强烈推荐-A（维持）

贵州茅台600519.SH

目标估值：400.0元
当前股价：327.31 元
2016 年 12 月 29 日

顶级的品牌，更好的明年

公司近期召开年度经销商大会并披露集团和股份经营数据，超量完成全年任务，展望明年更加积极。从 16 年披露数据看，我们认为一是收入利润有保留；二是利润增速慢于收入增速不完全是消费税因素，预计明年利润率略有回升。我们保守预测 17-18 年 EPS16.03、19.52 元，按真实发货业绩继续给予 1 年目标价 400 元，继续强烈推荐。

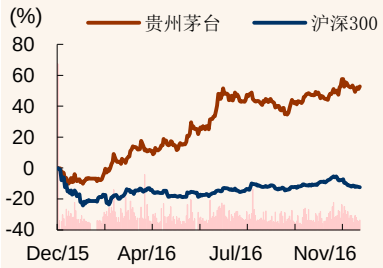
- **收入增长略超市场预期，利润增长略低市场预期，我们判断公司业绩有大量保留。**16 年收入增速 19.2%，Q4 收入增 26.9%，超出市场预期的 15%，不过我们认为其仍有保留，原因在于集团 9-12 月披露收入增速仅 3%，大大小于 1-8 月的 33%，而这明显不符合 4 季度需求加速爆发的事实，如果延续 1-8 月增速集团收入应有 550 多亿；16 年净利润增长 7.4%，低于市场预期的全年 10%；其中 Q4 营业利润率 47.2%，净利率 34.0%，分别同比下降 13.2 和 8 个 pct，数据异常。我们认为除消费税有较多增长外，费用也有大量确认，尽管系列酒需要增加大量投入，但不足以支出如此巨量，详见正文拆解。
- **17 年计划投放 2.6 万吨，普通飞天供应更紧张，批价可能再涨。**公司在经销商会上明确提出，17 年茅台酒的市场投放量为 2.6 万吨，相比 16 年增加 3 千吨，同比增长 13%，但增量部分主要用于新品、生肖酒和国际市场，其他一律不增量，我们认为生肖酒多为礼品及收藏需求，开瓶率不高，国际市场不计入国内经销商份额，国内茅台流通量增长不多。我们认为公司来年不会上调出厂价，但会通过计划外价格及个性化酒提升均价。公司 13 年茅台基酒产量 3.85 万吨，按照 4 年后 80%左右比例（考虑挥发及存于基酒），17 年可供销量 3.08 万吨。但从今年实际发货看（可能接近 3 万吨），来年需求稍微有所增长，供应就会更为紧张，“茅台明年会更好”。我们判断未来三年茅台供需紧张加剧，带动批价被动上行，18-19 年甚至可能重现历史高点。
- **营销措施更接地气，全力打造世界顶级品牌。**值得关注的是，公司本次首次提出，要增强对经销商服务意识，做好物流配送等服务工作，保证春节不断货，同时重视消费者体验，稳定产品价格，满足个性化需求等。开展“茅二代”、仪狄巨匠金奖、忠诚茅粉、茅台智库等形式，进一步集聚优质资源。目前三大名酒中，唯有茅台，在经销商和消费者中都具有一致赞誉，公司的良性经营在循环加速。营销措施更接地气，始终尊重渠道和消费者，并伴随一带一路开拓海外，全力打造世界顶级品牌。
- **上调未来两年复合增速到 20%，维持 1 年 5000 亿市值目标。**公司年度经销商大会明确表示今年实现了经销商利润回归，确立了新的卖方市场供需关系，公司已经步入了上升发展新周期，走上了更加良性的发展轨道，对明年更有信心。集团目标收入增长 20%，已经指明未来业绩增速。我们略上调 17-18 年 EPS16.03、19.52 元，按真实业绩估值，我们仍给予 1 年目标价 400 元，坚定强烈推荐。**风险提示：基酒不足，淡季需求疲软**

