

贵州茅台 (600519. SH)

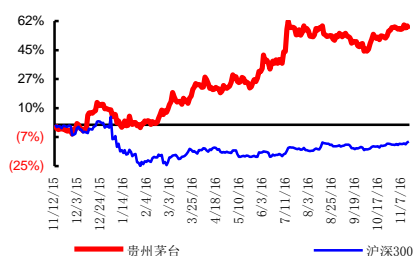
量价轮番催化，坚定看至 5000 亿市值

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价 (元)： 392
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001 fanjs@r.qlzq.com.cn
 021-20315176
 huyc@r.qlzq.com.cn
 2016 年 11 月 12 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)	315.08
市值(百万元)	395,803
流通市值(百万元)	395,803

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.	37,952.	44,801.	50,659.
营业收入增速	2.11%	3.44%	16.21%	18.04%	13.08%
净利润增长率	1.41%	1.00%	13.69%	18.23%	13.35%
摊薄每股收益 (元)	13.44	12.34	14.03	16.59	18.80
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	22.09	18.68	16.48
PEG	10.02	17.70	1.61	1.02	1.23
每股净资产 (元)	46.79	50.89	58.42	68.31	80.11
每股现金流量 (元)	11.06	13.88	16.11	16.81	19.92
净资产收益率	28.73%	24.25%	24.02%	24.29%	23.47%
市净率	4.05	4.29	5.30	4.54	3.87
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：(1) 最新调研显示，茅台继续畅销，一批价格普遍稳定在 1030 以上；(2) 11 月 11 日，茅台官方旗舰店交易指数为 1964073，排名第二（仅次于 1919），单日电商销售额突破 1 亿元；**
- 点评：我们认为，无论是最新的调研还是双十一的表现，茅台需求强劲再次得到验证，这是由需求周期和库存周期共振带来的强劲增长，按照现有的宏观环境和需求情况，我们认为这种双周期共振的格局至少可以持续 3 年。短期逻辑来看，茅台 1000 的价格已经夯实，春节之前价格总体依旧是易涨难跌，全年的发货量也有望超预期达到 2.5 万吨。目前的估计对应 2017 年真实的 EPS 仅为 16 倍，考虑到茅台超强的盈利能力和增长的确切性，上调目标价 392 元，维持“买入”评级**
- 需求周期和库存周期再次启动，带来茅台酒的需求大增，目前仅仅是开始。我们认为，2012-2015 年是去库存周期，目前的经销商库存普遍不足半个月，终端的库存在这四年的期间也消化了很多，市场存有较强的补库存需求（参照《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》《贵州茅台深度报告：金融属性凸显，库存周期启动，继续扬帆远航》），2016 年是库存周期开始启动，从目前的情况来看，经销商以及终端库存依旧很低，我们保守估计库存周期还至少可以持续 3-5 年；另一方面，2012-2014 年，渠道泡沫（三公消费）已出清，价格跌至 2015 年的低点并呈现量价齐升，价格的泡沫也出清。2015 年茅台出现了放量，2016 年茅台呈现量价齐升，折射出茅台酒的强劲需求。无论是需求周期还是库存周期，目前仅仅是开始。**

