

## 贵州茅台 (600519. SH)

一批价如期到达 860 元，量价有望持续超预期，重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价 (元)：**336**  
 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 06 月 28 日

### 基本状况

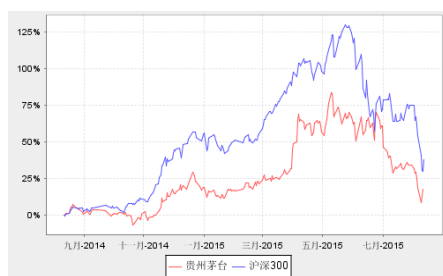
总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	288.21
市值(百万元)	362,049
流通市值(百万元)	362,049

### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015A	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

### 股价与行业-市场走势对比

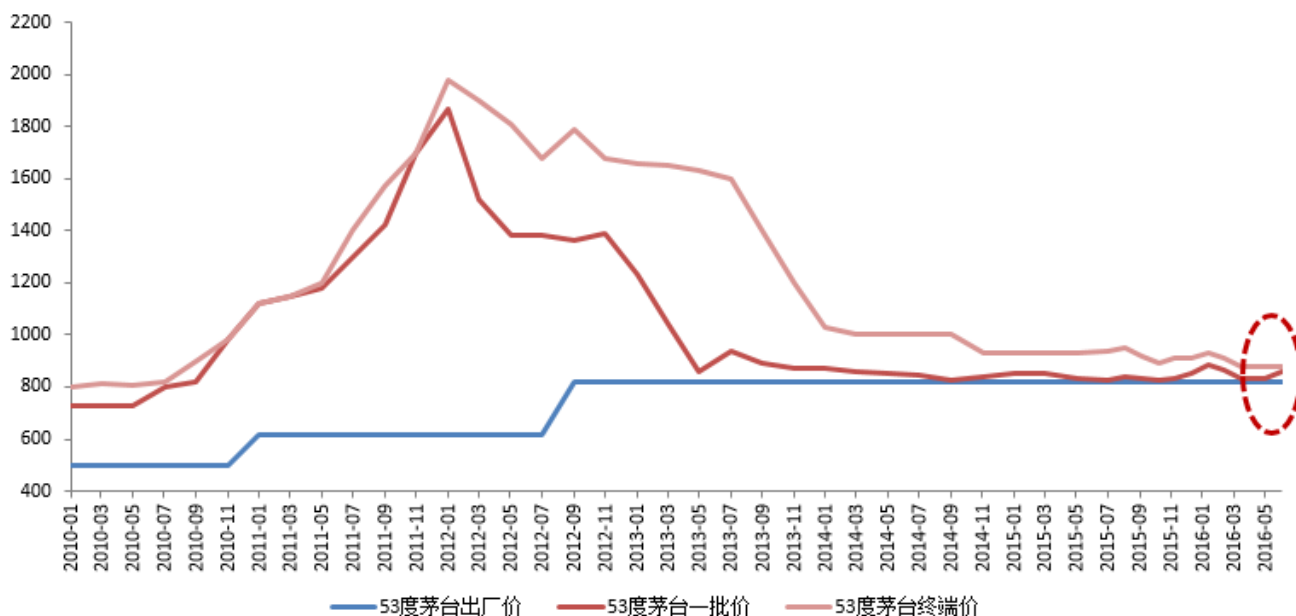


### 投资要点

- **事件：**今日我们对茅台经销商渠道调研显示，本周深圳、上海、南京等地区飞天茅台一批价由 850 元上涨 10 元至 860 元。
- **点评：**我们在 6 月中旬的报告《批价加速上行，老酒热提升茅台备货需求，重申“买入”》中指出茅台一批价将在 6 月底之前上涨至 860 元，本周批价如期而至。我们认为飞天茅台批价加速上行再次提升了经销商盈利能力，经销商以及终端囤货意愿持续得到强化。下半年在茅台控货预期以及需求旺季的驱动下，一批价有望持续上涨，我们预计中秋之前有可能突破 900 元。中长期来看，公司在逐步加大渠道扁平化建设，我们认为在消费升级红利下，渠道的深度下沉有望驱动飞天茅台实现量价齐升。对比国际烈性酒巨头，茅台仍有 20%-30% 的估值提升空间。目标价 336 元，维持“买入”评级。
- **飞天茅台一批价如期达到 860 元，中秋节之前一批价有望持续超预期。**6 月 14 日，我们预测六月底一批价有望突破 860 元。今日我们调研显示深圳、上海等地区飞天茅台一批价如期达到 860 元，较中旬上涨 10 元，前期预测得到准确验证。我们认为飞天茅台一批价在不断超预期，每一次批价上行都会进一步提升经销商盈利能力，渠道信心和经销商囤货意愿持续得到强化。今年以来，茅台和五粮液在公开场合均表示下半年要控货，国窖 1573 处于停货阶段，在下半年旺季需求驱动下，飞天茅台一批价有望持续上涨。我们草根调研显示，经销商普遍认为按照现在的供应节奏，飞天茅台在中秋前一批价可稳步上行至 880 元以上。如果厂家适当的收紧或者经销商出现了集中囤货行为，飞天茅台一批价有可能突破 900 元。

- 中长期来看，随着消费水平的不断提高和经销商渠道的持续下沉，飞天茅台有望实现量价齐升。茅台作为高端酒的标杆，其飞天系列销量主要来自于一二线城市。近期我们调研显示，公司在逐步加大渠道扁平化建设，经销商通过电商等方式进一步渠道下沉至三四线城市和县城地区，满足普通地区商务和大众消费升级对茅台的需求，解决之前许多地区买不到茅台高端酒以及假酒风险的现状。中长期来看，我们认为在消费升级红利下，渠道的深度下沉有望驱动飞天茅台实现量价齐升。
- 对比国际烈性酒巨头，国内龙头茅台估值有望从 20 倍提升至 25 倍。全球最大的烈酒集团帝亚吉欧金融危机后估值修复，持续保持在 20 倍（年复合增速约 5%），保乐力加近两年估值维持在 28-32 倍之间；而国内白酒龙头企业茅台的业绩增速我们预计可达两位数，目前茅台对应 2016 年分别是 20X；参照国际的酒企龙头，在今年白酒景气度回升的情况下，我们认为以茅台为首的一线白酒总体估值有望从 20 倍提升至 25 倍。
