



贵州茅台

公司对 2017 年市场需求更乐观，业绩释放更有信心

公司动态

公司近况

根据糖烟酒周刊等媒体公开报道，今天茅台集团召开了 2016 年度经销商大会，公布了 2017 年度工作计划，对 2017 年的信心显著增强，对茅台放量更有调节空间，2017 年度茅台酒计划量 26000 吨左右，稳定零售价格不超过 1200 元。（新闻网址：<http://info.tjlx.com/shenduzt/2016/maotai/?from=timeline>）

2016 年度茅台集团销售收入达到 502 亿元（含增值税），同比增长 19.5%，净利润 243 亿元，同比增 6.9%。2017 年集团目标达到 600 亿元，同比增 20%，而 2016 年公司对集团和股份公司的营收增长目标分别只有 6%和 4%。

评论

贵州茅台股份公司 2016 年的营收预计增速 19%，超过我们原有预期 1.8%，四季度需求依然强劲，4Q2016 营收预计达到 122.8 亿元，同比增速达到 29%，同时表明公司进一步通过预收款调整营收的难度加大。

贵州茅台在经销商大会上明确茅台的零售价格可以达到 1200 元，茅台希望通过市场化手段去稳住价格，那么这个手段只能是通过增加供给来应对。我们在此前的报告中预测了 2017 年茅台酒新增供给可以达到 6000 吨，茅台此前公布了 4000 吨的增量计划，可见计划外仍然有 2000 吨以上的新增供给以平抑市场价格。

公司对未来的市场需求信心增强，业绩释放也更有动力。茅台集团 2017 年目标 600 亿营收，增速达到 20%，在不提价背景下，表明了公司对 2017 年度放量能力有充分准备，在业绩释放上也更为乐观，我们预计 2017 年将是茅台放量和业绩释放增速会超过 2016 年水平。

估值建议

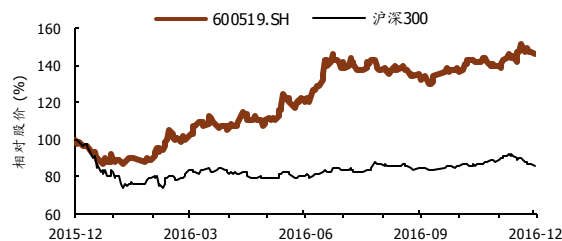
上调公司 2016/2017 年营收 1.8%/1.5%至 389.1/481.2 亿元，上调归属净利 0.6%/1.5%至 175.3/213.0 亿元。维持推荐评级，维持 2017 年目标价 472 元，对应 2018 年 27.8/22.9x P/E。

风险

如果 2017 年宏观经济增长乏力，那么茅台增量将难达预期。

维持推荐

股票代码	600519.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 326.48
目标价	人民币 472.00
52 周最高价/最低价	人民币 340.00~191.38
总市值(亿)	人民币 4,101
30 日日均成交额(百万)	人民币 1,157.41
发行股数(百万)	1,256
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	3.57
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	31,574	32,660	38,914	48,121
增速	1.6%	3.4%	19.1%	23.7%
归属母公司净利润	15,350	15,502	17,528	21,303
增速	1.4%	1.0%	13.1%	21.5%
每股净利润	12.22	12.34	13.95	16.96
每股净资产	42.53	50.89	58.67	68.65
每股股利	4.37	6.17	6.98	8.48
每股经营现金流	10.06	13.88	22.06	18.82
市盈率	26.7	26.5	23.4	19.3
市净率	7.7	6.4	5.6	4.8
EV/EBITDA	16.9	16.4	13.9	11.1
股息收益率	1.2%	1.9%	2.1%	2.6%
平均总资产收益率	25.3%	20.4%	18.6%	19.2%
平均净资产收益率	32.0%	26.4%	25.5%	26.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

