

公司点评报告
贵州茅台 (600519)
白酒
营收净利持续双位数增长，预收再创新高
2016 中报点评

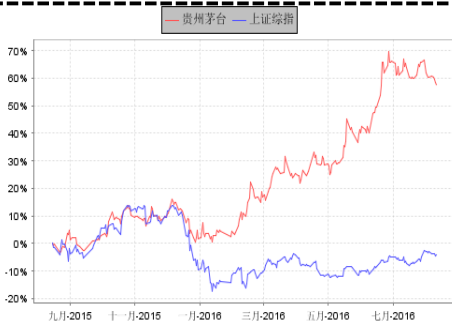
报告日期:	2016-08-29
评级:	推荐
上次评级:	推荐
合理区间:	322.8-355.1 元
上次预测:	269- 295.9

当前价格 (元)	301.45
52 周价格区间 (元)	188.71-324.73
总市值 (百万)	378680.83
流通市值 (百万)	378680.83
总股本 (万股)	125619.78
流通股 (万股)	125619.78
公司网址	www.moutaichina.com

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	32659.58	36742.03	41885.92
净利润 (百万元)	15503.09	17682.58	20275.65
每股收益 (元)	12.341	14.076	16.140
每股净资产 (元)	50.888	59.999	70.446
市盈率	24.43	21.42	18.68
P/B	5.92	5.02	4.28

资料来源: 财富证券

事件: 公司公布 2016 上半年年报, 实现营业收入 181.73 亿元, 同比增长 15.18%; 归母净利润 88.03 亿元, 同比增长 11.59%; EPS 为 7.01 元。

投资要点
一年期收益率比较


➤ **营收净利继续双位数增长。**1H2016 公司营收同比增速较上年同期提升 5.01 个百分点, 行业回暖下, 公司凭借绝对的品牌和产品优势率先走出低谷, 销量回升明显。1H2016 公司毛利率为 91.91%, 同比降低 0.7pct., 主要是毛利率较低的系列酒占比提升所致, 报告期内系列酒收入同比增速 55.76%, 占比提升 1pct. 至 3.8%, 完成之前茅台分管系列酒的高管提出 2016 年系列酒业绩增长 48% 的目标, 目前公司正着手对系列酒经销商进行优化, 发展系列酒决心进一步增强。1H2016 销售费用率 2.02%, 较上年同期下降 1.597pct., 主要原因是广告费用减少, 同时管理费用率下降 1.377pct. 至 9.92%。

➤ **现金流充沛, 预收账款再创新高。**公司经营性现金流达到 136.04 亿, 同比增长 177.54%, 是公司动销良好的积极信号。二季度末预收账款达到 114.81 亿, 环比一季度增加 34.47%, 再创新高, 为全年业绩增速奠定了良好的基础。

➤ **下半年供给缺口明显。**公司 7 月 6 日召开半年营销工作会, 披露 16Q1 发货 5000 吨, 季末已收款未发货 3000 吨, 外加 15Q4 提前执行计划 3000 多吨, 半年度已完成全年发货量 64%, 如公司不提前执行明年计划, 下半年供给缺口至少 3000 吨。目前, 茅台酒需求依然紧俏, 渠道需求也依然旺盛。

➤ **涨价预期较强, 未来有望量价齐升。**从去年开始茅台一批价正缓慢回升, 15Q3 曾低达 820-830 元, 自 2015 年 12 月起开始回升, 目前一批价已达 950 元。公司从 12 年 9 月至今已有接近 4 年未提价, 下半年供应缺口加上需求回暖的双重作用, 提价动力逐步上升。

表现%	1m	3m	12m
贵州茅台	-5.51	21.86	3172.65
上证综指	0.66	8.78	4.89

财富证券研究发展中心
刘雪晴

0731-84779556

liuxq@cfzq.com

S0530210080001

相关研究报告:

