

食品饮料

2016年12月26日

贵州茅台 (600519)

——收入大超预期 上调17-18年盈利预测

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2016年12月23日

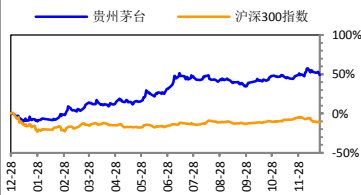
收盘价(元)	320.03
一年内最高/最低(元)	340/195.51
市净率	5.9
息率(分红/股价)	1.93
流通A股市值(百万元)	402021
上证指数/深证成指	3110.15 / 10199.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	54.64
资产负债率%	32.21
总股本/流通A股(百万)	1256/1256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 161213》2016/12/13

《贵州茅台(600519)点评：估值仍有明显优势 明后年提价条件逐步成熟》2016/12/09

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818x010-66500561
lvchang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布2016年主要经营数据和2017年产销计划公告，2016年收入398.5亿，同比增长19.16%，营业利润241亿，同比增长8.8%，归属于上市公司股东的净利润166.5亿，同比增长7.4%，EPS为13.25元。单四季度收入123.2亿，同比增长27%，归母净利润41.9亿，同比增长3%。2017年茅台酒基酒产量计划4万吨以上，茅台酒和系列产品计划销量5万吨左右，其中茅台酒2.6万吨左右。
- **投资评级与估值：**公司四季度及全年收入增长超市场预期，印证我们此前对茅台真实收入增长超过20%的判断，利润增长7%，略低于我们此前12%的预测，主要是由于15Q4以来消费税税基调整以及16Q4税费可能确认但收入未确认，但明年起增速将趋于一致，业绩将加速释放。根据媒体报道，茅台12月20-21日经销商大会传递积极信息，今年经营全面超预期，明年起增长明显提速。根据业绩预告，我们略下调16年盈利预测，但上调17-18年盈利预测，预测16-18年EPS为13.26、16.46、20.70元（前次为13.9、15.9和17.9元），同比增长7%、24%和26%，维持买入。
- **2016年集团经营全面超预期，明年收入利润加速增长。**简单拆分，四季度报表收入123亿，估计对应销量约7000吨，全年接近400亿收入，估计对应销量2.2-2.3万吨，推测公司有确认部分四季度前已发货但未确认收入的预收款。但由于2017年春节提前，年底经销商积极备货，预计年报和一季报预收款及相关科目环比会继续提升。全年来看，我们预计茅台真实收入增速应在20%以上，股份公司16年的收入和利润增速与昨天集团公布的收入利润增速一致。根据此前媒体报道，公司17年投放量增加15%，增量主要在新产品、生肖酒和海外产品上，预计增量部分产品结构高于普飞，吨酒价格将逐步上移。
- **消费税是净利率下降的主要原因，单四季度更多是税费确认而收入确认的少。**公司16年利润增速慢于收入，16年净利率41.8%，15年净利率46.3%，下降4.5个百分点，主要原因是去年四季度白酒消费税计价税基调整的影响。但消费税对利润增速的影响主要在今年，明年起收入利润增长将趋于一致，且利润增速会快于收入。单四季度净利率34%，下降8个百分点，考虑到税基调整已在去年四季度执行，因此今年四季度净利率下降可能是以下几个原因，1、部分已发货产品确认了税费但没确认收入而是在预收款里；2、其他销售费用可能在四季度确认。
- **股价表现的催化剂：**一批价上涨、销售超预期、国企改革
- **核心假设的风险：**经济下行影响高端酒需求

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	33,447	26,632	39,832	48,191	58,802
同比增长率(%)	3.44	15.05	19.10	20.99	22.02
净利润(百万元)	15,503	12,466	16,660	20,681	25,999
同比增长率(%)	1.00	9.11	7.46	24.14	25.71
每股收益(元/股)	12.34	9.92	13.26	16.46	20.70
毛利率(%)	92.2	91.6	91.8	91.7	91.9
ROE(%)	24.3	18.2	22.9	24.3	25.8
市盈率	26		24	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	30,922	31,574	32,660	39,832	48,191	58,802
营业收入同比增长率 (yoy)	16.88%	2.11%	3.44%	-	-	-
减: 营业成本	2,194	2,339	2,538	3,266	4,023	4,773
毛利率 (%)	92.90%	92.59%	92.23%	91.80%	91.70%	91.90%
减: 营业税金及附加	2,791	2,789	3,449	6,732	8,144	9,938
主营业务利润	25,937	26,446	26,672	-	-	-
主营业务利润率 (%)	83.88%	83.76%	81.67%	-	-	-
减: 销售费用	1,858	1,675	1,485	1,753	1,928	2,176
减: 管理费用	2,835	3,378	3,813	4,541	5,156	5,880
减: 财务费用	-429	-123	-67	-130	-85	-100
经营性利润	21,673	21,516	21,442	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	15.10%	-0.72%	-0.35%	-	-	-
经营性利润率 (%)	70.09%	68.15%	65.65%	-	-	-
减: 资产减值损失	-2	0	-1	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	3	4	0	0	0
营业利润	21,792	22,103	22,159	23,670	29,025	36,135
加: 营业外净收入	-359	-221	-157	-190	-173	-182
利润总额	21,432	21,882	22,002	23,480	28,851	35,954
减: 所得税	5,467	5,613	5,547	5,901	7,250	9,035
净利润	15,965	16,269	16,455	17,580	21,601	26,919
少数股东损益	828	920	952	920	920	920
归属于母公司所有者的净利润	15,137	15,350	15,503	16,660	20,681	25,999
净利润同比增长率 (yoy)	13.74%	1.41%	1.00%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,038	1,142	1,256	1,382	1,382	1,382
每股收益 (元)	14.58	13.44	12.34	13.26	16.46	20.70
归属母公司所有者净利润率 (%)	48.95%	48.62%	47.47%	-	-	-
ROE	35.51%	28.73%	24.25%	22.90%	24.30%	25.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。