邢庭志

分析师

tingzhi.xing@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515110002

SFC CE Ref: BGN152

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

陈文凯

联系人

wenkai.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116040046



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	31,574	32,660	38,914	48,121	营业收入	1.6%	3.4%	19.1%	23.7%
营业成本	2,398	2,613	3,526	4,701	营业利润	1.4%	0.2%	12.9%	21.3%
营业税金及附加	2,789	3,449	5,837	7,699	EBITDA	3.7%	0.9%	13.2%	21.3%
营业费用	1,675	1,485	1,401	1,684	净利润	1.4%	1.0%	13.1%	21.5%
管理费用	3,379	3,813	4,280	5,197	盈利能力				
财务费用	-123	-67	-1	-1	毛利率	92.4%	92.0%	90.9%	90.2%
其他	643	787	1,146	1,492	营业利润率	70.0%	67.8%	64.3%	63.0%
营业利润	22,100	22,154	25,016	30,332	EBITDA 利润率	72.0%	70.2%	66.7%	65.4%
营业外收支	-218	-153	-144	-143	净利润率	48.6%	47.5%	45.0%	44.3%
利润总额	21,882	22,001	24,872	30,189	偿债能力				
所得税	5,613	5,547	6,268	7,577	流动比率	4.51	3.24	3.14	3.17
少数股东损益	920	952	1,076	1,308	速动比率	3.09	2.34	2.29	2.33
归属母公司净利润	15,350	15,502	17,528	21,303	现金比率	2.63	1.84	2.14	2.17
EBITDA	22,733	22,932	25,959	31,485	资产负债率	16.0%	23.3%	24.4%	24.5%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	27,711	36,801	53,060	63,937	回报率分析				
应收账款及票据	2,095	8,761	1,822	2,233	总资产收益率	25.3%	20.4%	18.6%	19.2%
预付款项	2,864	1,478	1,994	2,659	净资产收益率	32.0%	26.4%	25.5%	26.6%
存货	14,982	18,013	21,059	24,810	每股指标				
其他流动资产	-81	-48	-57	-71	每股净利润 (元)	12.22	12.34	13.95	16.96
流动资产合计	47,571	65,005	77,877	93,568	每股净资产 (元)	42.53	50.89	58.67	68.65
固定资产及在建工程	13,798	16,311	19,147	22,071	每股股利 (元)	4.37	6.17	6.98	8.48
无形资产及其他长期资产	3,588	3,781	3,701	3,623	每股经营现金流 (元)	10.06	13.88	22.06	18.82
非流动资产合计	18,302	21,297	24,053	26,899	估值分析				
资产合计	65,873	86,301	101,930	120,467	市盈率	26.7	26.5	23.4	19.3
短期借款	63	0	0	0	市净率	7.7	6.4	5.6	4.8
应付账款及票据	5,033	5,795	6,942	8,417	EV/EBITDA	16.9	16.4	13.9	11.1
其他流动负债	5,448	14,257	17,885	21,100	股息收益率	1.2%	1.9%	2.1%	2.6%
流动负债合计	10,544	20,052	24,827	29,516					
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	18	16	16	16					
负债合计	10,562	20,067	24,843	29,532					
股东权益合计	53,430	63,926	73,703	86,243					
少数股东权益	1,881	2,308	3,384	4,693					
负债及股东权益合计	65,873	86,301	101,930	120,467					
现金流量表									
净利润	15,350	15,502	17,528	21,303					
折旧和摊销	753	841	944	1,154					
营运资本变动	-4,012	-1,202	8,162	-124					
其他	542	2,295	0	0					
经营活动现金流	12,633	17,436	27,709	23,640					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	259	68	0	0					
投资活动现金流	-4,580	-2,049	-3,700	-4,000					
股权融资	35	0	0	0					
银行借款	0	22	0	0					
其他	0	22	0	0					
筹资活动现金流	-5,041	-5,588	-7,750	-8,762					
汇率变动对现金的影响	-5	-16	0	0					
现金净增加额	3,005	9,783	16,259	10,877					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

贵州茅台酒股份有限公司是国内高端白酒行业的标志性企业，主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒。茅台酒历史悠久，是酱香型白酒的典型代表，享有“国酒”的美称。目前，公司除茅台酒外，茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求，全方位跻身市场，从而占据了白酒市场制高点，称雄于中国高端白酒市场。



图表 1：茅台销量预测

年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
茅台基酒产能(吨)	36,541	40,000	43,855	48,000	53,000	58,000	63,000
茅台酒(基酒)可投放量(吨)	25,244	27,118	29,783	35,460	35,810	39,200	42,978
报表收入对应年度销售茅台酒吨数(吨)	19,165	20,065	24,700	29,750	34,300	39,000	42,980
年度实际销售茅台酒吨数(吨)	19,730	24,205	26,880	31,880	35,880	39,380	43,380
YoY(%)	13%	23%	11%	19%	13%	10%	10%
当年度可售基酒盈余(吨)	5,514	2,913	2,903	3,580	-70	-180	-402
剩余可售合格基酒吨数(吨)	16,434	19,346	22,249	25,830	25,760	25,580	25,177

资料来源：万得资讯，经销商调研，中金公司研究部

图表 2：业绩预测修改

人民币 百万元	2016E			2017E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	38,214	38,914	1.8%	47,411	48,121	1.5%
毛利率	90.9%	90.9%	0.0%	90.2%	90.2%	0.0%
销售费用	1,376	1,401	1.8%	1,659	1,684	1.5%
销售费用率	3.6%	3.6%	0.0%	3.5%	3.5%	0.0%
管理费用	4,203	4,280	1.8%	5,120	5,197	1.5%
管理费用率	11.0%	11.0%	0.0%	10.8%	10.8%	0.0%
营业利润	24,871	25,016	0.6%	29,890	30,332	1.5%
营业利润率	65.1%	64.3%	-0.8%	63.0%	63.0%	0.0%
所得税率	25.2%	25.2%	0.0%	25.1%	25.1%	0.0%
净利润	17,426	17,528	0.6%	20,992	21,303	1.5%
净利润率	45.6%	45.0%	-0.6%	44.3%	44.3%	0.0%
每股收益(元)	13.87	13.95	0.6%	16.71	16.96	1.5%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 3：历史业绩与盈利预测

