

2017年08月06日

贵州茅台 (600519.SH)

增量控价备战旺季，促行业慢牛长牛

事件1: 茅台官方公众号报道, 近期茅台集团召开高规格专题会议, 其中和市场关系直接的几个方面包括: 1) 增加基酒产能, 2019年争取达到茅台基酒产能5.5万吨; 2) 坚定不移稳价格, 防止破窗效应; 3) 布局完善国内外市场体系, 加大开设专卖店。事件2: 近期各地经销商响应酒厂稳价要求和茅台经销商联谊会倡议, 专卖店明价1299元/瓶出售茅台酒, 其中北京地区经销商明确双节期间50%供应量确保零售。

■2018年开工建设新增基酒产能, 短期不能形成有效供应, 主要起到预期管理作用, 是控价组合拳的有机组成部分, 中长期增强酒厂销量增长可持续性。茅台酒基酒产能上限影响了茅台酒持续销售增长的判断, 而茅台酒基酒仍有提升空间是实质性利好, 目标2019年基酒产能较原先十三五规划2020基酒产能有10%提升, 我们认为短期通过“稀释稀缺性”帮助降低价格预期, 长期有助于打开茅台酒销售量/规模空间。

■增强专卖店布局完善市场体系, 对于中长期改变销售结构的帮助可期, 尤其在零售控管升级后效果会更好(直接面对终端消费者, 减少渠道和投机者囤积)。因品牌和历史原因, 团购在茅台酒销售结构中占重要位置, 茅台专卖店数量相对较少且其按规定价格零售占比不高是常见问题。结合近期各地专卖店响应酒厂稳价可以看出, 专卖店模式的优势有挖掘空间。

■各地经销商节前响应平价销售, 我们认为是茅台品牌强势和渠道管理能力提升综合作用的结果, 经销商意识到酒厂的核心关切, 配合酒厂是理性选择, 实际效果仍有待观察。渠道稳价销售不影响酒厂业绩, 如果管控效果好, 有助酒厂合理规划渠道利润。在渠道利润丰厚, 且价格管控得当情况下, 公司后续正常提高出厂价的可能性仍然存在, 为此, 我们暂不调整公司盈利预测。

■引导行业慢牛思维, 扎实打好本轮名白酒恢复发展基础。因判断据茅台价格快速上涨难以管控, 部分名酒企业在采取价格追随策略的情况下容易步子迈得更快。茅台酒厂对价格保持清醒, 稳价坚决, 价格管控有效, 则有利于行业形成慢牛思维, 扎实做好产品、渠道和消费者培育工作。

■投资建议: 维持580元目标价, 目标价相当于2018年26倍的动态市盈率。

■风险提示: 控价效果不佳, 高端酒产能不足风险、估值波动风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	33,446.9	40,155.1	51,502.9	61,664.5	72,407.0
净利润	15,503.1	16,718.4	22,174.1	27,868.5	33,773.6
每股收益(元)	12.34	13.31	17.65	22.18	26.89
每股净资产(元)	50.89	58.03	66.17	76.60	88.97
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.4	35.6	26.8	21.4	17.6
市净率(倍)	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3
净利润率	46.4%	41.6%	43.1%	45.2%	46.6%
净资产收益率	24.3%	22.9%	26.7%	29.0%	30.2%
股息收益率	1.3%	1.4%	1.9%	2.5%	3.1%
ROIC	61.8%	64.7%	337.9%	182.6%	183.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

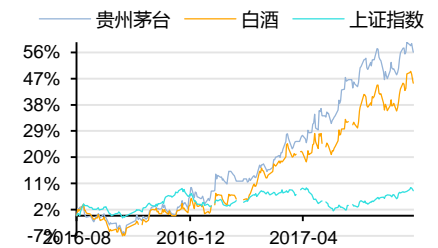
维持评级

6个月目标价: 580.00元
股价(2017-08-04) 473.64元

交易数据

总市值(百万元)	594,985.53
流通市值(百万元)	594,985.53
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	288.41/484.68元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.78	10.45	48.61
绝对收益	4.49	15.58	58.2

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

贵州茅台: 需求强劲, 业绩释放水到渠成/苏斌	2017-07-28
贵州茅台: 消费税迷雾如期消散, 全年盈利增速预测上调/苏斌	2017-04-24
贵州茅台: 消费税迷雾年内消散, 民族蓝筹市值空间看好/苏斌	2017-04-16
贵州茅台: 解读李保芳最新讲话: 预期引导和调控手段俱佳/苏斌	2017-03-05
贵州茅台: 强劲真实需求驱动增长, 估值空间打开/苏斌	2016-10-31

