

贵州茅台 (600519.SH)

强需求再度被验证，估值依旧偏低，重申

“买入”

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

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

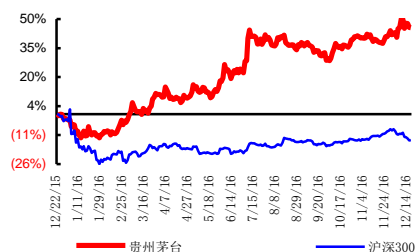
fanjs@r.qlzq.com.cn

2016年12月22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)	327.58
市值(百万元)	411,505
流通市值(百万元)	411,505

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.	39,074.	46,121.	52,155.
营业收入增速	2.11%	3.44%	19.64%	18.04%	13.08%
归属于母公司的净利润	15,350	15,503	16,650	20,836	23,612
净利润增长率	1.41%	1.00%	7.40%	25.14%	13.33%
摊薄每股收益(元)	13.44	12.34	13.25	16.59	18.80
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	14.11	17.68	23.38	18.68	16.49
PEG	10.02	17.70	3.16	0.74	1.24
每股净资产(元)	46.79	50.89	57.64	67.53	79.33
每股现金流量	11.06	13.88	13.23	17.72	19.78
净资产收益率	28.73%	24.25%	22.99%	24.56%	23.70%
市净率	4.05	4.29	5.38	4.59	3.91
总股本(百万股)	1,142.0	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 贵州茅台 22 日晚间公布 2016 年度主要经营数据及 2017 年度生产销售计划。2016 年度公司实现营业总收入 398.56 亿元，同比增长 19.16%；归属于上市公司股东的净利润 166.5 亿元，同比增长 7.4%。2017 年，本公司茅台酒基酒产量计划 4 万吨以上；茅台酒和系列产品计划销量 5 万吨左右，其中茅台酒 2.6 万吨左右。
- 我们预计 2016 年公司实际收入有望达 30%，明后年有望实现 15% 以上的增长。依照公司目前的公告以及参照前三季度的 91 亿预收账款的增量，我们预计 2016 年实际的增长有望达到 30% 以上。今年公司的净利润增速低于收入增速主要是因为消费税的调整。从茅台基酒的量来看，明年的供应为 2.69 万吨，后年理论上可以达到 3 万吨，明后年的增幅比较有限。从消费角度而言，目前在渠道下沉以及消费升级的大背景下，每年实现 10% 以上的增长并非难事；从潜在需求角度而言，目前的渠道以及终端的库存很低了，我们界定为茅台酒已经进入了补库存周期（参照《金融属性凸显，库存周期启动，继续扬帆远航》一文）。考虑到消费、潜在的需求以及可供应的量，茅台销量每年可实现 10% 以上的增长。考虑到未来三年价格上行的平滑，茅台酒收入增长 15%-20% 的增长确定性较高。
- 春节之前利好频出，批价易涨难跌，加配茅台正当时。近期各大白酒企业开年度经销商大会，总体传递正面信息居多，行业的龙头贵州茅台有望再度成为投资者的焦点。目前茅台批价稳步上移，其中贵州一批价上涨至 1100 左右，深圳和北京均达到了 1070，上海 1060。目前市场的茅台酒依据处于偏紧的格局，核心一批商库存一周左右，从现有的供需水平以及可以预见的消费旺季的到来，茅台一批价格有望继续走高，对应的股价也有望再度成长。在目前资产荒时代，超配茅台有望继续获取超额收益。

- **目标价 392，维持“买入”评级。**预计公司 2017-2018 年实现营业收入分别为 461、522 亿元，同比增长 18%、13%，实现净利润分别为 208、236 亿元，同比增长 25%、13%，对应 EPS 为 16.6、18.8 元。考虑到预收账款的要素，我们测算 2017 年公司实际的利润可达 246 亿元，对应实际的 EPS 可达 19.6 元。目前对应 2017 年实际的业绩仅为 16.6X，我们给予 2017 年 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	20666	24179	27323
YOY (%)		24.7%	2.2%	3.8%	17.0%	17.0%	13.0%
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	37413	44210	49958
YOY (%)		20.90%	5.45%	3.32%	18.19%	18.17%	13.00%
单位成本(万元/吨)	10.5	9.5	11.4	11.5	12.1	12.1	12.1
YOY (%)		-9.8%	20.5%	1.0%	5.0%	0.5%	0.0%
成本(百万元)	1400	1574	1938	2033	2497	2937	3318
YOY (%)		12.41%	23.11%	4.88%	22.87%	17.59%	13.00%
毛利(百万元)	22632	27481	28699	29623	34915	41274	46639
毛利率	94.17%	94.58%	93.67%	93.58%	93.32%	93.36%	93.36%
系列酒	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	2423	1866	936	1108	1662	1911	2198
YOY (%)		-22.98%	-49.87%	7.20%	50.00%	15.00%	15.00%
成本(百万元)	644	620	400	522	897	765	835
毛利(百万元)	1779	1246	535	586	765	1147	1363
毛利率	73.42%	66.79%	57.20%	52.89%	46.00%	60.00%	62.00%
合计	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	26455	30922	31574	32764	39075	46122	52156
YOY (%)		16.88%	2.11%	3.77%	19.26%	18.04%	13.08%
成本(百万元)	2044	2194	2338	2555	3395	3701	4154
YOY (%)		7.32%	6.59%	9.24%	32.89%	9.02%	12.23%
毛利	24411	28727	29234	30209	35680	42421	48002
毛利率	92.27%	92.90%	92.59%	92.20%	91.31%	91.98%	92.04%

