

贵州茅台 (600519. SH)

批价加速上涨,

下半年有望继续量价齐升

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

390

分析师

联系人

胡彦超

范劲松

S0740512070001

fanjs@r.qlzq.com.cn

021-20315176

龚小乐

huyc@r.qlzq.com.cn

gongxl@r.qlzq.com.cn

2016年08月08日

基本状况

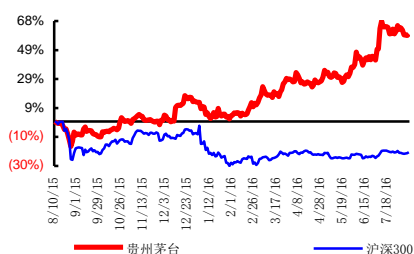
总股本(百万股)	1,256
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	308.1
市值(百万元)	387,035
流通市值(百万元)	387,035

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	31,573.	32,659.	37,324.	41,519.	46,547.
营业收入增速	2.11%	3.44%	14.28%	11.24%	12.11%
净利润增长率	1.41%	1.00%	14.16%	10.72%	11.61%
摊薄每股收益(元)	13.44	12.34	14.09	15.60	17.41
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)	14.11	17.68	22.00	19.87	17.80
PEG	10.02	17.70	1.55	1.85	1.53
每股净资产(元)	46.79	50.89	58.48	67.37	77.78
每股现金流量(元)	11.06	13.88	16.58	16.41	18.63
净资产收益率	28.73%	24.25%	24.09%	23.15%	22.38%
市净率	4.05	4.29	5.30	4.60	3.98
总股本(百万元)	1,142.0	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2