- **量价轮番催化，投资舍我其谁？**我们认为，茅台已经进入量价齐升的格局，今年的销量有望实现近 20% 的增长，年份酒销量也有望突破历史峰值的 400 吨。无论是价格还是销量的超预期，均是股价上涨的重要推力。目前茅台一批价格普遍在 1030-1050，电商双十一期间 999 的价格旺销夯实了茅台的价格。虽然市场担心在 11 月 20 日之后加大公司的发货量批价有回落，但是我们认为，只要 11-12 月份发货量不是足够大（大于 6000 吨），批价大概率继续上移，短期即使价格略有回调，那也是因为阶段性的加大发货造成的，不改长期量价齐升的趋势，在春节之前，我们对价格总体乐观；从销量来讲，1-10 月份已经完成发货 2.2 万吨（含去年 12 月份发货的 3000 吨），考虑到 11 月份的控货以及春节的提前，我们预估 11、12 月份可实现 2000、4000 吨的发货量，去年（1-12 月）可实现 2.5 万吨的发货量（高于经销商预估的 2.3 万吨），全年有望实现 20% 的销量增长，未来 2 年也可以实现 15% 以上的业绩增长（参照我们今年的 2 篇的深度报告）。
- **目前对应明年真实的业绩仅 16 倍，加仓有望继续获取超额收益。**依照 2015 年的报表还原，2015 年的真实 EPS 为 14.2 元，我们预估今明年的真实 EPS 增速分别可达 20% 和 15% 的增长，对应 2017 年的真实 EPS 为 19.6 元（ $14.2 \times 1.2 \times 1.15$ ），目前的股价对应明年真实的 EPS 估值仅为 16 倍。全球最大的烈酒集团帝亚吉欧持续保持在 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；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（保守估计 20 倍）。
- **上调目标价 392，维持“买入”评级。**预计公司 2016-2017 年实现营业收入分别为 379、448 亿元，同比增长 16.2%、18.0%，实现净利润分别为 176、208 亿元，同比增长 13.7%、18.2%，对应 EPS 为 14.0、16.6 元，我们测算 2017 年公司的真实 EPS 可达 19.6 元，我们给予 2017 年真实 EPS 19.6 元的 20 倍估值，给予目标价 392 元，对应 4923 亿市值（近 5000 亿），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 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	37,953	44,801	50,660
增长率	16.88%	2.1%	3.4%	16.2%	18.0%	13.1%
营业成本	-2,194	-2,339	-2,538	-2,946	-3,430	-3,850
%销售收入	7.1%	7.4%	7.8%	7.8%	7.7%	7.6%
毛利	28,728	29,235	30,121	35,007	41,371	46,810
%销售收入	92.9%	92.6%	92.2%	92.2%	92.3%	92.4%
营业税金及附加	-2,791	-2,789	-3,449	-3,790	-4,559	-5,123
%销售收入	9.0%	8.8%	10.6%	10.0%	10.2%	10.1%
营业费用	-1,858	-1,675	-1,485	-1,784	-2,150	-2,685
%销售收入	6.0%	5.3%	4.5%	4.7%	4.8%	5.3%
管理费用	-2,835	-3,378	-3,813	-4,308	-5,133	-5,786
%销售收入	9.2%	10.7%	11.7%	11.3%	11.5%	11.4%
息税前利润 (EBIT)	21,244	21,393	21,374	25,126	29,528	33,215
%销售收入	68.7%	67.8%	65.4%	66.2%	65.9%	65.6%
财务费用	429	123	67	828	1,018	1,250
%销售收入	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-2.2%	-2.3%	-2.5%
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	25,958	30,549	34,468
营业利润率	70.1%	68.2%	65.7%	68.4%	68.2%	68.0%
营业外收支	-246	363	556	-248	-220	-240
税前利润	21,432	21,882	22,002	25,710	30,329	34,228
利润率	69.3%	69.3%	67.4%	67.7%	67.7%	67.6%
所得税	-5,467	-5,613	-5,547	-6,633	-7,764	-8,660
所得税率	25.5%	25.7%	25.2%	25.8%	25.6%	25.3%
净利润	15,965	16,269	16,455	19,077	22,565	25,568
少数股东损益	828	920	952	1,450	1,726	1,948
归属于母公司的净利润	15,137	15,350	15,503	17,626	20,839	23,621
净利率	49.0%	48.6%	47.5%	46.4%	46.5%	46.6%

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	19,077	22,565	25,568
少数股东损益	0	0	0	1,450	1,726	1,948
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	-13	-2,687	-1,851
经营活动现金净流	12,655	12,633	17,436	21,690	22,841	26,973
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	10,121	11,319	15,664

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	45,471	55,064	68,780
应收款项	417	1,933	8,627	5,894	7,893	9,320
存货	11,837	14,982	18,013	17,608	20,963	23,607
其他流动资产	4,493	2,945	1,563	3,108	3,212	3,531
流动资产	41,932	47,571	65,005	72,081	87,131	105,239
%总资产	75.6%	72.2%	75.3%	75.4%	77.4%	79.8%
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%	18.3%	16.6%
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%	24.6%	22.6%	20.2%
资产总计	55,454	65,873	86,301	95,606	112,524	131,840
短期借款	0	63	0	0	0	0
应付款项	4,935	3,416	10,566	8,428	10,525	12,434
其他流动负债	6,373	7,066	9,486	10,017	10,690	11,321
流动负债	11,307	10,544	20,052	18,445	21,215	23,755
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	18,460	21,230	23,771
普通股股东权益	42,622	53,430	63,926	73,387	85,809	100,637
少数股东权益	1,507	1,881	2,308	3,759	5,485	7,432
负债股东权益合计	55,454	65,873	86,301	95,606	112,524	131,840

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	14.031	16.589	18.803
每股净资产 (元)	41.055	46.787	50.888	58.420	68.309	80.112
每股经营现金净流 (元)	12.190	11.062	13.880	16.112	16.809	19.921
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%	24.02%	24.29%	23.47%
总资产收益率	27.30%	23.30%	17.96%	18.44%	18.52%	17.92%
投入资本收益率	84.22%	59.20%	56.18%	58.91%	60.69%	63.20%
增长率						
营业总收入增长率	16.88%	2.11%	3.44%	16.21%	18.04%	13.08%
EBIT增长率	16.01%	2.90%	0.50%	13.76%	17.52%	12.49%
净利润增长率	13.74%	1.41%	1.00%	13.69%	18.23%	13.35%
总资产增长率	23.24%	18.79%	31.01%	10.78%	17.70%	17.17%
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	112.9	98.5	85.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.07%	-49.99%	-55.56%	-58.94%	-60.31%	-63.64%
EBIT利息保障倍数	-49.8	-178.4	-328.4	-30.4	-29.0	-26.6
资产负债率	20.42%	16.03%	23.25%	19.31%	18.87%	18.03%

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。