《公司研究*贵州茅台 (600519) 2015 年年报点评: 预收账款剧增释放积极信号》

2016-03-24

《公司研究*贵州茅台 (600519) 14 年报和 15 一季报点评: 复苏信号明确, 率先迎来补涨机会》

2015-04-24

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 16-18 年营业收入分别为 367.42/418.86/460.75 亿元，净利润分别为 176.83/202.76/224.43 亿元，EPS 分别为 14.08/16.14/17.87 元。我们看好公司绝对的龙头地位、确定的增长前景，公司是稳妥的投资品种，给予其 17 年 20-22 倍 PE，调高合理区间至 322.8-355.1 元，维持对其“推荐”评级。
- **主要风险提示：**经营不达预期；食品安全风险。

附：财务预测表

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1517	1593	1721	1893	经营性现金净流量	68	566	-102	569
减：营业成本	792	829	895	975	投资性现金净流量	-131	0	0	0
营业税金及附加	15	16	18	19	筹资性现金净流量	-55	-133	-71	-81
营业费用	422	470	508	558	现金流量净额	-117	432	-173	488
管理费用	81	88	95	104	资料来源：公司年报、财富证券研究发展中心				
财务费用	0	-7	-12	-15	主要财务指标				
资产减值损失	22	0	0	0	2015A 2016E 2017E 2018E				
加：投资收益	0	0	0	0	收益率				
公允价值变动损益	0	0	0	0	毛利率	47.79%	48.00%	48.00%	48.50%
其他经营损益	0	0	0	0	三费/销售收入	33.10%	34.55%	34.32%	34.19%
营业利润	186	198	218	252	EBIT/销售收入	12.29%	11.98%	11.98%	12.48%
加：其他非经营损益	2	0	0	0	EBITDA/销售收入	15.70%	18.26%	17.80%	16.98%
利润总额	188	198	218	252	销售净利率	10.30%	10.56%	10.76%	11.30%
减：所得税	32	30	33	38	资产获利率				
净利润	156	168	185	214	ROE	11.15%	11.27%	11.61%	12.49%
减：少数股东损益	1	1	1	1	ROA	9.96%	10.03%	10.02%	10.79%
归属母公司净利润	155	167	184	212	ROIC	14.48%	12.53%	19.67%	17.20%
EPS(元)	0.229	0.247	0.271	0.313	增长率				
资产负债表					销售收入增长率	-3.10%	5.00%	8.00%	10.00%
2015A 2016E 2017E 2018E					EBIT 增长率	2.39%	2.36%	8.00%	14.59%
货币资金	178	610	437	925	EBITDA 增长率	5.67%	22.17%	5.25%	4.94%
应收和预付款项	484	93	530	154	净利润增长率	5.13%	7.66%	10.06%	15.43%
存货	456	545	536	642	总资产增长率	5.29%	1.62%	8.15%	6.46%
长期股权投资	0	0	0	0	股东权益增长率	9.23%	6.58%	6.79%	7.34%
投资性房地产	0	0	0	0	资本结构				
固定资产和在建工程	600	524	448	373	资产负债率	25.39%	21.71%	22.65%	21.97%
无形资产和开发支出	66	56	47	38	投资资本/总资产	69.17%	46.83%	56.74%	36.47%
其他非流动资产	88	73	58	58	流动比率	2.35	3.02	3.23	3.58
资产总计	1872	1902	2057	2190	速动比率	1.39	1.70	2.08	2.24
短期借款	65	0	0	0	业绩和估值指标				
应付和预收款项	410	413	466	481	2015A 2016E 2017E 2018E				
长期借款	0	0	0	0	EBIT	186.49	190.89	206.16	236.24
其他负债	0	0	0	0	EBITDA	238.19	291.01	306.28	321.41
负债合计	475	413	466	481	NOPLAT	152.82	162.25	175.23	200.80
股本	675	675	675	675	净利润	155.33	167.23	184.05	212.44
资本公积	237	237	237	237	EPS	0.23	0.25	0.27	0.31
留存收益	481	572	673	790	PE	37.16	34.51	31.36	27.17
归属母公司股东权益	1393	1484	1585	1701	PB	4.14	3.89	3.64	3.39
少数股东权益	4	5	6	8	PS	3.80	3.62	3.35	3.05
股东权益合计	1397	1489	1591	1709	EV/EBIT	30.27	26.97	25.83	20.49
负债和股东权益合计	1872	1902	2057	2190					

资料来源：公司年报、财富证券研究发展中心

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438