

贵州茅台 (600519. SH)

真实增速远大于报表收入增速，当之无愧
的领跑者

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27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)	301.45
市值(百万元)	378,681
流通市值(百万元)	378,681

股价与行业-市场走势对比



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/市场)					
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

投资要点

- **事件:** 贵州茅台 8月26日晚间发布半年报, 报告期内, 公司共生产茅台酒及系列产品基酒 3.36 万吨; 实现营业收入 181.7 亿元, 同比增长 15.18%; 实现净利润 88 亿元, 同比增长 11.59%。预收款项达 114.8 亿元, 较年初增加 32.2 亿元; 实现每股收益 7.01 元。期末经营活动产生的现金流量净额 136 亿元, 较去年同期的 49 亿元增加 177.54%。
- **导读:** 我们在 7 月 18 日的报告明确给出 2016Q2 的实际增速高达 50%, 也是全行业最为乐观的前瞻。实际来看, 考虑预收款变动和现金流情况, 2016 年 H1 收入同增约 28%, 2016Q2 的实际增速高达 53%, 完全符合我们的预期。重点参照《食品饮料行业 2016 年中报前瞻: 高端白酒业绩确定性最强, 大众品呈现龙头挤压式增长》。这是我们继 2 月 13 日给出飞天茅台批价将在 3-4 月份形成底部、4 月中旬给出二季度囤货将驱动茅台淡季量价齐升、5 月中旬给出上半年可完成全年计划的 70% (1.45-1.5 万吨)、六月中旬给出批价在六月底将到达 860 元等又一最准确的前瞻。
- **考虑预收款变动和现金流情况, 2016 年 H1 收入同增约 28%, 大超市的预期, 现金流不断向好。** 2016 年 H1 实现营业收入 181.7 亿元, 同比增长 15.18%, H1 末预收账款 114.81 亿元再创新高, 环比报告期初增加 32 亿, 环比 Q1 增加 29 亿; 以收入加预收款的增量来作为真实增长的考核指标, 2016H1 实际的收入同比增长 28.56%; Q2 实现营收 81.8 亿元, 同比去年 Q2 的 72.3 亿元增长 13%, 今年 Q2 预收环比增加 29 亿元, 以收入加预收款的增量来作为真实增长的考核指标, 2016Q2 实际的收入为 110.8 亿元, 同比增长 53%。2016 年 H1 销售商品提供劳务收到的现金及经营活动产生的现金流量净额分别为 257.50、136.04 亿元; 同比分别增长 52%、177.54%。应收票据环比下降 20 亿至 66 亿元, 现金回笼情况持续向好。公司下半年已经停止使用承兑汇票, 我们预估现金流将持续改善。

- **系列酒快速增长，拉低公司产品综合毛利率和净利润率。**H1 公司毛利率 91.88%，同降 0.73%，由于系列酒增长较快所致；净利率 51.60%，同比下降 1.4%t，主要系营业税金及附加提升所致。2016H1 年公司生产系列酒收入 6.91 亿元，同增 55.76%。根据茅台制订的“133”战略，计划打造一个高端的茅台酒、三个 10 亿级的战略大单品、三个区域性品牌；公司的系列酒还有较大的提升空间。系列酒之外，茅台国外业务营收也是半年报中的亮点之一，上半年营收达到了 7.25 亿元，同比增长 69.46%。营业税金及附加比率 11.77%，同比上升 2.9%，环比提升 0.25%，与税基调整相关；销售费用率 2.07%，同比下降 1.6%，主要是广告费用的减少；管理费用率 9.9%，同比下降 1.36%。
- **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，今明年的供应分别只 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。高端酒市场处于消费持续扩容阶段，在茅台酒价格易涨难跌的预期下，茅台已经进入补库存的周期，未来渠道环节以及终端环节每年新增一个月的库存完全有可能，未来 2-3 年茅台酒供应量仍紧张，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。短期来看，季节性的时间缩短+提前消费，中秋消费预期不应太高，短期的中秋消费不及预期不改中长线看好的逻辑。
- **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。**

