

公司研究/年报点评

2017年04月16日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 395.45
合理价格区间(元): 459.07~490.73

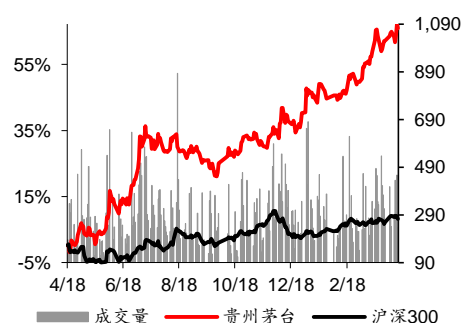
贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

相关研究

- 1 《贵州茅台(600519):业绩增长确定性最高的白酒标的》 2016.10
- 2 《贵州茅台(600519):经销商上调预期引发预收款出现跳涨》 2016.08
- 3 《贵州茅台(600519):需求向好和渠道利润改善的判断兑现》 2016.04

股价走势图



资料来源: Wind

收入创新高, 消费税拖累净利率

贵州茅台(600519)

16年收入388.62亿元, 同比+18.99%; 净利167.18亿元, 同比+7.84%
贵州茅台于4月15日发布2016年年报, 2016年公司共生产茅台酒及系列酒基酒59887.97吨, 其中茅台基酒39312.53吨, 同比增长22.17%。系列酒基酒20575.44吨, 同比增长10.78%; 公司实现营业收入388.62亿元, 同比增长18.99%; 实现归母净利润167.18亿元, 同比增长7.84%; 实现扣非归母净利润169.55亿元, 同比增长8.57%, 基本符合我们的预期。

预收款项上升至175.41亿, 季度环比增长0.85%, 再创新高

贵州茅台2016年底预收款项上升至175.41亿元, 与16Q3相比季度环比增长0.85%, 与2015年底相比同比增长112.32%, 再创历史新高。预收款项的持续增长一方面反映了经销商对于茅台酒后续市场需求量的乐观, 另一方面反映了经销商对茅台酒后续市场价格的上升预期。过去14个月飞天茅台一批价从825元上升至1250元, 经销商的利润空间大幅扩大, 同时经销商对市场需求的乐观程度也不断上升, 预收款项的持续上升则是经销商这些转变的重要反映。

17Q1增长态势持续, 白酒消费升级的最大受益标的

根据贵州茅台的业绩预告, 茅台17Q1营业收入达到128.52亿元, 同比增长25.38%; 归母净利润56.68亿元, 同比增长15.92%, 收入和归母净利润增速均高于2016年全年的水平, 根据公司的经营计划, 2017年全年计划收入同比增长15%以上。我们认为贵州茅台在高端白酒领域的地位决定了在本轮白酒消费升级中, 其消费群体的扩容幅度最大, 而经销商利润空间的加大也进一步加强了贵州茅台在消费终端的竞争力, 因此贵州茅台是本轮白酒消费升级中最大的受益标的。

16年消费税50.95亿, 同比+104.95%, 是净利率下滑的重要原因

贵州茅台2016年的净利率为44.65%, 与2015年的49.20%相较同比下滑4.55pct, 消费税的大幅上升是最重要的原因。公司2016年的消费税达到50.95亿元, 同比增长104.95%, 消费税与营业收入比例从2015年的7.61%上升至2016年的13.11%。白酒的消费税率在2016年保持稳定, 消费税的上升与贵州茅台白酒产品税基的上调有关。

享受确定性溢价, 上调目标价至459.07~490.73元, 维持“买入”评级

我们认为贵州茅台基本面的持续向好已经在报表上获得体现并被市场所广泛认可, 当前的市场环境下贵州茅台的确定性增长可以带来估值溢价, 同时一批价的持续上涨也为出厂价上调打开了空间。预计贵州茅台2017-2019年的收入分别达到494.05亿元, 584.98亿元和674.51亿元, EPS分别达到15.83元, 18.77元和21.61元, 考虑到业绩增长的高确定性和潜在的提价可能, 给予2017年29~31倍PE估值, 上调目标价范围至459.07~490.73元, 维持“买入”评级。

风险提示: 白酒消费税税率上调的风险; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,256
流通A股(百万股)	1,256
52周内股价区间(元)	238.44-398.39
总市值(百万元)	496,763
总资产(百万元)	112,935
每股净资产(元)	58.03

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

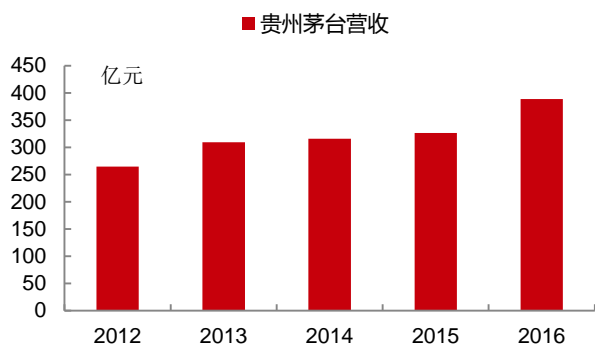
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,447	40,155	49,405	58,498	67,451
+/-%	3.82	20.06	23.04	18.40	15.30
净利润(百万元)	15,503	16,718	19,881	23,585	27,144
+/-%	1.00	7.84	18.92	18.63	15.09
EPS(元)	12.34	13.31	15.83	18.77	21.61
PE(倍)	32.04	29.71	24.99	21.06	18.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

