

# 贵州茅台（600519）

## 需求强劲增长，稳健收益可期

投资评级：买入（维持）

2016 年 10 月 30 日

**事件：**贵州茅台公布 16 年 3 季报。1-3Q16 年实现营收 266 亿，同比增长 15.0%，净利 125 亿元，同比增 9.1%，每股收益 9.92 元。3Q16 营收和净利分别为 85 亿和 37 亿，营收同比增 14.8%，净利同比增 3.6%，每股收益 2.92 元。收入和预收款超我们预期，净利符合我们预期。

**点评：**

- **估计高度茅台 3Q16 实际出货量和报表出货量增 15%左右，同时一批价同比升 10-15%，需求十分强劲。**估计 3Q16 高度茅台酒（包括普茅、非标、陈年）报表确认销量增 15%左右，结合预收款判断，估计实际出货增速与报表差不多。3Q16 一批价同比增 10-15%，中秋期间达到 960 元。虽然非标产品可能存在较多收藏性需求，开瓶消费量增速可能低于报表，但综合考虑量价，茅台需求仍十分强劲，民间消费维持快速升级趋势，最强白酒品牌的虹吸效应明显，中秋旺季又放大了这一趋势。
- **3Q16 预收款环比增 59 亿、同比增 118 亿至 174 亿，估计两类预收款环比均有增长：**1) 估计已打款已发货但还没开票，用于盈余管理的预收款环比增 10-20 亿；2) 已打款没发货的预收款，环比增长超过 40 亿，一方面 3Q16 批价大幅上行，经销商打款热情高，另一方面今年发货节奏慢于去年，马玉鹏秋糖会上提到 6 月份开始严格执行按月供应，这与往年不同，因此真正预收款也大幅增长。
- **估计系列酒 3Q16 加速增长。1H16 系列酒营收同比增 56%，根据秋糖会信息，截止 10 月中旬，系列酒同比增长已达 70%。**一方面 16 年公司加大了系列酒的费用投入，另一方面上年同期基数低。不过我们认为持续性还待观察，毕竟做好系列酒需依托强大的地面队伍。
- **国庆后茅台控量挺价力度超预期，17 年春节存在提出厂价的可能性。**国庆后茅台控量力度超预期，经销商普遍反馈发货节奏更慢，因此 10 月份茅台价格并未出现季节性回落，反而继续上涨，现阶段茅台一批价达到 1000-1020 元。当前进销差价已经接近 200 元，公司具备提价基础，17 年春节存在提出厂价的可能性。
- **盈利预测与投资建议：**我们维持原有盈利预测，预计 16-17 年 EPS13.80、15.68 元，同比增 12%、14%。茅台是中国最强白酒品牌，需求超预期，年末估值切换的好标的，17 年春节存在提价的可能性，稳健收益可期，维持“买入”的评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下行超预期；主要竞品发力。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码：S0600516070002

[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	317.05
一年最低价/最高价	196.64/324.73
市净率	6.13
流通市值（亿）	3982.78