基础数据

上证综指	3096
总股本（万股）	125620
已上市流通股（万股）	125620
总市值（亿元）	4112
流通市值（亿元）	4112
每股净资产（MRQ）	54.6
ROE（TTM）	24.1
资产负债率	32.2%
主要股东	中国贵州茅台酒厂（集
主要股东持股比例	61.99%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	15	47
相对表现	9	10	59



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《贵州茅台（600519）—5000 亿市值不是梦》2016-10-31

2、《贵州茅台（600519）—预收首破百亿，确定性买入》2016-08-28

3、《贵州茅台（600519）—Q2 发货超预期，下半年计划量偏紧》2016-07-17

董广阳
021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜
021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李晓峥研究助理
021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

1.我们认为集团及股份收入利润均有保留

本次集团数据在经销商大会披露，股份数据随后披露，但是我们比较公司历史的集团数据，发现今年 1-8 月实际增长数据达 33%，远高于公司当时说的 15%。而分拆 9-12 月看，在前 8 月增速 33%的背景下，9-12 月集团增速仅 3%，这点与该期间茅台需求更加爆发，发货更多的市场感受差别太大。我们认为，若按照 33%的增速延续，集团收入规模应该达到 557 亿，利润自然也应有更多。

其次，我们分拆了集团上交的税金结构。上交税金分为三大块：增值税、所得税、消费税及营业税金与其他附加税。增值税按照收入的 17%缴纳，所得税按照利润总额的 25%缴纳，消费税则执行 1 元/公斤的从量税和 20%的从价税（税基为出厂价的 50-70%，茅台在去年四季度被省国税局上调后应为 60%左右），其他还有营业税金（劳务应税，总额很小可忽略）、城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加、价格调节基金等，但总体占比很小。我们假设公司毛利率 90%，增值税额度为（收入-成本）*17%。由此得到的 2015 年分结构数据与 2015 年股份报表非常接近（因为集团里股份以外资产规模尚小，盈利较少），如此推算，2016 年股份的营业税金及附加约 50 亿，所得税约 60 亿。尽管税金增加主要是消费税增长贡献，但是营业税金与收入比例为 12.5%，并没有提高太多，让股份净利率下滑到 41.8%显然还有费用的大量开支，一部分是系列酒开支大幅增长，但计算下来我们认为仍有费用的大量确认。

表 1、集团数据对照及计算（亿元）

	收入	增速	利润总额	利润率	增速	税金	增速	税金/收入
2015 年 1-8 月	230.8	11.10%	154.2	66.8%	15%			
2015A	**419.12**	**2.96%**	**227.22**	54.2%	**1.78%**	**151.27**		**36.1%**
因此 2015 年 9-12 月	**188.32**		**73.02**	38.8%				
2016 年 1-8 月	308	33%	164	53.2%	6.67%	98		**31.8%**
2016A	**502**	**19.50%**	**243**	48.4%	**6.90%**	**188**	**24%**	**37.5%**
因此 2016 年 9-12 月	194	3%	79	40.7%	8.2%	90		**46.4%**

资料来源：公司数据、招商证券

表 2、税金结构解剖

	2015	2016	增量结构
增值税销项	71.25	85.34	
预估增值税	64.13	76.81	12.68
所得税	56.81	60.75	3.95
消费税、营业税及附加税	30.34	50.44	20.1