备注: 市场预测取聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



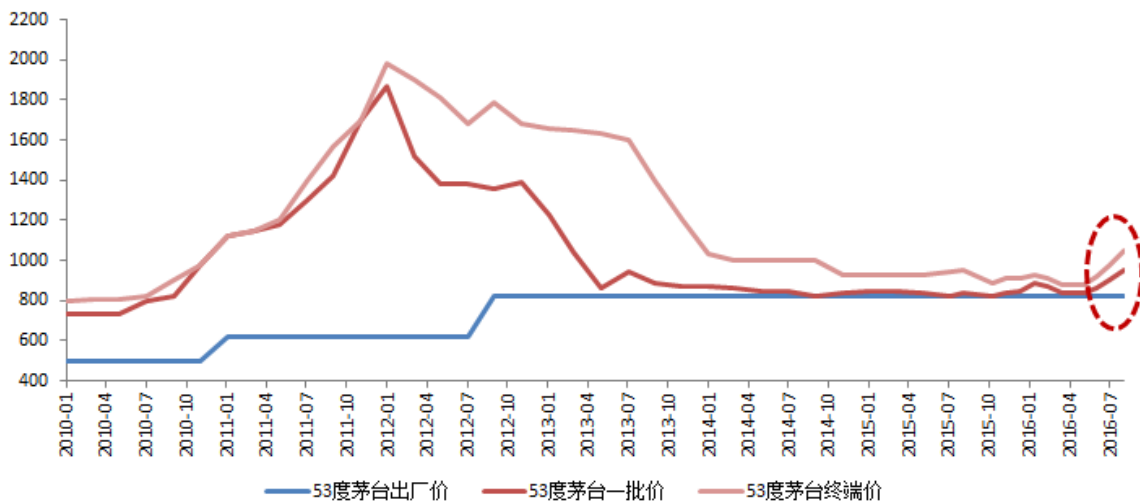
投资要点

- **事件:** 近期我们对茅台经销商渠道调研显示, 京沪深等地飞天茅台一批价超过 **950 元**, 终端零售价达到 **1050 元** 以上。
- **点评:** 我们在 7 月上旬指出茅台一批价会明显超出市场预期, 目前来看观点得到有效验证, 详细参考深度报告《全年供应缺口大于 **3000 吨**, 批价将明显超出市场预期, 目标价上调至 **390 元**》。目前京沪深等地茅台批价超过 **950 元**, 超出经销商预期, 渠道利润得到大幅改善。短期来看, 中秋旺季批价仍会小幅上行, 下半年 **8000 吨** 供应量明显不足, 为了满足市场需求和稳定价格体系, 公司很可能会适度放量(提前执行部分明年计划), 量价齐升有望再次显现。中长期来看, 基于茅台投资需求得到有效激发, 我们认为未来 **2-3 年** 茅台供应仍相对不足, 量价齐升格局有望持续显现。对比国际烈性酒巨头, 茅台估值有望提升至 **25 倍**。目标价 **390 元**, 维持“**买入**”评级。
- **茅台一批价加速上涨至 950 元以上, 后续批价有望继续超预期。** 近期调研京沪深等地飞天茅台一批价超过 950 元, 终端零售价达到 1050 元以上, 批价上涨进度符合我们预期。前期经销商普遍依照 10-15% 的毛利率水平来倒推中秋或春节的一批价应达到 900-950 元, 目前来看明显超出经销商预期, 部分经销商渠道净利率达到 6% 左右的可观水平。8 月底经销商开始执行 9 月份计划, 茅台市场供应量将得到一定改善, 但在中秋和国庆旺季需求驱动下批价预计仍会小幅上涨, 春节期间批价性突破 1000 元都极有可能。
- **下半年茅台供应缺口明显, 预计公司会小幅放量来达到控价目的。** 我们预计上半年茅台销量 1.5 万吨(完成全年计划 64%), 按照下半年 8000 吨发货量保守估计缺口在 3000 吨以上。对于茅台是否会放量这个问题, 我们认为如果 10 月下旬淡季茅台批价站稳 900 元, 为了满足市场需求和稳价, 公司很可能会适度放量(提前执行明年部分计划)。判断依据在于: 复盘茅台出厂价, 当一批商渠道毛利率达到 20% 时,

公司会倾向上调出厂价，目前尚不具有良好的提价空间，而适度放量则是实现稳价的有效方式。

- **基于茅台投资需求得到有效激发，未来 2-3 年茅台供应仍相对不足，量价齐升格局有望持续显现。**从茅台基酒的量来看，今明年的供应分别仅为 2.4、2.69 万吨，后年理论上可以达到 3 万吨但增幅依旧有限。高端酒市场处于持续扩容阶段，加上茅台自身的投资品属性得到有效释放，未来 2-3 年茅台酒供应量仍不够，唯有适度上调出厂价来实现新的量价均衡，因此中长期来看茅台量价齐升逻辑依然存在。
- **对比国际烈性酒巨头，茅台估值有望提升至 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预计可达两位数，目前茅台对应 2016 年分别是 22X；参照国际的酒企龙头，在今年白酒景气度回升的情况下，我们认为茅台估值有望提升至 25 倍。
- **目标价 390 元，维持“买入”评级。**预计公司 2016-2017 年实现营业收入分别为 373、415 亿元，同比增长 14.3%、11.2%，实现净利润分别为 177、196 亿元，同比增长 14.16%、10.72%，对应 EPS 为 14.09、15.60 元。公司经销商业务拓展动力持续释放，估值可回升至 25xPE，对应 2017 年目标价 390 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 1：8 月初飞天茅台一批价上涨至 950 元



来源：中泰证券研究所

图表 2：贵州茅台财务预测表

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	30,922	31,574	32,660	37,325	41,519	46,547
增长率	16.88%	2.1%	3.4%	14.3%	11.2%	12.1%
营业成本	-2,194	-2,339	-2,538	-2,843	-3,152	-3,513
% 销售收入	7.1%	7.4%	7.8%	7.6%	7.6%	7.5%
毛利	28,728	29,235	30,121	34,482	38,368	43,034
% 销售收入	92.9%	92.6%	92.2%	92.4%	92.4%	92.5%
营业税金及附加	-2,791	-2,789	-3,449	-3,631	-4,093	-4,623
% 销售收入	9.0%	8.8%	10.6%	9.7%	9.9%	9.9%
营业费用	-1,858	-1,675	-1,485	-1,680	-1,993	-2,467
% 销售收入	6.0%	5.3%	4.5%	4.5%	4.8%	5.3%
管理费用	-2,835	-3,378	-3,813	-4,080	-4,626	-5,195
% 销售收入	9.2%	10.7%	11.7%	10.9%	11.1%	11.2%
息税前利润 (EBIT)	21,244	21,393	21,374	25,091	27,656	30,749
% 销售收入	68.7%	67.8%	65.4%	67.2%	66.6%	66.1%
财务费用	429	123	67	821	987	1,204
% 销售收入	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-2.2%	-2.4%	-2.6%
资产减值损失	2	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	4	3	4	4
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	21,678	21,519	21,446	25,915	28,647	31,957
营业利润率	70.1%	68.2%	65.7%	69.4%	69.0%	68.7%
营业外收支	-246	363	556	-248	-220	-240
税前利润	21,432	21,882	22,002	25,667	28,427	31,717
利润率	69.3%	69.3%	67.4%	68.8%	68.5%	68.1%
所得税	-5,467	-5,613	-5,547	-6,521	-7,215	-8,044
所得税率	25.5%	25.7%	25.2%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	15,965	16,269	16,455	19,146	21,212	23,673
少数股东损益	828	920	952	1,448	1,618	1,805
归属于母公司的净利润	15,137	15,350	15,503	17,698	19,594	21,869
净利率	49.0%	48.6%	47.5%	47.4%	47.2%	47.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	15,965	16,269	16,455	19,146	21,212	23,673
少数股东损益	0	0	0	1,448	1,618	1,805
非现金支出	554	757	848	932	1,021	1,071
非经营收益	-176	86	-338	245	216	236
营运资金变动	-3,688	-4,480	471	511	-1,840	-1,583
经营活动现金净流	12,655	12,633	17,436	22,282	22,227	25,202
资本开支	5,406	4,421	2,053	3,408	3,109	2,519
投资	0	-10	35	0	0	0
其他	66	-149	-31	3	4	4
投资活动现金净流	-5,339	-4,580	-2,049	-3,404	-3,106	-2,515
股权筹资	6	35	0	0	0	0
债权筹资	0	67	-56	0	0	0
其他	-7,392	-5,149	-5,548	-8,165	-8,417	-8,793
筹资活动现金净流	-7,386	-5,047	-5,604	-8,165	-8,417	-8,793
现金净流量	-70	3,005	9,783	10,712	10,705	13,893