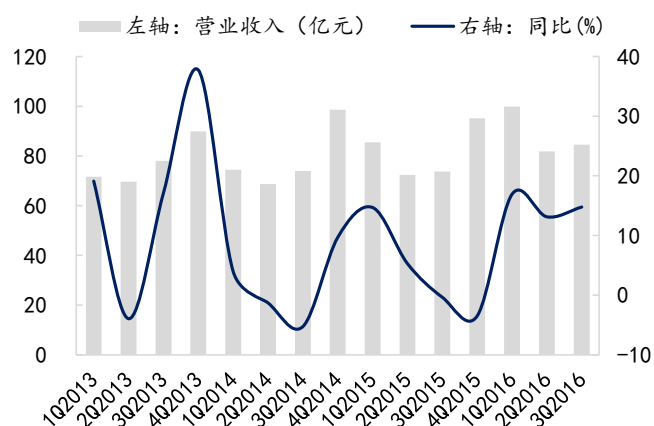
### 基础数据

每股净资产	47.64
资产负债率	12.85
总股本（百万股）	1256.2
流通股 A 股（百万股）	1256.2

### 相关研究

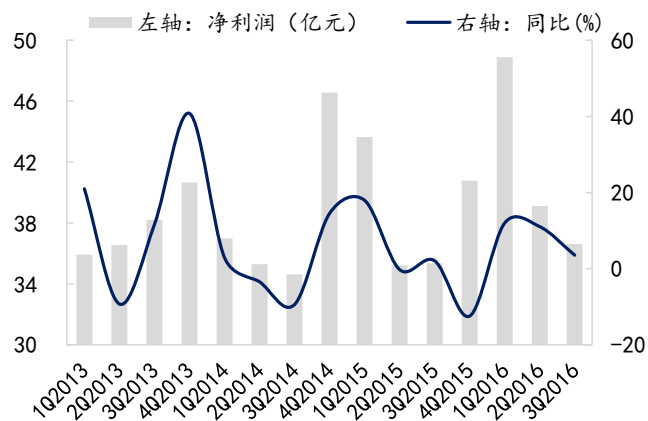
1. 贵州茅台：最强白酒品牌，业绩大超预期——20160810

图表 1：前三季度收入同比+15%，3Q16 同比+14.8%



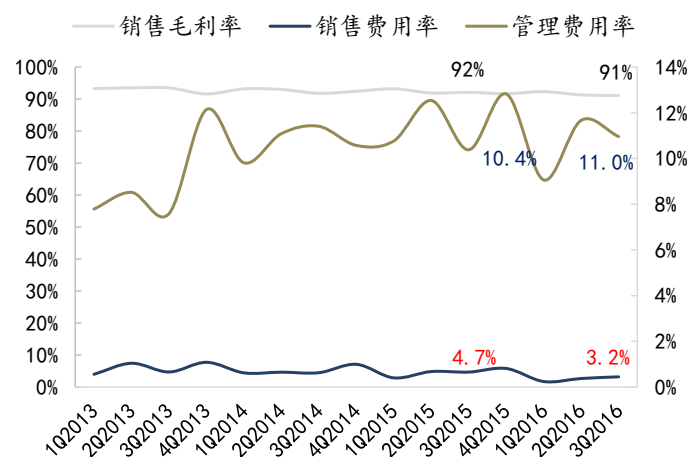
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：前三季度净利同比+9.1%，3Q16 同比+3.6%



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：3Q 毛利率同比-1pct，销售费用率+1.5pct



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 4：贵州茅台主要产品类型及售价

陈年茅台	高度茅台	普通高度	低度酒
50 年茅台	53 度飞天	43 度飞天	38 度
酒 53 度	500ml 贵州	茅台	500ml 白酒
500ml 酱香	茅台酒酱	500ml 新飞	低度白酒
型白酒	香型茅台	天酱香	
18999 元	1159 元	859 元	585 元

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5: 贵州茅台三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>65004.5</b>	<b>78650.9</b>	<b>94074.9</b>	<b>110630.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>33446.9</b>	<b>37396.3</b>	<b>42405.9</b>	<b>46780.3</b>
现金	36800.7	46791.2	58333.1	71474.9	营业成本	2538.3	2884.0	3215.9	3509.2
应收款项	8627.4	9646.1	10938.3	12066.7	营业税金及附加	3449.2	3856.5	4410.2	4888.5
存货	18013.3	20466.0	22821.7	24902.7	营业费用	1485.0	1795.0	2035.5	2245.5
其他	1563.1	1747.7	1981.8	2186.2	管理费用	3812.9	4188.4	4749.5	5239.4
<b>非流动资产</b>	<b>21296.9</b>	<b>22102.6</b>	<b>22977.9</b>	<b>23764.9</b>	财务费用	-67.3	-20.9	-26.3	-32.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	3.9	3.9	3.9	3.9
固定资产	16312.0	17296.8	18351.2	19317.4	其他	-73.7	0.5	0.5	0.5
无形资产	3582.5	3403.3	3224.2	3045.1	<b>营业利润</b>	<b>22159.0</b>	<b>24697.8</b>	<b>28025.6</b>	<b>30934.6</b>
其他	1402.4	1402.4	1402.4	1402.4	营业外净收支	-157.3	-157.3	-157.3	-157.3
<b>资产总计</b>	<b>86301.5</b>	<b>100753.6</b>	<b>117052.8</b>	<b>134395.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>22001.7</b>	<b>24540.5</b>	<b>27868.3</b>	<b>30777.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>20051.7</b>	<b>22694.5</b>	<b>25582.7</b>	<b>28114.2</b>	所得税费用	5546.7	6135.1	6967.1	7694.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	951.9	1064.7	1209.1	1335.3
应付账款	881.0	1000.9	1116.1	1217.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>15503.1</b>	<b>17340.6</b>	<b>19692.1</b>	<b>21747.7</b>
其他	19170.7	21693.6	24466.6	26896.3	EBIT	25610.7	28528.9	32405.1	35786.3
<b>非流动负债</b>	<b>15.6</b>	<b>13.4</b>	<b>11.2</b>	<b>9.0</b>	EBITDA	26452.0	29637.3	33787.4	37362.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>				
其他	15.6	13.4	11.2	9.0	每股收益(元)	12.34	13.80	15.68	17.31
<b>负债总计</b>	<b>20067.3</b>	<b>22707.9</b>	<b>25593.9</b>	<b>28123.2</b>	每股净资产(元)	50.89	59.75	69.81	80.92
少数股东权益	2308.2	2991.5	3767.4	4624.4	发行在外股份(百万股)	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2
归属母公司股东权益	63926.0	75054.2	87691.5	101647.9	ROIC(%)	27.3%	30.2%	36.7%	39.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>86301.5</b>	<b>100753.6</b>	<b>117052.8</b>	<b>134395.4</b>	ROE(%)	24.3%	23.1%	22.5%	21.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	92.4%	92.3%	92.4%	92.5%
经营活动现金流	17436.3	18273.6	20873.5	23308.1	EBIT Margin(%)	76.6%	76.3%	76.4%	76.5%
投资活动现金流	-2048.8	-2070.8	-2276.7	-2375.1	销售净利率(%)	46.4%	46.4%	46.4%	46.5%
筹资活动现金流	-5588.0	-6212.4	-7054.8	-7791.3	资产负债率(%)	23.3%	22.5%	21.9%	20.9%
现金净增加额	9783.3	9990.4	11542.0	13141.7	收入增长率(%)	3.8%	11.8%	13.4%	10.3%
折旧和摊销	841.3	1108.4	1382.3	1576.1	净利润增长率(%)	1.0%	11.9%	13.6%	10.4%
资本开支	-3274.6	-2070.8	-2276.7	-2375.1	P/E	25.69	22.97	20.23	18.31
营运资本变动	742.4	-858.2	-976.3	-872.1	P/B	6.23	5.31	4.54	3.92
企业自由现金流	21278.8	19576.1	22433.1	25168.7	EV/EBITDA	15.82	14.20	12.55	11.41

资料来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