人民币 百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售收入	31,071	31,574	32,660	38,914	48,121	58,200
销售成本	2,230	2,398	2,613	3,526	4,701	5,616
毛利率	93%	92%	92%	91%	90%	90%
主营业务税金及附加	2,791	2,789	3,449	5,837	7,699	9,312
销售费用	1,858	1,675	1,485	1,401	1,684	2,037
销售费用率	6%	5%	5%	4%	4%	4%
管理费用	2,835	3,379	3,813	4,280	5,197	6,169
管理费用率	9%	11%	12%	11%	11%	11%
所得税率	26%	26%	25%	25%	25%	25%
净利润	15,137	15,350	15,502	17,528	21,303	25,867
净利润率	49%	49%	47%	45%	44%	44%
摊薄每股收益(元)	14.58	13.44	12.34	13.95	16.96	20.59
同比增速	14%	-8%	-8%	13%	22%	21%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

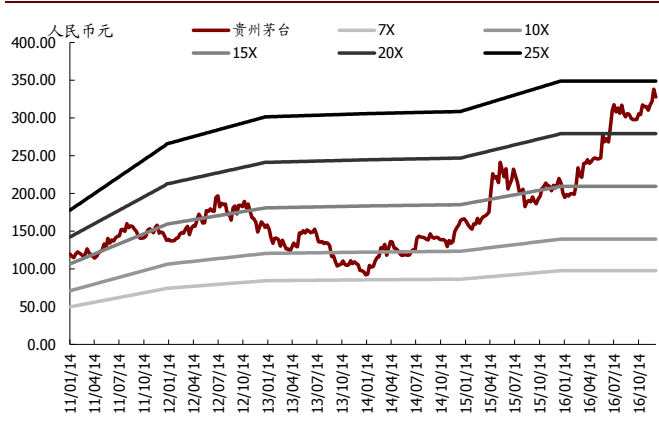


图表 4：可比公司估值表

代码	当前股价 2016/12/20	市值 亿元	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	净资产收益率 (%)	2015A	2016E	2017E	股息收益率 (%)	2015A	2016E	2017E	EV/EBITDA	2015A	2016E	2017E
白酒板块																				
贵州茅台	600519.SH	326.48	4101	26.5	23.4	19.3	6.4	5.6	4.8	24.3	23.8	24.7	1.9	2.1	2.6	16.4	13.9	11.1		
洋河股份	002304.SZ	70.63	1064	19.8	18.3	16.1	4.6	4.1	3.6	23.4	22.4	22.2	2.5	2.8	3.1	13.5	11.8	10.0		
山西汾酒	600809.SH	23.98	208	39.9	31.9	25.6	4.7	4.3	3.9	11.8	13.6	15.4	1.3	1.7	2.0	23.7	19.6	16.0		
古井贡酒	000596.SZ	45.95	231	32.3	27.9	26.4	4.8	4.1	3.7	14.8	14.8	14.2	0.2	1.3	1.3	21.6	19.1	17.0		
水井坊	600779.SH	19.02	93	105.6	43.1	22.7	7.3	6.5	5.5	6.9	15.1	24.3	0.4	0.8	1.6	58.3	26.4	14.3		
顺鑫农业	000860.SZ	21.15	121	32.1	28.6	24.4	2.2	2.1	2.0	7.0	7.3	8.2	0.5	1.9	2.1	16.8	16.4	14.0		
沱牌舍得	600702.SH	23.39	79	n.m.	85.1	27.9	3.5	3.4	3.1	0.3	4.0	11.0	0.0	0.4	1.2	71.3	33.8	16.7		
今世缘	603369.SH	14.01	176	25.4	22.8	20.3	4.4	3.8	3.4	17.2	16.7	16.6	1.2	1.4	1.8	17.1	14.9	12.9		
口子窖	603589.SH	31.73	190	31.4	21.0	16.8	5.2	4.4	3.8	16.5	20.7	22.6	1.1	2.5	3.2	19.8	13.8	10.7		
白酒板块总体平均				34.5	30.3	20.8	4.6	4.2	3.7	16.5	18.0	19.9	1.3	1.8	2.1	27.0	18.5	13.7		

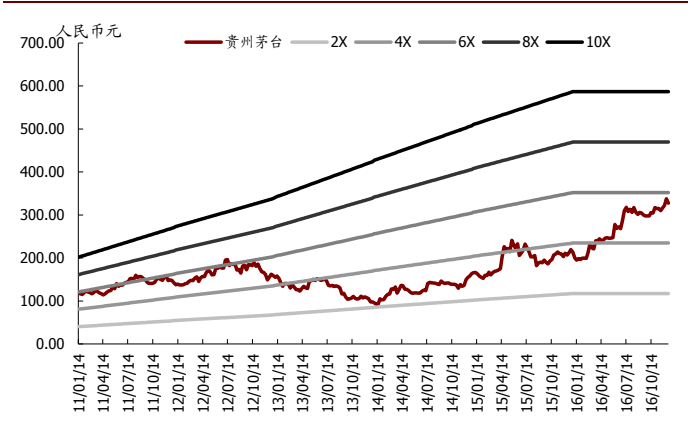
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 5：历史估值-P/E Band



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 6：历史估值-P/B Band



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化劑或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从<http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