资料来源：公司数据、招商证券

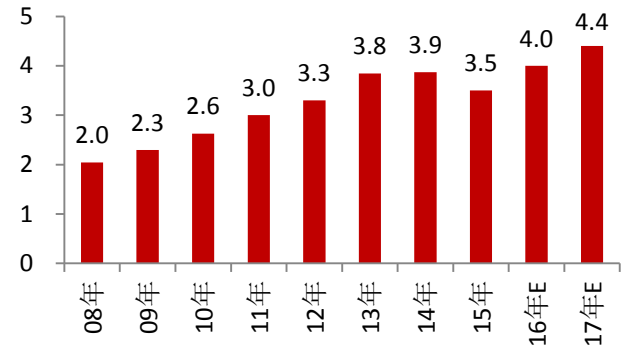
2.未来五年基酒紧缺，难以跟上持续放大的需求，批价有可能重现历史高点

茅台生产工艺是端午投料开始到第二年 8 月为一年生产周期，历经端午踩曲，重阳下沙，9 次蒸煮，7 次取酒，三种典型体存储盘勾然后进入三年储存期，所以每年的基酒产量实际是从前一年端午开始的一轮产酒量。再经三年储存，然后进行老酒新酒勾兑，再储存半年到一年包装出厂。因此，当年的基酒产量意味着 4 年后的可供量，但是由于每年要留 10%部分用于扩大高端酒规模的老酒，且每年要部分挥发损耗 2-3%，因此一般估计按照基酒产量的 80%计算 4 年后的可供销量。

从茅台历年基酒产量看，我们认为 16 年实际发货量已经超出 4 年前基酒可转化量，多出部分来自前面两年基酒增长而实际销量放缓对应的存货。倘若未来 3 年需求继续 20%增长，我们估算 2017-2020 年的供需将越来越紧张，尤其到 2018-2019 年，缺口将会非常大，因为 2014 年基酒量相比 2013 并未增长，2015 年基酒量甚至因天气因素较 2014 产量明显下降，届时产品批发价格按照市场化趋势超过 1500 元或许是大概率事

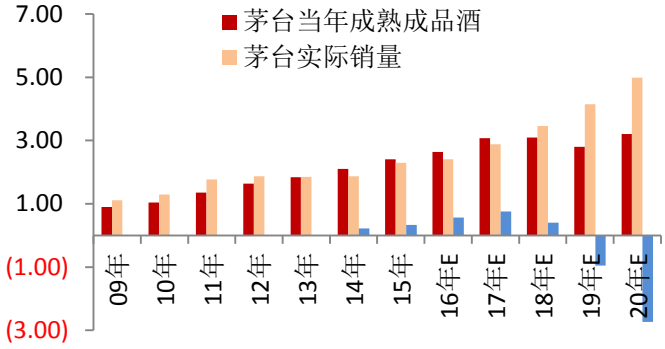
件。我们认为市场和渠道会逐步认识到这点，从而拉动消费者和渠道提前囤货。从长期极限产能看，我们估计茅台老厂区产能可到近 5 万吨，近期重新加大建设的中华片区产能也可到 5 万吨，当然这是非常长远的事。