中泰食品 2016 年茅台思考回顾：

- 1、20160213《春节白酒市场随笔：寒冬中绽几支腊梅》，明确指出飞天、普五一批价稳定，**预计飞天茅台在 3-4 月形成年内一批价格低点。**
- 2、20160306《华中白酒市场调研心得：暖风持续，厂家、经销商积极备战 2016》，**明确指出消费动力依旧较足，茅台和五粮液价格可继续保持相对坚挺。**
- 3、20160404《一批价已进入回升通道，公司发展更稳健》，**明确指出 2016 年后期京沪深等地的一批价格很难跌破 850。并指出涨价预期下，中间环节囤货意愿加强，量价齐升格局可期。**
- 4、20160404《白酒二季度策略—量价有望超预期，具有鲜明特征的白酒股最受益》，**再次强调今年淡季不淡，提价预期下，经销商补库意愿加强，二季度量价有望继续超预期。**
- 5、20160512《提价预期不断，投资机会不止》，明确指出高端白酒一批价稳步上行，全年提价预期不断。我们认为行业景气度回升叠加端午节、中秋国庆旺季需求驱动，**高端白酒一批价有望持续回升。**
- 6、20160529《高端白酒研究简报---量价齐升格局延续，坚定超配》，高端酒动销持续向好，下半年批价预期向上，批价大概率上行，后市依旧具备较好的投资机会。（本文首次引用期货升贴水的理念来预判后期经销商囤货

的行为以及价格的预判)，**首家率先指出上半年茅台发货量 1.45-1.5 万吨。**

7、20160611《端午茅台批价上行，继续坚定超配白酒》，率先发现茅台端午期间提价 5-10 元，**明确指出飞天茅台的一批价格在中秋前将突破 880，直逼 900。**

8、20160614《批价加速上行，老酒热提升茅台备货需求，重申“买入”》，明确指出高端白酒一批价加速上行，老酒热催化茅台一批价持续超预期，**首家率先提出京沪深等地的茅台一批价在六月底以前将达到 860。**

9、20160619《华南白酒市场调研心得：高端白酒渠道基础扎实，行业有望继续受益》，**再次强调京沪深等地的茅台一批价在六月底以前将达到 860。**

10、20160629 贵州茅台_公司点评：《一批价如期到达 860 元，量价有望持续超预期，重申“买入”》，**6 月底茅台批价如期到达 860 元，预计中秋之前可能突破 900 元。**中长期看，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。

11、20160710 贵州茅台深度报告《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》。明确指出二季度销量实现大幅增长，潜在的需求一旦被激发，后期厂家很难控制价格，**批价将极有可能超过市场预期。**

12、20160808 贵州茅台公司点评：《批价加速上涨，下半年有望继续量价齐升》。明确指出公司很可能会提前执行部分明年计划；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。**

图表 1：贵州茅台销售详细预测表

茅台酒	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售量(吨)	13346	16640	17008	17661	19886	21875	24500
YOY (%)		24.7%	2.2%	3.8%	12.6%	10.0%	12.0%
单价(万元/吨)	180.1	174.6	180.1	179.2	181.0	182.8	182.8
YOY (%)		-3.0%	3.2%	-0.5%	1.0%	1.0%	0.0%
收入(百万元)	24033	29056	30638	31656	36001	39997	44797
YOY (%)		20.90%	5.45%	3.32%	13.73%	11.10%	12.00%
单位成本(万元/吨)	10.5	9.5	11.4	11.5	11.6	11.6	11.6
YOY (%)		-9.8%	20.5%	1.0%	0.5%	0.5%	0.0%
成本(百万元)	1400	1574	1938	2033	2300	2543	2848
YOY (%)		12.41%	23.11%	4.88%	13.16%	10.55%	12.00%
毛利(百万元)	22632	27481	28699	29623	33701	37454	41949
毛利率	94.17%	94.58%	93.67%	92.60%	93.61%	93.64%	93.64%
系列酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	2423	1866	936	1003	1324	1522	1751
YOY (%)		-22.98%	-49.87%	7.20%	32.00%	15.00%	15.00%
成本(百万元)	644	620	400	431	543	609	665
毛利(百万元)	1779	1246	535	572	781	913	1085
毛利率	73.42%	66.79%	57.20%	57.00%	59.00%	60.00%	62.00%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	26455	30922	31574	32659	37325	41519	46547
YOY (%)		16.88%	2.11%	3.44%	14.29%	11.24%	12.11%
成本(百万元)	2044	2194	2338	2464	2843	3152	3513
YOY (%)		7.32%	6.59%	5.36%	15.39%	10.86%	11.47%
毛利	24411	28727	29234	30195	34482	38368	43034
毛利率	92.27%	92.90%	92.59%	92.46%	92.38%	92.41%	92.45%

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
股权募资	6	35	0	0	0	0
债权募资	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“中泰证券股份有限公司”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。