

2017年12月28日

公司研究

评级：买入（维持）

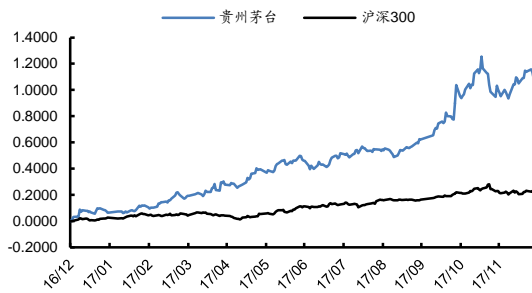
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

提价超预期，量价齐升带动业绩增长

——贵州茅台（600519）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	6.9	30.7	106.7
沪深300	-1.6	4.4	20.9

市场数据

2017-12-27

当前价格（元）	664.18
52周价格区间（元）	318.19 - 719.96
总市值（百万）	834341.45
流通市值（百万）	834341.45
总股本（万股）	125619.78
流通股（万股）	125619.78
日均成交额（百万）	1750.49
近一月换手（%）	8.12

相关报告

《贵州茅台（600519）三季报点评：受益量价齐升，业绩超出预期》——2017-10-26

《贵州茅台（600519）中报点评：控价促进健康增长，业绩确定性强》——2017-07-31

《贵州茅台（600519）2016年年报点评：预收款同比大幅增长，2018年有望提高出厂价》——2017-04-16

《贵州茅台（600519）2016年三季报点评：营收维持二位数增长，淡季一批价继续上行》——2016-10-30

事件：

公司发布公告，2017年生产茅台酒基酒约4.27万吨，同比增长9%；预计茅台酒销量同比增长34%左右；预计实现营业总收入600亿元以上，同比增长50%左右；预计利润总额同比增长58%左右。为更好地统筹兼顾各种因素，经研究决定，公司自2018年起适当上调茅台酒产品价格，平均上调幅度18%左右，此次价格调整将会对公司2018年度经营业绩产生一定的影响。

投资要点：

- **提价超市场预期。**公司自2018年起适当上调茅台酒产品价格，平均上调幅度18%左右，提价时点和幅度超市场预期。此次提价是公司时隔5年后再次调价，是很审慎的决策，调整的幅度兼顾了经销商的利益和社会承受力。同时，茅台希望经销商保持理性，从大局出发，严格执行新的价格规定，不要只考虑个人暴利，维护好市场秩序。2017年，茅台全年营销工作的最大特点和收获就是在供需矛盾突出、价格上涨压力大的情况下，稳住了价格，茅台的综合实力、竞争能力和抗风险能力越来越强，稳中向好发展的基础越来越夯实。我们认为，茅台吸取上一轮白酒调整的教训，变得更加理性，在市场繁荣阶段积极主动的控制价格和发货节奏，防止价格过快上涨带来，让茅台的增长更加健康和稳定，拉长繁荣周期。
- **2017年量价齐升。**公司预计2017年茅台酒销量同比增长34%左右，预计实现营业总收入600亿元以上，同比增长50%左右，预计利润总额同比增长58%左右。茅台前三季度业绩超预期主要受Q3市场投放量增长驱动，双节前投放量从2000吨增至6200吨，较去年同期增35%以上。双节期间一批价略有回落，双节旺季后一批价企稳回升，预计Q4发货约7500吨，全年发货近3.1万吨，叠加茅台酱香系列酒销量超过3万吨，共同带动营业收入同比增长50%。
- **预计明年较快增长。**公司2018年度茅台酒销售计划为2.8万吨以上，销量仍有一定增长，叠加此次均价提升18%，系列酒前三季度收入40亿元，今年已经提前完成全年目标任务，未来公司将整合资源，加强重点市场投入，系列酒有望保持较快增长，同时，高附加值产品占比上升拉动吨价提升，在上述几大因素的共同作用下，预计明年

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

年业绩有望继续较快增长。

- **营销模式转型升级。**大众消费持续升级，茅台酒的消费场景不断拓展，2016 年以来，茅台酒量价齐升，迎来了新一轮的快速发展，茅台批价快速上涨，为了防止价格过快上涨引发风险，公司通过“预期引导+放量+精准销售”多角度推动价格回归理性，重点打造的茅台云商全面上线，通过茅台云商平台，公司可以实现精准销售、控制价格体系、掌控终端数据、了解消费行为等功能。茅台会持续加强营销方式的创新与谋变，建立“互联网+大数据”的新模式、新营销，将用 3-5 年的时间，建设白酒行业首个集成 B2B2C、物联网、防伪溯源、大数据分析调度等为一体的综合品类撮合交易平台。
- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 21.05 元、28.00 元、34.21 元，对应 PE 分别为 32X、24X、19X。公司作为高端酒第一品牌，持续受益消费升级，系列酒快速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；食品安全事件；限制三公消费力度加大