图 1：飞天茅台基酒 11-16 年均产量增速 5.9%



资料来源：公司历年报道、招商证券（注：15 年数据公司未曾披露，系推算数据）

图 2：飞天茅台供给形势愈发紧张，19 年将出现缺口



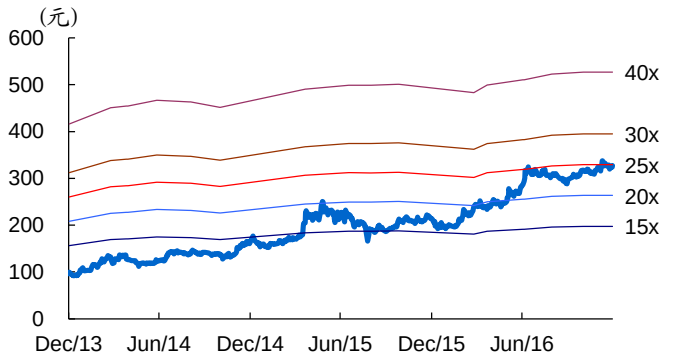
资料来源：招商证券

表 1、贵州茅台单季度利润表与年度利润表

单位：百万元	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	15Q1-3	16Q1-3	2014	2015
一、营业总收入	7425	7549	9713	10251	8487	8795	23734	27533	32217	33447
二、营业总成本	2481	2406	3849	3048	2929	3406	7395	9295	10117	11292
其中：营业成本	586	581	791	765	710	750	1747	2225	2339	2538
营业税金及附加	637	728	1278	1181	1025	1418	2172	3624	2789	3449
营业费用	349	343	550	170	217	268	935	655	1675	1485
管理费用	907	765	1220	905	955	927	2593	2786	3379	3813
财务费用	-13	-33	-15	-3	-9	11	-52	-1	-123	-67
资产减值损失	1	0	-1	3	3	0	0	5	0	-1
	14	21	26	27	29	32			59	74
三、其他经营收益	3	1	0	0	0	0	4	0	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	1	0	0	0	0	4	0	3	4
四、营业利润	4947	5143	5864	7203	5558	5389	16344	18238	22103	22159
加：营业外收入	0	0	4	4	1	3	1	8	7	5
减：营业外支出	0	131	28	0	0	120	134	120	227	162
五、利润总额	4947	5013	5839	7207	5559	5273	16211	18126	21882	22002
减：所得税	1211	1251	1511	1995	1393	1320	4035	4708	5613	5547
六、净利润	3736	3762	4328	5212	4165	3953	12175	13419	16269	16455
减：少数股东损益	213	226	250	323	252	290	702	865	920	952
七、归属母公司净利润	3523	3536	4078	4889	3913	3663	11473	12554	15350	15503
EPS	3.09	3.10	3.57	4.28	3.43	3.21	11.05	12.09	13.44	12.34
主要比率										
毛利率	92.1%	92.3%	91.9%	92.5%	91.6%	91.5%	92.6%	91.9%	92.7%	92.4%
主营税金率	8.6%	9.7%	13.2%	11.5%	12.1%	16.1%	9.1%	13.2%	8.7%	10.3%
营业费率	4.7%	4.5%	5.7%	1.7%	2.6%	3.0%	3.9%	2.4%	5.2%	4.4%
管理费率	12.2%	10.1%	12.6%	8.8%	11.2%	10.5%	10.9%	10.1%	10.5%	11.4%
营业利润率	66.6%	68.1%	60.4%	70.3%	65.5%	61.3%	68.9%	66.2%	68.6%	66.3%
实际税率	24.5%	24.9%	25.9%	27.7%	25.1%	25.0%	24.9%	26.0%	25.7%	25.2%
净利率	47.5%	46.8%	42.0%	47.7%	46.1%	41.6%	48.3%	45.6%	47.6%	46.4%
YoY										
收入增长率	5.6%	-0.1%	-3.3%	17.0%	14.3%	16.5%	7.0%	16.0%	3.7%	3.4%
营业利润增长率	0.6%	1.5%	-13.6%	16.1%	12.3%	4.8%	6.4%	11.6%	1.4%	0.3%
净利润增长率	0.2%	2.1%	-12.4%	12.0%	11.1%	3.6%	6.9%	9.4%	1.4%	1.0%

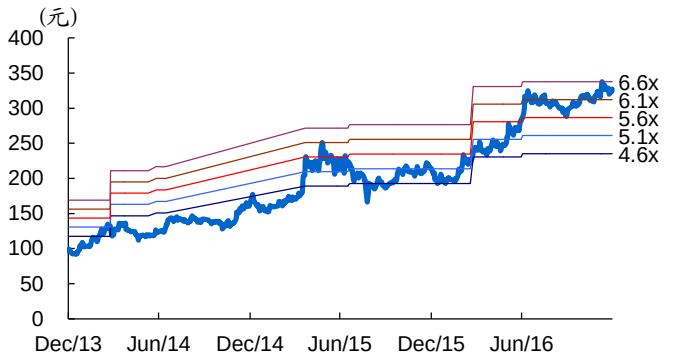
资料来源：公司报表

图 3：贵州茅台历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：贵州茅台历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1、《贵州茅台（600519）—5000 亿市值不是梦》2016-10-31