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,446.9	40,155.1	51,502.9	61,664.5	72,407.0	成长性					
减:营业成本	2,538.3	3,410.1	4,735.2	5,508.8	6,105.6	营业收入增长率	3.8%	20.1%	28.3%	19.7%	17.4%
营业税费	3,449.2	6,508.9	6,952.9	8,016.4	9,050.9	营业利润增长率	0.3%	9.5%	30.8%	25.5%	21.0%
销售费用	1,485.0	1,681.1	3,347.7	2,774.9	2,896.3	净利润增长率	1.0%	7.8%	32.6%	25.7%	21.2%
管理费用	3,812.9	4,187.2	4,738.3	5,549.8	6,154.6	EBITDA 增长率	0.9%	9.9%	29.4%	25.2%	20.9%
财务费用	(67.3)	(33.2)	(31.8)	(30.6)	(29.4)	EBIT 增长率	0.6%	9.9%	30.2%	25.5%	21.1%
资产减值损失	(0.5)	12.3	12.3	12.3	12.3	NOPLAT 增长率	1.1%	9.8%	30.8%	25.5%	21.1%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	4.8%	-75.0%	132.3%	20.7%	-0.2%
投资和汇兑收益	3.9	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	19.7%	14.6%	15.2%	16.9%	17.2%
营业利润	22,159.0	24,265.6	31,748.4	39,832.8	48,216.7	利润率					
加:营业外净收支	(157.3)	(307.7)	(245.2)	(245.2)	(245.2)	毛利率	92.4%	91.5%	90.8%	91.1%	91.6%
利润总额	22,001.7	23,957.9	31,503.2	39,587.7	47,971.5	营业利润率	66.3%	60.4%	61.6%	64.6%	66.6%
减:所得税	5,546.7	6,027.2	7,938.8	9,976.1	12,088.8	净利润率	46.4%	41.6%	43.1%	45.2%	46.6%
净利润	15,503.1	16,718.4	22,174.1	27,868.5	33,773.6	EBITDA/营业收入	68.8%	63.0%	63.5%	66.4%	68.4%
						EBIT/营业收入	66.3%	60.7%	61.6%	64.5%	66.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	117	116	107	99	91
						流动营业资本周转天数	94	(25)	(69)	(29)	(21)
						流动资产周转天数	606	696	647	589	582
						应收帐款周转天数	1	1	1	1	1
						存货周转天数	178	173	152	134	122
						总资产周转天数	819	893	809	732	709
						投资资本周转天数	295	157	82	105	98
						投资回报率					
						ROE	24.3%	22.9%	26.7%	29.0%	30.2%
						ROA	19.1%	15.9%	19.9%	22.4%	23.4%
						ROIC	61.8%	64.7%	337.9%	182.6%	183.1%
						费用率					
						销售费用率	4.4%	4.2%	6.5%	4.5%	4.0%
						管理费用率	11.4%	10.4%	9.2%	9.0%	8.5%
						财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	15.6%	14.5%	15.6%	13.5%	12.5%
						偿债能力					
						资产负债率	23.3%	32.8%	26.3%	22.6%	21.8%
						负债权益比	30.3%	48.8%	35.6%	29.1%	28.0%
						流动比率	3.24	2.44	3.05	3.59	3.80
						速动比率	2.34	1.88	2.32	2.81	3.03
						利息保障倍数	(329.52)	(734.15)	(995.87)	(1301.82)	(1641.75)
						分红指标					
						DPS(元)	6.17	6.79	9.18	11.76	14.52
						分红比率	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%
						股息收益率	1.3%	1.4%	1.9%	2.5%	3.1%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,455.0	17,930.6	22,174.1	27,868.5	33,773.6	EPS(元)	12.34	13.31	17.65	22.18	26.89
加:折旧和摊销	848.1	934.2	994.6	1,163.1	1,320.2	BVPS(元)	50.89	58.03	66.17	76.60	88.97
资产减值准备	(0.5)	12.3	0.0	0.0	0.0	PE(X)	38.4	35.6	26.8	21.4	17.6
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	9.3	8.2	7.2	6.2	5.3
财务费用	0.0	0.0	(31.8)	(30.6)	(29.4)	P/FCF	42.1	15.8	46.2	24.3	17.6
投资损失	(3.9)	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	17.8	14.8	11.6	9.7	8.2
少数股东损益	951.9	1,212.3	1,390.3	1,747.1	2,117.1	EV/EBITDA	10.4	14.0	16.2	12.7	10.2
营运资金的变动	2,551.1	25,123.3	(7,269.5)	(2,167.7)	649.0	CAGR(%)	21.6%	26.0%	13.1%	21.6%	26.0%
经营活动产生现金流量	17,436.3	37,451.2	17,257.7	28,580.5	37,830.5	PEG	1.8	1.4	2.0	1.0	0.7
投资活动产生现金流量	(2,048.8)	(1,102.5)	(2,496.2)	(2,488.7)	(2,008.8)	ROIC/WACC	5.6	5.8	30.4	16.4	16.5
融资活动产生现金流量	(5,588.0)	(8,334.5)	(11,977.7)	(14,827.1)	(18,314.2)	REP	1.5	8.6	1.1	1.6	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034