

2016年12月01日

证券研究报告·动态跟踪报告

贵州茅台 (600519) 食品饮料

买入 (首次)

当前价: 319.08元

目标价: 402元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

高端酒强者恒强，有望迎来量价齐升

投资要点

- **推荐逻辑:** 1、高端白酒将演绎强者恒强的格局，茅台作为高端白酒典范，有望进一步提升市场份额。2、量价齐升值得期待：在终端消费和渠道补库存的双重需求驱动下，茅台市场供求关系十分紧张，一批价和终端价不断抬升，经销商利润空间扩大，公司不排除就此提高出厂价的可能性。同时，公司明年将继续放量抢占市场。未来三年实现量价齐升，收入端复合增速保持15%以上是大概率事件，看好长期投资价值。
- **高端白酒未来将演绎强者恒强的格局，茅台市占率有望进一步提升。** 1、经过此轮白酒行业调整，高端酒市场二线白酒品牌被悉数洗出，确立茅台、五粮液、国窖1573高端酒市场地位，同时树立高端酒品牌高壁垒。2、茅台从此轮调整前高端酒市占率25%左右提升至2015年的50%以上，大幅抢占高端酒市场份额。核心原因：1) 茅台单瓶价格从最高超2000元降至最低不足800元，五粮液单瓶价格从最高超1300元降至最低不足600元，两者价差大幅缩窄。对于消费者而言，茅台品牌力强于五粮液，同档价格上更具吸引力。2) 茅台在行业调整中率先实现渠道顺价，对于经销商的积极性起到实质推动作用。目前茅台终端售价1100元左右，并未与五粮液、1573拉开明显差距，在此价格格局下将继续抢占其他高端酒市场份额，进一步提升市占率。
- **茅台未来量价齐升值得期待。** 1、在终端消费和渠道补库存的双重需求作用下，茅台市面上一度供不应求，一批价和终端价不断抬升，目前一批价1000元左右。预计公司前10个月已基本完成全年计划的2.1万吨发货量，已开始提前执行2017年计划量。考虑到春节茅台消费量达7000-8000吨，未来2-3个月内供应紧张的局面仍将持续。明年茅台仍将以放量为主，预计增加供给超15%，增量超3000吨，对应50亿的销售收入。同时茅台出厂价自2012年以来未做任何调整，不排除提价的可能。未来三年内量价齐升，收入端呈现15%以上的增速确定性较高。2、2016年茅台年份酒销量有望达到历史峰值400吨，年份酒将进一步提升茅台整体价格中枢，随着占比提升公司盈利能力有望得到改善。
- **盈利预测与投资建议。** 高端酒企稳回升确立，且茅台竞争优势明显，将演绎强者恒强格局，未来三年飞天茅台量增长分别为8%、15%、13%，价格略有提升。预计2016-2018年EPS分别为13.95元、16.10元、18.96元，未来三年归母净利润将保持近15%左右的复合增长率。考虑到茅台真实销售要远好于报表数据显示，业绩超预期可能性高，给予公司2017年25倍估值，对应目标价402元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 限制三公消费力度加强或白酒行业复苏不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	33446.86	36781.22	42417.27	48362.48
增长率	3.82%	9.97%	15.32%	14.02%
归属母公司净利润(百万元)	15503.09	17528.64	20224.69	23814.02
增长率	1.00%	13.07%	15.38%	17.75%
每股收益EPS(元)	12.34	13.95	16.10	18.96
净资产收益率ROE	24.84%	23.95%	23.57%	23.76%
PE	26	23	20	17
PB	6.05	5.16	4.40	3.78

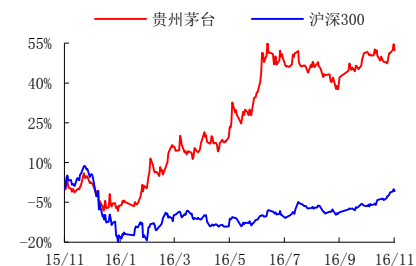
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 徐卿
 电话: 021-68415832
 邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.56
流通A股(亿股)	12.56
52周内股价区间(元)	196.64-324.73
总市值(亿元)	4,008.28
总资产(亿元)	1,051.46
每股净资产(元)	54.64

相关研究

关键假设：

1、假设未来三年飞天茅以放量为主，量增长分别为 8%、15%、13%，价格略有提升，毛利率稳定在 93.7%左右；

2、假设未来三年公司期间费用率稳中有降，分别是 14%、14%、13.5%。

表 1：贵州茅台各项业务整体预测表（百万元）

业务	项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	32217	33447	36781	42417	48363
	增速	3.7%	3.8%	10.0%	15.3%	14.0%
	营业成本	2398	2611	3133	3755	4285
	毛利率	92.6%	92.2%	91.5%	91.2%	91.1%
茅台酒	营业收入	30638	31546	34070	39228	44771
	增速	5.4%	3.0%	8.0%	15.1%	14.1%
	营业成本	1938	2012	2,167	2,491	2,830
	毛利率	93.7%	93.6%	93.6%	93.7%	93.7%
系列酒	营业收入	936	1114	1512	1890	2192
	增速	-49.8%	19.0%	35.7%	25.0%	16.0%
	营业成本	401	525	847	1,134	1,315
	毛利率	57.2%	52.9%	44.0%	45.0%	45.0%
其他业务收入 (金融类)	营业收入	643	787	1200	1300	1400
	增速	331.5%	22.4%	52.5%	8.3%	7.7%
	营业成本	59	74	120	130	140
	毛利率	90.8%	90.6%	90.0%	90.0%	90.0%