- 目标价 336 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。公司经销商不盈利的风险正在逐步释放，估值可回升至 22xPE，对应 2017 年目标价 336 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：限制三公消费力度加大、行业恶性竞争、食品品质事故。

图表 1：6 月底飞天茅台一批价上涨至 860 元



来源：中泰证券研究所

**图表 3: 贵州茅台财务预测表**

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>26,455</b>	<b>30,922</b>	<b>31,574</b>	<b>32,659</b>	<b>35,925</b>	<b>38,537</b>
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%

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%
<b>资产总计</b>	<b>44,998</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>77,413</b>	<b>89,816</b>	<b>103,744</b>
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
<b>普通股股东权益</b>	<b>34,150</b>	<b>42,622</b>	<b>53,430</b>	<b>62,768</b>	<b>73,554</b>	<b>85,204</b>
少数股东权益	1,304	1,507	1,881	3,141	4,586	6,150
<b>负债股东权益合计</b>	<b>44,998</b>	<b>55,454</b>	<b>65,873</b>	<b>77,527</b>	<b>89,930</b>	<b>103,858</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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%

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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11,921</b>	<b>12,655</b>	<b>12,633</b>	<b>20,041</b>	<b>21,678</b>	<b>22,179</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,199</b>	<b>-5,339</b>	<b>-4,580</b>	<b>-1,240</b>	<b>-717</b>	<b>-237</b>
股权募资	392	6	35	0	0	0
债权募资	0	0	67	-63	0	0
其他	-4,307	-7,392	-5,149	-6,282	-6,908	-7,536
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-3,915</b>	<b>-7,386</b>	<b>-5,047</b>	<b>-6,345</b>	<b>-6,908</b>	<b>-7,536</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3,807</b>	<b>-70</b>	<b>3,005</b>	<b>12,457</b>	<b>14,054</b>	<b>14,406</b>

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。