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	39,075	46,122	52,156
增长率	16.88%	2.1%	3.4%	19.6%	18.0%	13.1%
营业成本	-2,194	-2,339	-2,538	-3,395	-3,701	-4,154
% 销售收入	7.1%	7.4%	7.8%	8.7%	8.0%	8.0%
毛利	28,728	29,235	30,121	35,680	42,421	48,002
% 销售收入	92.9%	92.6%	92.2%	91.3%	92.0%	92.0%
营业税金及附加	-2,791	-2,789	-3,449	-5,173	-5,161	-5,831
% 销售收入	9.0%	8.8%	10.6%	13.2%	11.2%	11.2%
营业费用	-1,858	-1,675	-1,485	-1,876	-2,214	-2,764
% 销售收入	6.0%	5.3%	4.5%	4.8%	4.8%	5.3%
管理费用	-2,835	-3,378	-3,813	-4,611	-5,423	-6,140
% 销售收入	9.2%	10.7%	11.7%	11.8%	11.8%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	21,244	21,393	21,374	24,020	29,623	33,267
% 销售收入	68.7%	67.8%	65.4%	61.5%	64.2%	63.8%
财务费用	429	123	67	761	918	1,185
% 销售收入	-1.4%	-0.4%	-0.2%	-1.9%	-2.0%	-2.3%
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	24,785	30,545	34,456
营业利润率	70.1%	68.2%	65.7%	63.4%	66.2%	66.1%
营业外收支	-246	363	556	-248	-220	-240
税前利润	21,432	21,882	22,002	24,537	30,325	34,216
利润率	69.3%	69.3%	67.4%	62.8%	65.7%	65.6%
所得税	-5,467	-5,613	-5,547	-6,502	-7,763	-8,657
所得税率	25.5%	25.7%	25.2%	26.5%	25.6%	25.3%
净利润	15,965	16,269	16,455	18,035	22,562	25,559
少数股东损益	828	920	952	1,384	1,726	1,947
归属于母公司的净利润	15,137	15,350	15,503	16,650	20,836	23,612
净利率	49.0%	48.6%	47.5%	42.6%	45.2%	45.3%

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	43,763	52,497	66,033
应收款项	417	1,933	8,627	6,068	8,126	9,596
存货	11,837	14,982	18,013	20,294	22,618	25,467
其他流动资产	4,493	2,945	1,563	3,570	3,458	3,802
流动资产	41,932	47,571	65,005	73,695	86,699	104,897
% 总资产	75.6%	72.2%	75.3%	75.8%	77.3%	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%	19.2%	18.4%	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%	24.2%	22.7%	20.2%
资产总计	55,454	65,873	86,301	97,220	112,092	131,498
短期借款	0	63	0	1,962	0	0
应付款项	4,935	3,416	10,566	8,875	10,936	12,920
其他流动负债	6,373	7,066	9,486	10,264	10,892	11,548
流动负债	11,307	10,544	20,052	21,101	21,828	24,468
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	21,116	21,843	24,484
普通股股东权益	42,622	53,430	63,926	72,411	84,830	99,649
少数股东权益	1,507	1,881	2,308	3,692	5,418	7,365
负债股东权益合计	55,454	65,873	86,301	97,220	112,092	131,498

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	13.255	16.586	18.797
每股净资产 (元)	41.055	46.787	50.888	57.643	67.529	79.326
每股经营现金流 (元)	12.190	11.062	13.880	13.226	17.722	19.777
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%	22.99%	24.56%	23.70%
总资产收益率	27.30%	23.30%	17.96%	17.13%	18.59%	17.96%
投入资本收益率	84.22%	59.20%	56.18%	51.51%	58.42%	60.68%
增长率						
营业总收入增长率	16.88%	2.11%	3.44%	19.64%	18.04%	13.08%
EBIT 增长率	16.01%	2.90%	0.50%	8.75%	23.33%	12.30%
净利润增长率	13.74%	1.41%	1.00%	7.40%	25.14%	13.33%
总资产增长率	23.24%	18.79%	31.01%	12.65%	15.30%	17.31%
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	109.7	95.7	83.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.07%	-49.99%	-55.56%	-54.93%	-58.17%	-61.70%
EBIT 利息保障倍数	-49.8	-178.4	-328.4	-31.5	-32.3	-28.1
资产负债率	20.42%	16.03%	23.25%	21.72%	19.49%	18.62%

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	18,035	22,562	25,559
少数股东损益	0	0	0	1,384	1,726	1,947
非现金支出	554	757	848	932	1,021	1,071
非经营收益	-176	86	-338	289	261	236
营运资金变动	-3,688	-4,480	471	-2,641	-1,581	-2,022
经营活动现金净流	12,655	12,633	17,436	17,998	23,988	26,791
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	1,962	-1,962	0
其他	-7,392	-5,149	-5,548	-8,209	-8,461	-8,793
筹资活动现金净流	-7,386	-5,047	-5,604	-6,247	-10,423	-8,793
现金净流量	-70	3,005	9,783	8,347	10,459	15,482

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。