营业收入和预收款项创新高

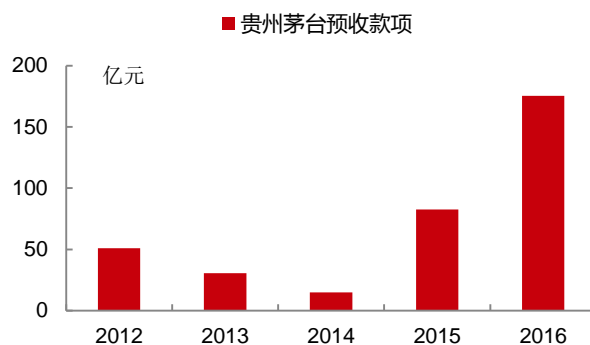
贵州茅台 2016 年收入达到 388.62 亿元，同比增长 18.99%，创历史新高；预收款项达到 175.41 亿元，同比增长 112.32%，创历史新高。

图表1：贵州茅台 16 年收入 388.62 亿元，创历史新高



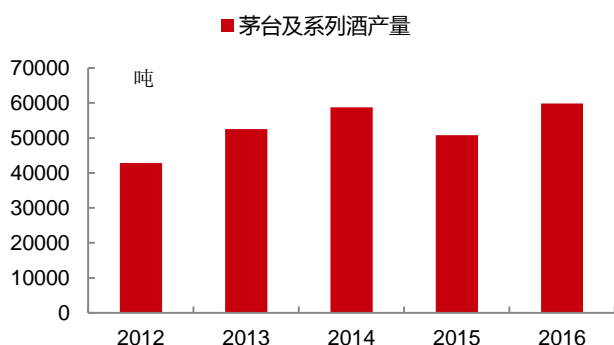
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：贵州茅台 16 年预收款项 175.41 亿元，创历史新高



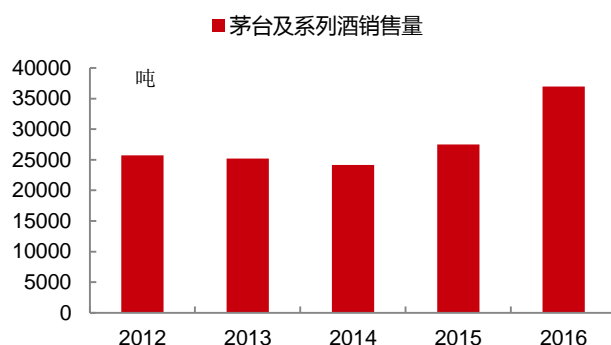
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：贵州茅台 16 年收入 388.62 亿元，创历史新高