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	25,185	27,711	36,801	46,065	55,153	67,241
应收款项	417	1,933	8,627	5,796	7,315	8,564
存货	11,837	14,982	18,013	16,995	19,261	21,541
其他流动资产	4,493	2,945	1,563	3,003	2,958	3,229
流动资产	41,932	47,571	65,005	71,859	84,686	100,575
% 总资产	75.6%	72.2%	75.3%	75.3%	76.9%	79.1%
长期投资	54	64	29	29	29	29
固定资产	8,981	13,798	16,312	18,695	20,606	21,863
% 总资产	16.2%	20.9%	18.9%	19.6%	18.7%	17.2%
无形资产	3,571	3,588	3,781	3,625	3,583	3,534
非流动资产	13,523	18,302	21,297	23,524	25,393	26,601
% 总资产	24.4%	27.8%	24.7%	24.7%	23.1%	20.9%
资产总计	55,454	65,873	86,301	95,384	110,079	127,176
短期借款	0	63	0	0	0	0
应付款项	4,935	3,416	10,566	8,222	9,718	11,391
其他流动负债	6,373	7,066	9,486	9,931	10,336	10,879
流动负债	11,307	10,544	20,052	18,154	20,054	22,271
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	16	16	16	16
负债	11,325	10,562	20,067	18,169	20,069	22,286
普通股股东权益	42,622	53,430	63,926	73,458	84,636	97,711
少数股东权益	1,507	1,881	2,308	3,756	5,374	7,179
负债股东权益合计	55,454	65,873	86,301	95,384	110,079	127,176

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	14.580	13.441	12.341	14.088	15.598	17.409
每股净资产 (元)	41.055	46.787	50.888	58.477	67.375	77.783
每股经营现金净流 (元)	12.190	11.062	13.880	16.585	16.406	18.626
每股股利 (元)	6.420	4.370	6.171	6.500	6.700	7.000
回报率						
净资产收益率	35.51%	28.73%	24.25%	24.09%	23.15%	22.38%
总资产收益率	27.30%	23.30%	17.96%	18.55%	17.80%	17.20%
投入资本收益率	84.22%	59.20%	56.18%	60.14%	59.25%	61.01%
增长率						
营业总收入增长率	16.88%	2.11%	3.44%	14.28%	11.24%	12.11%
EBIT增长率	16.01%	2.90%	0.50%	13.60%	10.23%	11.18%
净利润增长率	13.74%	1.41%	1.00%	14.16%	10.72%	11.61%
总资产增长率	23.24%	18.79%	31.01%	10.52%	15.41%	15.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	1,788.7	2,093.0	2,372.3	2,181.9	2,230.6	2,238.0
应付账款周转天数	52.4	77.4	114.2	91.7	96.8	98.0
固定资产周转天数	90.5	109.2	121.8	114.8	106.3	93.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.07%	-49.99%	-55.56%	-59.66%	-61.27%	-64.11%
EBIT利息保障倍数	-49.8	-178.4	-328.4	-30.6	-28.0	-25.5
资产负债率	20.42%	16.03%	23.25%	19.05%	18.23%	17.52%

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。