2、《贵州茅台（600519）—预收首破百亿，确定性买入》2016-08-28

3、《贵州茅台（600519）—Q2 发货超预期，下半年计划量偏紧》2016-07-17

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	47571	65005	80515	99254	119293
现金	27711	36801	50536	62861	75048
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1848	8579	797	479	577
应收款项	4	0	0	0	0
其它应收款	81	48	57	69	83
存货	14982	18013	26958	32942	40056
其他	2945	1563	2168	2903	3529
非流动资产	18302	21297	21288	21296	21318
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	10376	11416	11804	12167	12505
无形资产	3583	3582	3224	2902	2612
其他	4344	6299	6259	6227	6202
资产总计	**65873**	**86301**	**101803**	**120550**	**140611**
流动负债	10544	20052	26078	33402	39553
短期借款	63	0	0	0	0
应付账款	708	881	1232	1658	2016
预收账款	1476	8262	11551	15548	18905
其他	8298	10909	13296	16196	18632
长期负债	18	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	18	16	16	16	16
负债合计	**10562**	**20067**	**26094**	**33417**	**39569**
股本	1142	1256	1256	1256	1256
资本公积金	1375	1375	1375	1375	1375
留存收益	50913	61295	69649	79722	91986
少数股东权益	1881	2308	3429	4780	6424
归属于母公司所有者权益	53430	63926	72280	82353	94617
负债及权益合计	**65873**	**86301**	**101803**	**120550**	**140611**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	12633	17436	23279	23584	25636
净利润		15503	16707	20143	24526
折旧摊销		0	1209	1192	1178
财务费用		0	(9)	(11)	(14)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	4251	909	(1700)
其它		1933	1120	1351	1645
投资活动现金流	(4580)	(2049)	(1200)	(1200)	(1200)
资本支出		0	(1200)	(1200)	(1200)
其他投资		(2049)	0	0	0
筹资活动现金流	(5041)	(5588)	(8344)	(10059)	(12248)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(8353)	(10070)	(12262)
其他		(5588)	9	11	14
现金净增加额	3011	9800	13735	12325	12187

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	32217	33447	39844	47893	57697
营业成本	2339	2538	3549	4777	5808
营业税金及附加	2789	3449	5703	6711	8085
营业费用	1675	1485	1968	2318	2735
管理费用	3379	3813	4542	5076	5770
财务费用	(123)	(67)	(9)	(11)	(14)
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	0	0
营业利润	22103	22159	23994	28896	35151
营业外收入	7	5	5	5	5
营业外支出	227	162	162	162	162
利润总额	21882	22002	23837	28739	34993
所得税	5613	5547	6009	7245	8822
净利润	16269	16455	17828	21494	26171
少数股东损益	920	952	1120	1351	1645
归属于母公司净利润	15350	15503	16707	20143	24526
EPS（元）	13.44	12.34	13.30	16.03	19.52

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	3.7%	3.8%	19.1%	20.2%	20.5%
营业利润	1.4%	0.3%	8.3%	20.4%	21.6%
净利润	1.4%	1.0%	7.8%	20.6%	21.8%
获利能力					
毛利率	92.7%	92.4%	91.1%	90.0%	89.9%
净利率	47.6%	46.4%	41.9%	42.1%	42.5%
ROE	28.7%	24.3%	23.1%	24.5%	25.9%
ROIC	29.5%	24.9%	23.7%	24.8%	26.0%
偿债能力					
资产负债率	16.0%	23.3%	25.6%	27.7%	28.1%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.1	3.0	3.0
速动比率	3.1	2.3	2.1	2.0	2.0
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收帐款周转率	12296.6	14734.3	283349.	849030.	849900.
应付帐款周转率	4.7	3.2	3.4	3.3	3.2
每股资料（元）					
每股收益	13.44	12.34	13.30	16.03	19.52
每股经营现金	11.06	13.88	18.53	18.77	20.41
每股净资产	46.79	50.89	57.54	65.56	75.32
每股股利	4.37	6.17	6.65	8.02	9.76
估值比率					
PE	24.4	26.5	24.6	20.4	16.8
PB	7.0	6.4	5.7	5.0	4.3
EV/EBITDA	7.4	7.3	6.6	5.6	4.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。