

2018年03月28日

需求旺盛稳定放量，稳价迎来健康发展

投资评级：买入（维持）

证券分析师 马浩博

执业证书编号：

S0600515090002

021-60199762

mahb@dwzq.com.cn

事件：公司发布年报，2017年实现总营收610.6亿，归母净利270.8亿，扣非后归母净利272.2亿，同比分别+52.1%/62.0%/60.6%。对应17年EPS 21.56元。公司公布17年利润分配预案：拟每10股派现109.99元(含税)，分红数额138.2亿(含税)，分红比例51%。

投资要点：

收入利润略超预期，17年需求强劲快速放量带动收入高速增长：1)受高端酒需求复苏+大众消费升级带动，17年全年共销售茅台酒523.9亿，销量3.02万吨，同比+42.7%/31.8%，带动收入业绩快速增长。其中Q4收入165.8亿，同比+31%略超市场预期，期末预收款环比下降30.2亿，我们认为主要是基酒到期稳定投放市场所致。17年公司改变经销商打款政策，按实际发货提前打款，预收款变化反映公司当期实际发货情况。2)17年系列酒收入57.7亿，销量2.99万吨，同比+171.5%/113.2%，实现了中端产品的快速扩容，有望打造未来收入新增长极。3)17年生肖、年份酒及高端定制酒等高端茅台酒占比提升，同时17年直营销售62.5亿，同比+80%，收入占比11%同比提升1.8pct，带动整体吨价提升；中端系列酒占比快速提升以及原材料生产成本提升导致酒类毛利率89.8%，同比降1.5pct。

■费用投放逐步稳定，税金影响逐步消除，税费增加和存放中央银行和同业款项净增加额变化导致净现金流量变化：1)公司销售费用投放趋于稳定。17年销售费用29.9亿，同比+77.6%，销售费用率4.9%，+0.7pct主要为酱香系列酒投入导致。管理费用47.2亿，同比+12.7%，管理费用率7.7%，收入规模效应下同比下降2.7pct。2)公司4Q16开始计提消费税，17年税金及附加比率13.8%，预计未来税金影响利润增速因素将逐步消除。3)公司全年销售商品提供劳务收到的现金流644.2亿，同比+5.6%创造历史新高。公司17年支付税费及子公司贵州茅台集团财务有限公司存入定期银行存款及央行法定存款准备金增加导致。

■需求强劲供需格局未改，居安思危稳价利于长远发展：1)需求强劲旺季集中投放。强劲的市场需求叠加17H1茅台基酒和市场投放不足，带动市场批价和零售价快速上涨，公司下半年采用旺季集中投放，保证了春节旺季市场投放量充足。同时社会需求稳定，节前部分终端销售旺盛仍出现缺货，节后经销商库存水平较低。2)稳定市场价格利于行业健康发展。公司17年加强对市场管控，打击囤货惜售的投机行为，通过专卖店和云商放量，引导茅台酒直接投放到消费者手中。草根调研，节后茅台价格稳定在1500-1600区间，进入到新的动态平衡。我们认为春节期间茅台放量消化社会库存，价格稳定更加重视消费基础建设，更加有利于茅台长期发展。3)供需格局未改，未来进入价格驱动业绩增长的新阶段。17年底茅台酒提高出厂价后，对渠道利润进行合理分配。我们认为，在未来基酒产能整体供应不足的情况下，茅台酒供应仍处紧缺状态。未来公司有望通过高端酒放量、增加直销比例变相提价，进入价格驱动公司未来收入业绩增长的新阶段。

■盈利预测与投资建议：我们认为，茅台17年引领白酒行业复苏，依靠品牌优势快速提升高端酒市场份额，实现消费龙头业绩和估值戴维斯双击。预计18年茅台旺季集中放量，通过产品结构提升和直销比例增加继续提升产品价格，带动收入和业绩增长。我们预计18-20年公司收入同比增33%/20%/19%，对应EPS为29.25/36.67/46.16元，同比增36%/25%/23%，最新股价对应PE分别为24/19/16倍。考虑高端酒行业竞争格局稳定和茅台品牌的稀缺和不可替代性，维持“买入”评级。

