

贵州茅台 (600519)

需求强劲，16 年收入超预期，17 年业绩规划高

投资评级：买入（维持）

2016 年 12 月 24 日

事件：贵州茅台公布 16 年经营数据和 17 年计划。2016 年实现营业收入 399 亿，同比增长 19.2%，净利 167 亿元，同比增 7.4%，每股收益 13.25 元。4Q16 营业总收入和净利分别为 123.23 亿和 41.9 亿，分别同比增 26.9%、2.6%。收入超我们预期，净利略低于预期。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。

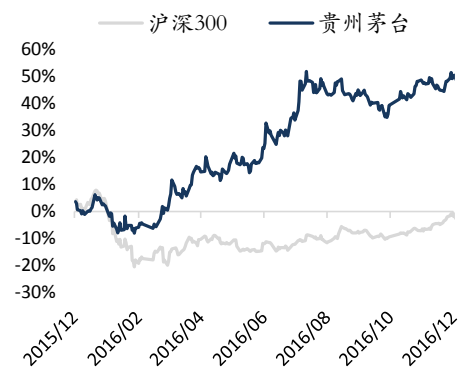
点评：

- **16 年营业总收入增 19.2%超预期，估计增量主要来自于普茅、非标、系列酒和利息收入。**估计普茅销量增速超过 10%，非标销量超过 2000 吨，系列酒增 70%左右，利息收入增长接近 5 亿。
- **需求十分强劲，估计茅台酒 16 年报表销量接近 23000 吨，其中高度茅台 2016 报表销量接近 20%，一批价均价同比升 10-15%。**高度茅台中，估计普茅增 10%以上，非标增速较快，销量超过 2000 吨。茅台需求十分强劲，民间消费维持快速升级趋势，最强白酒品牌的虹吸效应明显。
- **估计 2016 年系列酒增速快较快。**1H16 系列酒营收同比增 56%，根据秋糖会信息，截止 10 月中旬，系列酒同比增长已达 70%，根据经销商大会信息，2016 年系列酒收入同比增长 88%。
- **17 年公司信心足规划高，茅台酒销量计划 2.6 万吨，系列酒 2.4 万吨。**根据历史财报和规划数据推算，估计 17 年茅台酒销量计划增 14%左右，系列酒 70-80%。
- **16 年净利增速低于收入，估计由于：**(1) 消费税增速较快，一方面税基提高，另一方面季度间确认可能不均衡，1-3Q16 营业税金及附加同比增 67%，4Q16 增速可能更快。(2) 少数股东损益占比提升，估计茅台销售公司和财务公司利润增速快于平均水平。
- **17 年集团利润规划较高，预计上市公司净利将明显提速。**根据茅台经销商大会消息，2016 年茅台集团利润总额 243 亿，2017 年计划 300 亿，同比增 23%。由于上市公司 16 年占集团利润比重高达 98%，预计 17 年上市公司净利将明显提速。
- **盈利预测与投资建议：**我们下调 16 年净利预测 4%，上调 17 年预测 4%，预计 16-17 年 EPS13.25、16.33 元，同比增 7%、23%。茅台是中国最强白酒品牌，需求十分强劲，稳定收益可期，维持“买入”的评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下行超预期；主要竞品重新发力。

证券分析师 马浩博
 执业资格证书号码：S0600515090002
mahb@research.dwstock.com.cn
 021-60199762

证券分析师 汤玮亮
 执业资格证书号码：S0600516070002
tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	320.03
一年最低价/最高价	196.64/324.73
市净率	5.86
流通市值 (亿)	4020.21

基础数据

每股净资产	47.64
资产负债率	12.85
总股本 (百万股)	1256.20
流通股 A 股 (百万股)	1256.20

相关研究

1. 贵州茅台：最强白酒品牌，业绩大超预期——20160810

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)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	65004.5	81001.4	97081.9	115304.5	营业收入	33446.9	39852.1	47250.5	52935.5
现金	36800.7	45843.2	54827.9	68520.4	营业成本	2538.3	3243.3	3925.6	4319.9
应收款项	8627.4	10279.6	12187.9	13654.3	营业税金及附加	3449.2	5977.8	6851.3	7675.6
存货	18013.3	23016.2	27857.9	30655.9	营业费用	1485.0	1992.6	2126.3	2382.1
其他	1563.1	1862.4	2208.2	2473.8	管理费用	3812.9	4698.6	4961.3	5558.2
非流动资产	21296.9	22102.6	22977.9	23764.9	财务费用	-67.3	-20.7	-25.2	-30.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	3.9	3.9	3.9	3.9
固定资产	16312.0	17296.8	18351.2	19317.4	其他	-73.7	0.5	0.5	0.5
无形资产	3582.5	3403.3	3224.2	3045.1	营业利润	22159.0	23964.9	29415.6	33034.9
其他	1402.4	1402.4	1402.4	1402.4	营业外净收支	-157.3	-157.3	-157.3	-157.3
资产总计	86301.5	103104.0	120059.8	139069.4	利润总额	22001.7	23807.6	29258.3	32877.6
流动负债	20051.7	25429.9	28305.6	31493.2	所得税费用	5546.7	6002.0	7314.6	8219.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	951.9	1157.4	1426.3	1602.8
应付账款	881.0	1125.7	1362.4	1499.3	归属母公司净利润	15503.1	16648.2	20517.4	23055.4
其他	19170.7	24304.2	26943.1	29993.9	EBIT	25610.7	29917.6	36237.3	40675.3
非流动负债	15.6	13.4	11.2	9.0	EBITDA	26452.0	31026.0	37619.6	42251.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	15.6	13.4	11.2	9.0	每股收益(元)	12.34	13.25	16.33	18.35
负债总计	20067.3	25443.3	28316.8	31502.2	每股净资产(元)	50.89	59.39	69.87	81.65
少数股东权益	2308.2	3050.9	3966.3	4994.8	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	63926.0	74609.9	87776.7	102572.4	ROIC(%)	27.3%	29.1%	37.1%	39.3%
负债和股东权益总计	86301.5	103104.0	120059.8	139069.4	ROE(%)	24.3%	22.3%	23.4%	22.5%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	92.4%	91.9%	91.7%	91.8%
经营活动现金流	17436.3	17077.6	18611.9	24327.3	EBIT Margin(%)	76.6%	75.1%	76.7%	76.8%
投资活动现金流	-2048.8	-2070.8	-2276.7	-2375.1	销售净利率(%)	46.4%	41.8%	43.4%	43.6%
筹资活动现金流	-5588.0	-5964.4	-7350.5	-8259.8	资产负债率(%)	23.3%	24.7%	23.6%	22.7%
现金净增加额	9783.3	9042.5	8984.7	13692.5	收入增长率(%)	3.8%	19.2%	18.6%	12.0%
折旧和摊销	841.3	1108.4	1382.3	1576.1	净利润增长率(%)	1.0%	7.4%	23.2%	12.4%
资本开支	-3274.6	-2070.8	-2276.7	-2375.1	P/E	25.69	23.92	19.41	17.27
营运资本变动	742.4	-1421.2	-4202.6	-1332.2	P/B	6.23	5.34	4.54	3.88
企业自由现金流	21278.8	19991.7	22081.0	28375.3	EV/EBITDA	15.82	13.66	11.34	10.17

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:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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。

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>

