东权益	1506.88	1881.15	2308.19	3377.44	4569.85	5884.40
股东权益合计	44129.09	55311.55	66234.17	78522.83	92181.36	107188.99
负债和股东权益合计	51854.60	62763.98	82783.06	95638.40	110066.93	125884.56
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	12655.46	12633.35	17437.97	19794.04	22417.71	24441.59
投资性现金净流量	-5339.31	-4580.16	-2048.79	-4087.62	-3714.00	-3707.25
筹资性现金净流量	-7385.97	-5041.43	-5588.02	-5220.23	-5634.74	-5990.58
现金流量净额	-69.82	3006.32	9784.89	10486.19	13068.97	14743.76

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

石玉华, SAC 执业证书号: S0640515050001, 从事食品饮料行业研究, 探寻行业公司价值。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。