■风险提示：高端酒需求不足价格回落超过预期；茅台酒产能不足导致投放量不足；食品安全问题；系列酒增长不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	714.74
一年最低/最高价	376.66/799.
市净率(倍)	9.82
流通A股市值(百万元)	897854.82

基础数据

每股净资产(元)	72.80
资产负债率(%)	28.67
总股本(百万股)	1256.20
流通A股(百万股)	1256.20

相关研究

1、《旺季放量业绩大超预期，或带动消费龙头估值全面提升》

2017-10-26

2、《贵州茅台：上半年无量业绩优异，下半年放量+低基数业绩加速增长》

2017-07-28

3、《茅台超预期的意义，超越了白酒本身》

2017-04-25

图表 1: 贵州茅台三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	112249.2	150968.1	191835.3	243710.3	营业收入	61062.8	80948.7	97287.2	115759.4
现金	87868.9	110132.0	142566.3	179011.3	营业成本	5940.4	6394.6	7719.2	10266.1
应收款项	1253.0	2217.8	2665.4	3171.5	营业税金及附加	8404.2	12951.8	16052.4	19100.3
存货	22057.5	35931.5	43374.4	57685.1	营业费用	2986.1	3723.6	4377.9	4977.7
其他	1069.8	2686.9	3229.2	3842.4	管理费用	4720.5	6071.1	7004.7	8103.2
非流动资产	22360.9	22396.0	22366.6	22247.8	财务费用	-55.7	-1485.0	-1895.2	-2411.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	17260.5	17410.8	17492.9	17481.8	其他	-127.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	3458.6	3343.3	3231.9	3124.2	营业利润	38940.0	53292.5	64028.2	75724.0
其他	1641.8	1641.8	1641.8	1641.8	营业外净收支	-199.9	50.0	50.0	50.0
资产总计	134610.1	173364.1	214202.0	265958.1	利润总额	38740.1	53342.5	64078.2	75774.0
流动负债	38574.9	50736.5	59502.0	73180.4	所得税费用	9733.6	13402.6	16100.0	19038.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	1927.1	3195.2	1919.1	0.0
应付账款	992.1	1746.2	1698.5	2531.2	归属母公司净利润	27079.4	36744.7	46059.1	56735.4
其他	37582.9	48990.3	57803.4	70649.2	EBIT	39011.5	51807.4	62133.0	73312.2
非流动负债	15.6	15.6	15.6	15.6	EBITDA	40127.1	53526.2	63987.6	75277.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
其他	15.6	15.6	15.6	15.6	每股收益(元)	21.56	29.25	36.67	45.16
负债总计	38590.5	50752.0	59517.5	73195.9	每股净资产(元)	72.80	92.43	117.04	147.35
少数股东权益	4568.1	6499.5	7659.6	7659.6	发行在外股份(百万股)	1256.2	1256.2	1256.2	1256.2
归属母公司股东权益	91451.5	116112.5	147024.9	185102.6	ROIC(%)	34.1%	48.4%	72.5%	84.8%
负债和股东权益总计	134610.1	173364.1	214202.0	265958.1	ROE(%)	29.6%	31.6%	31.3%	30.7%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	90.3%	92.1%	92.1%	91.1%
经营活动现金流	22153.0	36108.6	49406.4	56948.8	EBIT Margin(%)	63.9%	64.0%	63.9%	63.3%
投资活动现金流	-1120.6	-1761.8	-1825.3	-1846.1	销售净利率(%)	44.3%	45.4%	47.3%	49.0%
筹资活动现金流	-8899.2	-12083.7	-15146.8	-18657.7	资产负债率(%)	28.7%	29.3%	27.8%	27.5%
现金净增加额	12133.3	22263.1	32434.3	36445.0	收入增长率(%)	52.1%	32.6%	20.2%	19.0%
折旧和摊销	1115.6	1718.7	1854.6	1964.9	净利润增长率(%)	62.0%	35.7%	25.3%	23.2%
资本开支	1125	6562	7036	6753	P/E	33	24	19	16
企业自由现金流	34144.4	34461.2	46883.7	53259.5	P/B	10	8	6	5

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