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	40155.08	60230.62	78768.78	96175.46
增长率(%)	20.06%	50.00%	30.78%	22.10%
净利润（百万元）	16718.36	26439.97	35168.06	42973.65
增长率(%)	7.84%	58.15%	33.01%	22.20%
摊薄每股收益（元）	13.31	21.05	28.00	34.21
ROE(%)	23.53%	31.76%	34.93%	34.92%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 贵州茅台盈利预测表

证券代码:	600519.SH				股价:	664.18	投资评级:	买入		日期:	2017-12-27
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	23.53%	31.76%	34.93%	34.92%	EPS		13.31	21.05	28.00	34.21	
毛利率	91.51%	90.00%	91.00%	91.00%	BVPS		60.42	72.14	88.17	107.76	
期间费率	14.53%	11.88%	11.89%	11.89%	估值						
销售净利率	41.63%	43.90%	44.65%	44.68%	P/E		49.91	31.56	23.72	19.42	
成长能力					P/B		10.99	9.21	7.53	6.16	
收入增长率	20.06%	50.00%	30.78%	22.10%	P/S		20.78	13.85	10.59	8.68	
利润增长率	7.84%	58.15%	33.01%	22.20%							
营运能力					利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.40	0.48	0.51	0.52	营业收入		40155.08	60230.62	78768.78	96175.46	
应收账款周转率	348011.25	10000.00	5666.84	5497.49	营业成本		3410.10	6023.06	7089.19	8655.79	
存货周转率	0.18	0.21	0.18	0.18	营业税金及附加		6508.93	9034.59	11815.32	14426.32	
偿债能力					销售费用		1681.05	3011.53	3938.44	4808.77	
资产负债率	0.33	0.35	0.34	0.33	管理费用		4187.19	4216.14	5513.81	6732.28	
流动比	2.44	2.40	2.52	2.68	财务费用		-33.18	-70.81	-85.38	-107.23	
速动比	1.88	1.64	1.77	1.89	其他费用/(-收入)		934.19	958.42	941.32	924.22	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润		24265.63	37891.03	50372.33	61534.45	
现金及现金等价物	66854.96	74761.98	96003.85	118454.35	营业外净收支		-307.74	-81.45	-81.45	-81.45	
应收款项	817.63	1238.45	1619.62	1977.53	利润总额		23957.88	37809.58	50290.88	61453.00	
存货净额	20622.25	36423.85	42871.14	52345.00	所得税费用		6027.24	9452.39	12572.72	15363.25	
其他流动资产	231.47	231.47	231.47	231.47	净利润		17930.64	28357.18	37718.16	46089.75	
流动资产合计	90180.55	115150.15	143583.21	176379.52	少数股东损益		1212.28	1917.21	2550.10	3116.10	
固定资产	14453.18	16379.80	17081.94	17805.18	归属于母公司净利润		16718.36	26439.97	35168.06	42973.65	
在建工程	2745.58	1500.00	1500.00	1500.00	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	3531.74	3498.28	3461.82	3422.37	经营活动现金流		41444.17	23157.16	40431.97	45521.53	
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润		17930.64	28357.18	37718.16	46089.75	
资产总计	112934.54	138550.72	167647.46	201124.56	少数股东权益		3004.41	4921.62	7471.72	10587.82	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销		934.19	958.42	941.32	924.22	
应付款项	1040.61	1837.96	2163.30	2641.35	公允价值变动		0.00	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	17541.08	26310.74	34408.83	42012.65	营运资金变动		17474.17	-6174.08	1771.43	-1471.65	
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流		-3156.86	-1691.45	-1691.45	-1691.45	
流动负债合计	37020.43	47908.93	56871.54	65745.71	资本支出		-1730.38	-1550.00	-1550.00	-1550.00	
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资		-30.26	-55.00	-55.00	-55.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他		-1076.15	0.00	0.00	0.00	
长期负债合计	15.57	15.57	15.57	15.57	筹资活动现金流		-8288.45	-13558.70	-17498.65	-21379.60	
负债合计	37036.00	47924.50	56887.11	65761.28	债务融资		0.00	0.00	0.00	0.00	
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	权益融资		0.00	0.00	0.00	0.00	
股东权益	75898.55	90626.22	110760.36	135363.28	其它		1.79	11.24	0.00	0.00	
负债和股东权益总计	112934.54	138550.72	167647.46	201124.56	现金净增加额		29998.86	7907.02	21241.88	22450.49	

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。