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

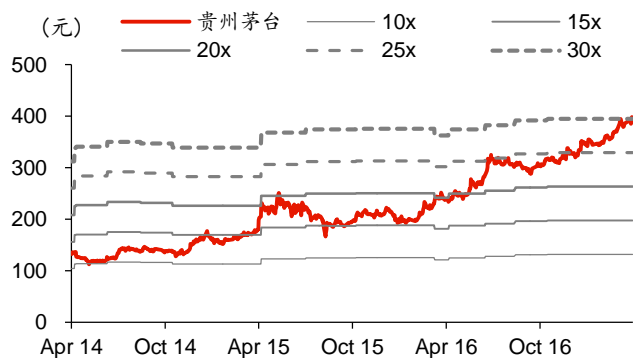
图表4：贵州茅台 16 年预收款项 175.41 亿元，创历史新高



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

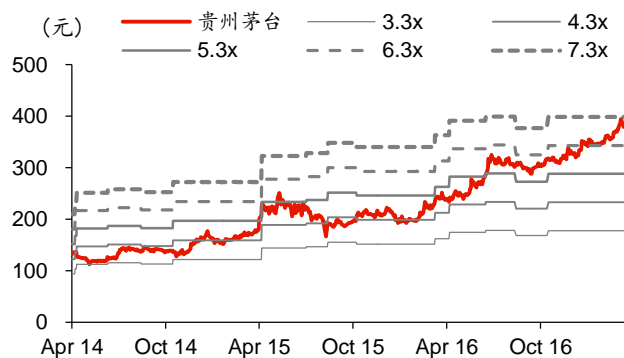
贵州茅台 PE/PB - Bands

图表5：贵州茅台历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：贵州茅台历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：白酒消费税税率上调的风险；食品安全问题。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	65,005	90,181	135,783	138,102	220,173
现金	36,801	66,855	91,400	84,262	161,882
应收账款	0.23	0.00	0.78	0.42	0.52
其他应收账款	48.22	77.23	96.31	103.68	126.93
预付账款	1,478	1,046	2,998	3,092	3,575
存货	18,013	20,622	35,425	42,648	48,220
其他流动资产	8,664	1,580	5,862	7,997	6,368
非流动资产	21,297	22,754	21,401	20,499	19,532
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	11,416	14,453	13,555	12,655	11,755
无形资产	3,582	3,532	3,401	3,270	3,140
其他非流动资产	6,299	4,769	4,445	4,573	4,637
资产总计	86,301	112,935	157,184	158,601	239,705
流动负债	20,052	37,020	60,108	36,381	88,505
短期借款	0.00	0.00	30,038	0.00	47,663
应付账款	880.98	1,041	1,732	2,075	2,395
其他流动负债	19,171	35,980	28,338	34,306	38,447
非流动负债	15.57	15.57	15.94	15.75	15.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.57	15.57	15.94	15.75	15.78
负债合计	20,067	37,036	60,124	36,397	88,520
少数股东权益	2,308	3,004	4,285	5,844	7,680
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	61,089	69,853	90,144	113,729	140,873
归属母公司股	63,926	72,894	92,776	116,360	143,504
负债和股东权益	86,301	112,935	157,184	158,601	239,705

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	17,436	37,451	(5,612)	22,782	29,828
净利润	16,455	17,931	21,162	25,143	28,981
折旧摊销	848.15	934.19	988.23	989.06	989.19
财务费用	(67.27)	(33.18)	(52.44)	(77.75)	(87.83)
投资损失	(3.87)	0.00	(2.32)	(2.06)	(1.46)
营运资金变动	471.36	19,162	(28,086)	(3,192)	(28.27)
其他经营现金	(267.03)	(542.83)	377.95	(78.64)	(23.92)
投资活动现金	(2,049)	(1,103)	73.20	38.75	40.79
资本支出	2,061	1,019	0.00	0.00	0.00
长期投资	35.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	47.68	(83.32)	73.20	38.75	40.79
筹资活动现金	(5,588)	(8,335)	30,084	(29,958)	47,751
短期借款	(62.55)	0.00	30,038	(30,038)	47,663
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	114.20	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(5,640)	(8,335)	46.89	79.35	87.95
现金净增加额	9,783	28,014	24,545	(7,138)	77,620

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,447	40,155	49,405	58,498	67,451
营业成本	2,538	3,410	5,436	6,508	7,567
营业税金及附加	3,449	6,509	8,008	9,482	10,933
营业费用	1,485	1,681	2,277	2,581	2,969
管理费用	3,813	4,187	5,152	6,100	7,033
财务费用	(67.27)	(33.18)	(52.44)	(77.75)	(87.83)
资产减值损失	(0.54)	12.33	4.07	5.29	7.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.87	0.00	2.32	2.06	1.46
营业利润	22,159	24,266	28,583	33,902	39,030
营业外收入	4.82	8.55	8.55	8.55	8.55
营业外支出	162.10	316.30	316.30	316.30	316.30
利润总额	22,002	23,958	28,276	33,595	38,722
所得税	5,547	6,027	7,113	8,452	9,742
净利润	16,455	17,931	21,162	25,143	28,981
少数股东损益	951.91	1,212	1,281	1,558	1,837
归属母公司净利润	15,503	16,718	19,881	23,585	27,144
EBITDA (倍)	22,940	25,167	29,519	34,814	39,931
EPS (元)	12.34	13.31	15.83	18.77	21.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.82	20.06	23.04	18.40	15.30
营业利润	0.25	9.51	17.79	18.61	15.13
归属母公司净利润	1.00	7.84	18.92	18.63	15.09
获利能力 (%)					
毛利率	92.41	91.51	89.00	88.88	88.78
净利率	46.35	41.63	40.24	40.32	40.24
ROE	24.25	22.94	21.43	20.27	18.92
ROIC	58.24	248.85	62.09	69.16	81.79
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.25	32.79	38.25	22.95	36.93
净负债比率 (%)	0	0	49.96	0	53.84
流动比率	3.24	2.44	2.26	3.80	2.49
速动比率	2.34	1.88	1.67	2.62	1.94
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.40	0.37	0.37	0.34
应收账款周转率	5,445	11,715	9,161	8,239	9,326
应付账款周转率	3.20	3.55	3.92	3.42	3.39
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	12.34	13.31	15.83	18.77	21.61
每股经营现金流 (最新摊薄)	13.88	29.81	(4.47)	18.14	23.75
每股净资产 (最新摊薄)	50.89	58.03	73.85	92.63	114.24
估值比率					
PE (倍)	32.04	29.71	24.99	21.06	18.30
PB (倍)	7.77	6.81	5.35	4.27	3.46
EV_EBITDA (倍)	18.87	17.20	14.66	12.43	10.84

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com