

市场价格 (人民币): 742.08 元

## 17 年完美收官, 18 年确定性依旧

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,256.20
总市值(百万元)	932,199.26
年内股价最高最低(元)	788.42/343.58
沪深 300 指数	4256.10
上证指数	3488.01



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	11.715	13.309	21.048	29.481	35.352
每股净资产(元)	50.89	58.03	69.16	82.42	98.33
每股经营性现金流(元)	13.87	29.80	20.01	41.39	35.12
市盈率(倍)	18.63	25.11	31.56	25.12	21.15
行业优化市盈率(倍)	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
净利润增长率(%)	0.06%	13.61%	58.15%	40.06%	19.92%
净资产收益率(%)	23.02%	22.94%	30.44%	35.77%	35.95%
总股本(百万股)	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 茅台发布公告预计 2017 年度实现归母净利润同比将增加约 97 亿元 (约 264 亿元), 同比增加 58% 左右; 预计 2017 年度实现扣非后净利润与上年同期将增加约 96 亿元 (约 265.5 亿), 同比增加 57% 左右。

## 经营分析

- **业绩符合预期, 17 年完美收官:** 按照公告, 17Q4 单季度公司实现归母净利润约 64 元, 同比增长 50% 左右。此外, 公司此前曾公告预计 17 年全年收入超 600 亿元, 折合 17Q4 单季度实现收入在 155 亿元以上, 同比增长在 23% 以上 (我们预计 17Q4 单季度 157 亿元, 同比增长 24.5%), 主要是 17Q3 单季度投放量较多致 17Q4 投放量环比有所减少。至此, 茅台 17 年全年收入增速约 50%、利润增速约 58%, 17 年实现完美收官。
- **17 年茅台酒实现收入预计超 500 亿元, 18 年预计超 650 亿元、同比 +30%:** 16 年茅台酒实现报表收入 367.14 元, 对应销售量约为 2.3 万吨。前期公司公告茅台酒销量同比增长 34%, 因此 17 年茅台报表确认销量实际超 3 万吨, 预计对应收入超 500 亿元。由于自今年年初起茅台酒价格平均上调 18% 左右, 叠加约 10% 的增量, 今年茅台酒收入增速有望超 30%, 因此大概率实现收入 650 亿元以上。
- **提价后批价总体走势可控, 批价管控工作仍是今年重点:** 今年年初提价之后, 经历短期市场混乱后, 后续随着茅台加大年前发货力度以及云商出货配额占比提升 (30% 提升至 40%), 批价上行覆盖掉提价后走势基本平稳, 近期维持在 1650 元附近。由于年前批价上行并不显著, 预计年后淡季批价也会因 1499 元建议零售价为底而下行空间可控 (预计 100 元左右)。今年茅台批价管控预防批价快速上行仍然是重中之重, 我们认为茅台此次提价并未彻底一步到位, 批价管控工作加强也将为后续可能的提价动作预留余地。

## 投资建议

- 预计 17-19 年公司营业收入为 602 亿元、789 亿元、931 亿元, 分别同比增长 50%、31%、18%; 归母利润分别为 264 亿元、370 亿元、444 亿元, 分别同比增长 58%、40%、20%, 折合 EPS 分别为 21.05 元、29.48 元、35.35 元, 对应 PE 为 32X/25X/21X。继续维持“买入”评级。

## 风险提示

- **需求下滑:** 茅台酒具有一定的投资属性, 若投资属性减弱或将引致需求下滑; **批价泡沫化:** 批价若快速上行或将增强市场的不稳定情绪。

## 相关报告

1. 《17 年完美收官, 提价开启 18 年征程-贵州茅台公司点评》, 2017.12.28
2. 《意料之外、情理之中的超预期-贵州茅台公司点评》, 2017.10.26
3. 《Q2 维持高速增长, 龙头向上趋势不变-贵州茅台公司点评》, 2017.7.28
4. 《业绩再超预期, 高端复苏最确定品种-贵州茅台公司点评》, 2017.4.25
5. 《价在量在, 批价稳进有利拉长复苏周期-贵州茅台公司点评》, 2017.4.17