数据来源：公司公告、西南证券

预计 2016-2018 年收入复合增速超 13%，归母净利润将保持近 15%左右的复合增长率。考虑到茅台真实销售要远好于报表数据显示，业绩超预期可能性高，给予公司 2017 年 25 倍估值，对应目标价 402 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	33446.86	36781.22	42417.27	48362.48	净利润	16455.00	18594.31	21459.32	25221.50
营业成本	2538.34	3133.37	3754.72	4284.67	折旧与摊销	848.15	917.92	1024.08	1085.90
营业税金及附加	3449.17	4781.56	5514.25	6287.12	财务费用	-67.27	-1403.60	-1901.16	-2326.41
销售费用	1484.96	1508.03	1866.36	1547.60	资产减值损失	-0.54	6.00	0.00	0.00
管理费用	3812.85	3678.12	4284.14	4642.80	经营营运资本变动	1032.40	7967.24	-776.12	-940.62
财务费用	-67.27	-1403.60	-1901.16	-2326.41	其他	-831.40	-6.43	0.14	-0.05
资产减值损失	-0.54	6.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	17436.34	26075.44	19806.26	23040.32
投资收益	3.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2610.49	-500.00	-400.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	561.70	-71.00	-120.00	-130.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2048.79	-571.00	-520.00	-430.00
营业利润	22158.99	25077.74	28898.96	33926.71	短期借款	-62.55	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-157.28	-150.00	-140.00	-135.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	22001.71	24927.74	28758.96	33791.71	股权融资	114.20	0.00	0.00	0.00
所得税	5546.72	6333.43	7299.64	8570.20	支付股利	-4995.10	-6976.39	-8063.18	-10112.34
净利润	16455.00	18594.31	21459.32	25221.50	其他	-644.57	1198.27	1901.16	2326.41
少数股东损益	951.91	1065.67	1234.63	1407.48	筹资活动现金流净额	-5588.02	-5778.12	-6162.02	-7785.93
归属母公司股东净利润	15503.09	17528.64	20224.69	23814.02	现金流量净额	9783.26	19726.32	13124.24	14824.39
资产负债表（百万元）					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	36800.75	56527.07	69651.31	84475.70	成长能力				
应收和预付款项	10105.12	1904.31	2127.34	2296.90	销售收入增长率	3.82%	9.97%	15.32%	14.02%
存货	18013.30	20627.28	25250.03	28877.11	营业利润增长率	0.25%	13.17%	15.24%	17.40%
其他流动资产	85.35	96.12	110.85	126.38	净利润增长率	1.14%	13.00%	15.41%	17.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.89%	7.20%	13.95%	16.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16311.10	15989.10	15460.94	14770.94	毛利率	92.41%	91.48%	91.15%	91.14%
无形资产和开发支出	3582.46	3506.41	3430.36	3354.31	三费率	15.64%	10.28%	10.02%	7.99%
其他非流动资产	1403.38	1454.52	1554.66	1664.80	净利率	49.20%	50.55%	50.59%	52.15%
资产总计	86301.46	100104.82	117585.48	135566.15	ROE	24.84%	23.95%	23.57%	23.76%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.07%	18.57%	18.25%	18.60%
应付和预收款项	12633.55	14013.63	16135.79	17651.33	ROIC	48.52%	56.84%	72.28%	80.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	68.59%	66.86%	66.06%	67.59%
其他负债	7433.74	8444.43	10406.79	11762.76	营运能力				
负债合计	20067.29	22458.05	26542.58	29414.09	总资产周转率	0.44	0.39	0.39	0.38
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	固定资产周转率	3.07	2.98	3.12	3.48
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	应收账款周转率	14744.27	33186.28	20222.54	22003.38
留存收益	61089.49	71641.74	83803.25	97504.93	存货周转率	0.15	0.16	0.16	0.16
归属母公司股东权益	63925.98	74272.90	86434.41	100136.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.87%	—	—	—
少数股东权益	2308.19	3373.86	4608.49	6015.97	资本结构				
股东权益合计	66234.17	77646.76	91042.91	106152.06	资产负债率	23.25%	22.43%	22.57%	21.70%
负债和股东权益合计	86301.46	100104.82	117585.48	135566.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.24	3.53	3.66	3.94
					速动比率	2.34	2.61	2.71	2.96
					股利支付率	32.22%	39.80%	39.87%	42.46%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	22939.87	24592.06	28021.87	32686.20	每股收益	12.34	13.95	16.10	18.96
PE	25.85	22.87	19.82	16.83	每股净资产	52.73	61.81	72.47	84.50
PB	6.05	5.16	4.40	3.78	每股经营现金	13.88	20.76	15.77	18.34
PS	11.98	10.90	9.45	8.29	每股股利	3.98	5.55	6.42	8.05
EV/EBITDA	15.82	13.95	11.77	9.63					
股息率	1.25%	1.74%	2.01%	2.52%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn