

2018年03月28日

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

证券研究报告

白酒

供需两旺, 价格管好走更远

- ■年报营收和净利润均超预期。公司披露 2017 年报,营业收入 582.18 亿元,同比增长 49.81%;利息收入 28.45 亿元,同比增长 120.04%;实现归属上市公司股东净利润 270.79 亿元,同比增长 61.97%,均略高于市场预期。每股收益 21.56 元,分红预案为每 10 股派现金 109.99 元。
- ■供需两旺,量价齐升,茅台酒销售过3万吨,明显高于年初规划的2.7万吨,显示茅台产量释放弹性。2017年茅台酒销售热烈,价格节节攀升,市场批价从2017年初的1100元左右升至中秋旺季1500元左右,再到年底1700元左右;从供给端看,全年茅台酒销售量3.02万吨,同比增长31.80%,是近年来年度销量增速最快的年份。不仅销量增长快速,茅台酒销售均价也同比提升了8.3%(在主力飞天茅台没有提高出厂价的情况下,主要系销售结构优化提升的贡献),2017年茅台酒是名副其实的量价齐升。同2017年初规划销量相比,实际确认量明显增加,我们认为这部分反映茅台酒产量释放和报表确认量均存在一定弹性。
- ■系列酒翻倍增长显示酱香酒趋热,2018 调结构提盈利。2017 年公司系列酒销量 2.99 万吨,同比增长 113.19%。而且系列酒均价也实现了 27.37%的提升,主要系产品结构优化贡献。2018 年将继续优化提升均价,手段包括增加汉酱、赖茅、金王子、生肖系列酒等销售比重,降低普通王子酒和普通迎宾酒合同计划。据公司官微信息,系列酒 2018 年不增量,不增商,但增利。在"不得捆绑销售"情况下实现系列酒翻倍以上增长,我们认为公司着力推动系列酒上规模已经取得阶段性巨大成功,这既反映了茅台酒热带动下的酱香热,也反映了公司在品牌推广和消费者培育方面更加接地气,渠道能力明显得到提升,。
- ■当季销售全部确认,预收款回落。从Q2、Q3报表分析看,当季发货无保留确认为当季收入,预收款余额不再增加且小幅减少,Q4同样延续了这一特征,当季发货量完全确认收入,且确认了预收款。年末预收款余额 144.29 亿元,环比3季度末减少30.42 亿元。
- ■投资建议:我们认为公司在供需两旺情况下保持理性,品牌打造、产品组合精进,价格管理严格且取得空前效果,酱香酒市场培育收获硕果,我们认为公司持续较快增长能力空前加强,继续坚定看好。我们预测公司 2018 年-2019 年的每股收益 30.83 元和 39.69 元,维持买入-A 的投资评级,维持目标价 900 元,相当于 2019 年 22.6 倍的动态市盈率。■风险提示:产量释放不足导致增长难以提速的风险,后续提价不能实施的风险。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	40,155.1	61,062.8	83,247.7	105,156.6	133,274.9
净利润	16,718.4	27,079.4	38,728.7	49,864.2	63,912.0
每股收益(元)	13.31	21.56	30.83	39.69	50.88
每股净资产(元)	58.03	72.80	87.13	105.78	129.19
及利和什么	2016	2017	2018E	2010E	2020E

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	53.7	33.2	23.2	18.0	14.0
市净率(倍)	12.3	9.8	8.2	6.8	5.5
净利润率	41.6%	44.3%	46.5%	47.4%	48.0%
净资产收益率	22.9%	29.6%	35.4%	37.5%	39.4%
股息收益率	0.9%	1.5%	2.2%	2.9%	3.8%
ROIC	64.7%	414.7%	634.6%	316.6%	559.4%

1

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 900.00 元 股价(2018-03-27) 714.74 元

交易数据

总市值 (百万元)	897,854.82
流通市值(百万元)	897,854.82
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	380.26/788.42 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.07	10.94	90.64
绝对收益	-3.74	7.61	87.57

苏铖 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: 试解三个问题, 高看一轮成长/苏铖	2017-11-16
贵州茅台:三季度业绩确 认积极,价值认知上台阶/ 苏铖	2017-10-26
贵州茅台:市场旧思维低估公司新成长,新零售航母扬帆/苏铖	2017-09-11
贵州茅台:贵州茅台公司快报/苏铖	2017-08-07
贵州茅台: 需求强劲, 业绩释放水到渠成/苏铖	2017-07-28

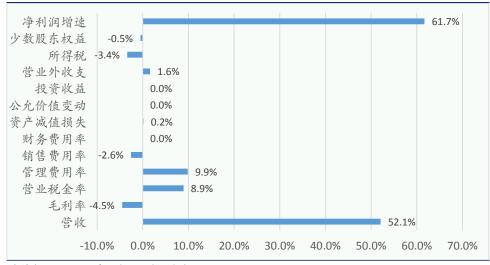
数据来源: Wind 资讯,安信证券研究中心预测



2017年业绩超预期,4季度发货增速仍然很快

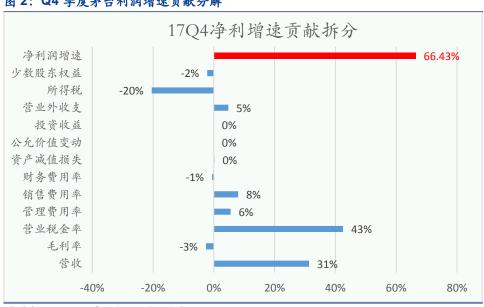
公司披露 2017 年报,营业收入 582.18 亿元,同比增长 49.81%;利息收入 28.45 亿元,同比增长 120.04%;实现归属上市公司股东净利润 270.79 亿元,同比增长 61.97%,均略高于市场预期。每股收益 21.56 元,分红预案为每 10 股派现金 109.99 元。

图 1: 2017 年贵州茅台利润增速贡献分解



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 2: Q4 季度茅台利润增速贡献分解



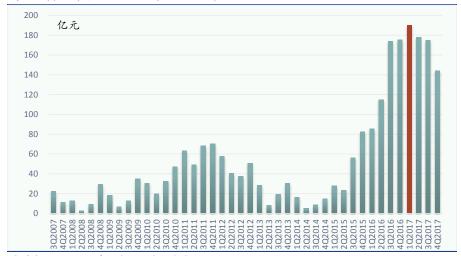
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2季度开始,收入确认积极,预收款开始回落

从Q2、Q3报表分析看,当季发货无保留确认为当季收入,预收款余额不再增加且小幅减少, Q4同样延续了这一特征,当季发货量完全确认收入,且确认了预收款。年末预收款余额 144.29亿元,环比3季度末减少30.42亿元。随着茅台酒厂加强价格管控,按计划有序安排生产发货,不占经销商款,未来公司预收款处于相对合理位置将成为常态。







资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 1: 从营业成本分析角度看公司收入确认节奏和市场需求实况

(人民币, 百万)	4Q2015	1Q2016	2Q2016	3Q2016	4Q2016	1Q2017	2Q2017	3Q2017	3Q2017
母公司报表	1,054.8	619.7	706.0	848.3	1,838.9	1,121.6	1,104.3	1,945.4	1,408.4
合并报表	791.3	765.0	710.4	750.0	1.184.7	1.177.0	1,334.2	1.762.2	1,667.0
母公司报表/合并 报表(%)	133.3%	81.0%	99.4%	113.1%	155.2%	95.3%	82.8%	110.4%	84.5%
解读	不太积极	被动较积 极	被动较积 极	不太积极	不积极	被动积极	被动积极	积极	积极
预收款余额	增加	增加	增加	增加	增加	增加	减少	减少	明显减少
销售市场形势判断	转好	转好	良好	紧缺	紧俏	紧俏	紧俏	紧俏	紧俏

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心



财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2
上业收入	40.155.1	61.062.8	83.247.7	105.156.6	133.274.9	成长性					
或:营业成本	3,410.1	5,940.4	7,109.3	8,428.8	10,391.6	营业收入增长率	20.1%	52.1%	36.3%	26.3%	
营业税费	6,508.9	8,404.2	11,445.0	14,443.0	18,163.1	营业利润增长率	9.5%	60.5%	42.0%	28.6%	
销售费用	1,681.1	2,986.1	3,991.5	5,035.3	6,437.5	净利润增长率	7.8%	62.0%	43.0%	28.8%	
管理费用	4,187.2	4,720.5	5,477.4	6,208.2	7,287.1	EBITDA 增长率	9.9%	58.8%	40.7%	28.3%	
材务费用	(33.2)	(55.7)	(53.5)	(51.4)	(49.3)	EBIT 增长率	9.9%	60.2%	41.5%	28.6%	
资产减值损失	12.3	(8.1)	0.0	0.0	0.0	NOPLAT 增长率	9.8%	60.5%	41.9%	28.7%	
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	-75.0%	-7.3%	157.9%	-27.5%	
没资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	14.6%	26.5%	21.1%	22.7%	
专业利润	24,265.6	38,940.0	55,277.9	71,092.7	91,044.9						
口:营业外净收支	(307.7)	(199.9)	(255.2)	(255.2)	(255.2)	利润率					
间润总额	23,957.9	38,740.1	55,022.7	70,837.5	90,789.7	毛利率	91.5%	90.3%	91.5%	92.0%	
成:所得税	6,027.2	9,733.6	13,865.7	17,851.0	22,879.0	营业利润率	60.4%	63.8%	66.4%	67.6%	
	16.718.4	27.079.4	38,728.7	49.864.2	63,912.0	净利润率	41.6%	44.3%	46.5%	47.4%	
•	10,710.1	27,070.1	00,120.1	10,001.2	00,012.0	EBITDA/营业收入	63.0%	65.7%	67.8%	68.9%	
资产负债表						EBIT/营业收入	60.7%	63.9%	66.3%	67.6%	
<u> </u>	2016	2017	2018E	2019E	2020E	运营效率	00.170	00.070	00.070	07.070	
货币资金	66.855.0	87.868.9	97.869.8	128.801.5	158.274.1	固定资产周转天数	116	88	69	58	
こ易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动营业资本周转天数		(82)	(42)	(27)	
2收帐款	77.2	31.3	215.7	60.3	267.1	流动资产周转天数	696	597	513	483	
立收票据	817.6	1,221.7	1,387.5	1,752.6	2,221.2	应收帐款周转天数	1	0	1	463	
页付帐款	1,046.1	790.8	2,368.9	815.3	2,521.5	存货周转天数	173	126	97	82	
字货	•	22,057.5	2,566.9	25,190.2	23,881.1	总资产周转天数	893	730	612	566	
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	20,622.3 762.4	279.0	520.7	399.8	460.3	投资资本周转天数	157	40	50	50	
· 记 切 页 / 可供出售金融资产			29.0			双贝贝 本内拉入 <u></u>	157	40	50	50	
· 有至到期投资	29.0	29.0		29.0	29.0	投资回报率					
5月至5月初 70 页 K期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	00.00/	00.00/	05 40/	07.50/	
· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	22.9%	29.6%	35.4%	37.5%	
(1) 日定资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	15.9%	21.5%	27.7%	29.1%	-
生建工程	14,453.2	15,244.1	16,473.9	17,562.6	18,360.7	费用率	64.7%	414.7%	634.6%	316.6%	5
· 无形资产	2,745.6	2,016.4	2,111.5	2,178.0	1,874.6	销售费用率	4.007	4.00/	4.00/	4.00/	
LPD 贝) 其他非流动资产	3,531.7	3,458.6	3,378.9	3,299.3	3,219.6	明 告 页	4.2%	4.9%	4.8%	4.8%	
产产总额	1,933.7	1,579.7	1,602.1	1,685.1	1,602.3	财务费用率	10.4%	7.7%	6.6%	5.9%	
豆期债务	112,934.5	134,610.1	148,568.7	181,817.8	212,749.9	对分页用平 三费/营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	
立付帐款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	二页/含亚収八 偿债能力	14.5%	12.5%	11.3%	10.6%	
业刊 NK 私 立付票据	2,765.2	4,032.0	3,472.2	5,761.3	5,415.0	法倾配刀 资产负债率					
yin 示奶 其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债权益比	32.8%	28.7%	21.7%	21.5%	
	34,255.2	34,542.9	28,758.1	33,312.0	31,384.5		48.8%	40.2%	27.7%	27.4%	:
长期借款 t 仙 北 注 动 名 佳	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	2.44	2.91	3.88	4.02	
其他非流动负债 ************************************	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6	速动比率	1.88	2.34	3.18	3.37	
う债总额	37,036.0	38,590.5	32,245.9	39,088.9	36,815.1	利息保障倍数	(734.15)	(700.25)	(1032.36	(1383.37	(18
少数股东权益	3,004.4	4,568.1	6,875.0	9,844.8	13,651.2	分红指标					
没本	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	DPS(元)	6.79	11.00	16.03	21.04	
留存收益	71,228.4	89,601.9	108,191.7	131,627.9	161,027.4	分红比率	51.0%	51.0%	52.0%	53.0%	
股东权益	75,898.5	96,019.6	116,322.8	142,728.9	175,934.8	股息收益率	0.9%	1.5%	2.2%	2.9%	

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	17,930.6	29,006.4	38,728.7	49,864.2	63,912.0	EPS(元)	13.31	21.56	30.83	39.69	50.88
加:折旧和摊销	934.2	1,125.8	1,254.8	1,424.4	1,585.0	BVPS(元)	58.03	72.80	87.13	105.78	129.19
资产减值准备	12.3	(8.1)	0.0	0.0	0.0	PE(X)	53.7	33.2	23.2	18.0	14.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	12.3	9.8	8.2	6.8	5.5
财务费用	0.0	0.0	(53.5)	(51.4)	(49.3)	P/FCF	23.8	32.5	31.6	16.5	14.9
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	22.4	14.7	10.8	8.5	6.7
少数股东损益	1,212.3	1,927.1	2,428.3	3,126.2	4,006.7	EV/EBITDA	14.0	19.7	14.3	10.7	8.1
营运资金的变动	25,123.3	(4,091.4)	(9,052.4)	5,607.4	(3,324.0)	CAGR(%)	43.5%	32.8%	35.7%	43.5%	32.8%
经营活动产生现金流量	37,451.2	22,153.0	33,305.9	59,970.9	66,130.4	PEG	1.2	1.0	0.6	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	(1,102.5)	(1,120.6)	(2,504.7)	(2,506.1)	(1,994.4)	ROIC/WACC	5.8	37.4	57.2	28.5	50.4
融资活动产生现金流量	(8,334.5)	(8,899.2)	(20,800.3)	(26,533.0)	(34,663.5)	REP	8.6	3.3	0.8	2.2	0.9

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 一 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 一 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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	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
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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