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	31,574	32,660	40,155	60,244	78,938	93,124
增长率		3.4%	23.0%	50.0%	31.0%	18.0%
主营业务成本	-2,398	-2,612	-3,533	-5,904	-5,762	-6,612
%销售收入	7.6%	8.0%	8.8%	9.8%	7.3%	7.1%
毛利	29,176	30,047	36,622	54,340	73,175	86,512
%销售收入	92.4%	92.0%	91.2%	90.2%	92.7%	92.9%
营业税金及附加	-2,789	-3,449	-6,509	-9,639	-12,630	-14,900
%销售收入	8.8%	10.6%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
营业费用	-1,675	-1,485	-1,681	-2,410	-2,273	-2,514
%销售收入	5.3%	4.5%	4.2%	4.0%	2.9%	2.7%
管理费用	-3,378	-3,813	-4,187	-4,054	-4,736	-5,587
%销售收入	10.7%	11.7%	10.4%	6.7%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	21,334	21,300	24,245	38,237	53,536	63,510
%销售收入	67.6%	65.2%	60.4%	63.5%	67.8%	68.2%
财务费用	123	67	33	36	46	58
%销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0	1	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	21,460	21,372	24,266	38,273	53,582	63,569
营业利润率	68.0%	65.4%	60.4%	63.5%	67.9%	68.3%
营业外收支	-221	-157	-308	-160	-200	-240
税前利润	21,239	21,215	23,958	38,113	53,382	63,329
利润率	67.3%	65.0%	59.7%	63.3%	67.6%	68.0%
所得税	-5,613	-5,547	-6,027	-9,528	-13,345	-15,832
所得税率	26.4%	26.1%	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	15,626	15,668	17,931	28,585	40,036	47,496
少数股东损益	920	952	1,212	2,144	3,003	3,087
归属于母公司的净利润	14,707	14,716	16,718	26,441	37,034	44,409
净利率	46.6%	45.1%	41.6%	43.9%	46.9%	47.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	16,269	16,455	17,931	28,585	40,036	47,496
少数股东损益	920	952	1,212	2,144	3,003	3,087
非现金支出	753	841	936	1,027	1,124	1,221
非经营收益	86	-338	-588	160	200	240
营运资金变动	-4,480	471	19,162	-4,638	10,630	-4,845
经营活动现金净流	12,629	17,430	37,440	25,133	51,991	44,113
资本开支	-4,421	-2,053	-1,019	-1,732	-1,780	-1,826
投资	-10	35	0	-6	0	0
其他	-149	-31	-83	0	0	0
投资活动现金净流	-4,580	-2,049	-1,103	-1,738	-1,780	-1,826
股权募资	35	0	16	0	0	0
债权募资	67	-56	0	-16	0	1
其他	-5,149	-5,548	-8,350	-12,461	-20,369	-24,425
筹资活动现金净流	-5,047	-5,604	-8,334	-12,476	-20,369	-24,424
现金净流量	3,002	9,776	28,003	10,919	29,842	17,863

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,711	36,801	66,855	77,774	107,616	125,479
应收账款	1,933	8,627	895	1,381	1,809	2,134
存货	14,982	18,013	20,622	27,497	26,839	30,795
其他流动资产	2,945	1,563	1,808	2,475	2,434	2,681
流动资产	47,571	65,005	90,181	109,127	138,698	161,089
%总资产	72.2%	75.3%	79.9%	82.4%	85.4%	87.0%
长期投资	64	29	29	34	34	34
固定资产	13,829	16,332	17,260	17,871	18,386	18,802
%总资产	21.0%	18.9%	15.3%	13.5%	11.3%	10.2%
无形资产	3,588	3,781	3,720	3,653	3,595	3,542
非流动资产	18,302	21,297	22,754	23,304	23,760	24,124
%总资产	27.8%	24.7%	20.1%	17.6%	14.6%	13.0%
资产总计	65,873	86,301	112,935	132,432	162,458	185,213
短期借款	63	0	0	0	0	0
应付款项	3,416	10,566	20,306	30,953	39,400	46,366
其他流动负债	7,066	9,486	16,714	9,456	11,368	4,085
流动负债	10,544	20,052	37,020	40,409	50,768	50,451
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	16	16	0	0	0
负债	10,562	20,067	37,036	40,409	50,768	50,452
普通股股东权益	53,430	63,926	72,894	86,874	103,539	123,523
少数股东权益	1,881	2,308	3,004	5,148	8,151	11,238
负债股东权益合计	65,873	86,301	112,935	132,432	162,458	185,213

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	12.878	11.715	13.309	21.048	29.481	35.352
每股净资产	46.787	50.888	58.028	69.156	82.423	98.331
每股经营现金净流	11.058	13.875	29.804	20.008	41.387	35.117
每股股利	4.374	4.374	6.171	9.760	16.214	19.444
回报率						
净资产收益率	27.52%	23.02%	22.94%	30.44%	35.77%	35.95%
总资产收益率	22.33%	17.05%	14.80%	19.97%	22.80%	23.98%
投入资本收益率	28.35%	23.75%	23.91%	31.16%	35.95%	35.35%
增长率						
主营业务收入增长率	2.11%	3.44%	22.95%	50.03%	31.03%	17.97%
EBIT增长率	0.59%	-0.16%	13.83%	57.71%	40.01%	18.63%
净利润增长率	-1.88%	0.06%	13.61%	58.15%	40.06%	19.92%
总资产增长率	18.79%	31.01%	30.86%	17.26%	22.67%	14.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	2,041.3	2,305.0	1,995.7	1,700.0	1,700.0	1,700.0
应付账款周转天数	75.5	111.0	99.3	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	119.9	127.6	131.4	90.7	71.1	61.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.99%	-55.56%	-88.08%	-84.52%	-96.35%	-93.11%
EBIT利息保障倍数	-173.2	-316.7	-730.8	-1,057.5	-1,155.1	-1,089.9
资产负债率	16.03%	23.25%	32.79%	30.51%	31.25%	27.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	1	14	29	41	68
	1	4	13	23	50
	0	2	3	7	10
	0	0	0	1	2
	<b>1.50</b>	<b>1.40</b>	<b>1.42</b>	<b>1.56</b>	<b>1.58</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-05	买入	305.78	330.00~335.00
2	2016-12-25	买入	320.03	380.00~380.00
3	2017-04-17	买入	395.79	450.00~450.00
4	2017-04-25	买入	398.55	N/A
5	2017-07-28	买入	473.87	N/A
6	2017-10-26	买入	565.67	N/A
7	2017-12-28	买入	664.18	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

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%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH