

2017年04月17日

公司研究

评级：买入（上调）

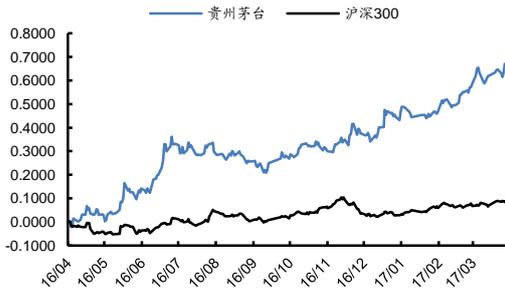
研究所  
证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

联系人：管嘉琪 S0350116070031  
guanjq@ghzq.com.cn

## 预收款同比大幅增长，2018年有望提高出厂价

### ——贵州茅台（600519）2016年年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	5.5	15.8	65.0
沪深300	1.2	4.8	6.5

#### 市场数据

2017-04-14

当前价格（元）	395.45
52周价格区间（元）	230.82 - 399.88
总市值（百万）	496763.42
流通市值（百万）	496763.42
总股本（万股）	125619.78
流通股（万股）	125619.78
日均成交额（百万）	894.85
近一月换手（%）	5.60

#### 相关报告

《贵州茅台（600519）2016年三季报点评：营收维持二位数增长，淡季一批价继续上行》——2016-10-30

《贵州茅台（600519）2016年中报点评：系列酒实现较快增长，提防下半年价格回落风险》——2016-08-29

《贵州茅台（600519）\*巨额预收账款为16年提供业绩支撑，关注通胀预期下茅台存在提价可能（买入）\*食品饮料行业\*余春生》——2016-03-23

《贵州茅台（600519）受旺季来临时点较晚影响，

#### 事件：

4月14日晚，贵州茅台（600519）公布了2016年年报，2016年公司实现营业收入388.62亿元，同比增长18.99%；实现归属上市公司股东的净利润167.18亿元，同比增长7.84%；基本每股收益13.31元，同比增长7.84%。

单四季度，公司实现营业总收入126.22亿元，同比增长29.96%；实现归属于上市公司股东的净利润42.53亿元，同比减少4.27%。

公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为：以2016年年末总股本125,619.78万股为基数，对公司全体股东每10股派发现金红利67.87元（含税）。

#### 投资要点：

■ **经营性现金流持续向好，实际营收增长高达37.83%** 2016年，茅台实现营收388.62亿，同比增长18.99%；如果加上预收账款，则实际营收高达564.03亿，同比增长37.83%。同时，截止2016年底，公司应收款也减少了77.61亿，导致公司经营性活动现金净流入为374.51亿，同比增长114.79%。主要原因是由于在渠道库存低位+消费升级+物价上涨等多重因素驱动下，2016年高端白酒迎来了限制三公消费以来最好的发展机遇。茅台一批价从2016年年初的880元附近涨至目前1280元附近，上涨近400元；五粮液也接连2次提高出厂价，同时取消一切返利，目前一批价成功实现顺价销售，这些都说明高端白酒已经彻底摆脱了历史包袱。

■ **茅台酒和系列酒齐发力，基酒扩大生产彰显信心** 生产方面，2016年，公司分别生产茅台酒基酒和系列酒基酒39312.53吨和20575.44吨，同比增长22.17%和10.78%。由于当年生产的茅台酒最少五年后才能销售，因此公司提前扩大基酒生产，有助于为持续性经营打下坚实基础。销量方面，2016年，茅台酒成品酒销量为22917.66吨，同比增长15.76%，除了飞天茅台外，生肖酒需求也大幅增长；系列酒产品酒销量为14026.70吨，同比增长81.69%，进一步凸显出公司做大做强系列酒的决心。2016年底，李保芳在公司经销商大会上宣布，2017年茅台酒和系列酒按总销量5万吨安排计划，其中茅台酒2.6万吨左右。我们认为，目前茅台酒仍处于供不应求，2017年茅台酒实现上述目标压力不大；系列酒方面随着公司重视程度和资源倾斜，预计能够实现较快增长。

■ **受消费税增长影响，公司短期利润增速受到影响** 2016年，公司实现

Q3 单季度收入小幅下滑（买入）\*食品饮料行业\*余春生》——2015-10-22

《贵州茅台（600519）2015 年中报点评：营收和利润稳定增长，看好下半年旺季行情（买入）\*食品饮料行业\*余春生》——2015-08-28

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

净利润 179.31 亿，同比增长 8.97%，增速小于营收增长。主要原因 2016 年消费税为 50.95 亿，同比增长 104.96%。我们认为，消费税大幅增长的原因主要有两方面：一方面，2015 年 7 月初贵州省国税局发布《贵州省国税局关于核定部分白酒产品消费税最低计税价格的通知》，导致 2016 年消费税税基提升；另一方面，由于消费税增收对象为母公司，而 2016 年母公司销售额增长（+45.85%）大于合并报表销售额增长（+18.99%），从而导致消费税增加。而之所以母公司销售额增速更大，我们认为，是因为合并报表预收款受需求刺激以及春节提前等因素影响同比增长 112.32%，而母公司预收款受公司生产和管理计划限制仅微增 0.21%。由于预收款不确认进入当期销售额，因此子公司增加的预收款将在 2017 年确认，从而母公司 2016 年销售额增速更大。

- 如果排除上述因素影响，简单将消费税增长等同于合并报表销售额增长，则调整后 2016 年茅台实现净利润为 200.68 亿元，同比增长 21.96%。我们认为，2016 年全年已经实施新政策，同时预收款再向上增加空间有限，2017 年上述两个影响因素均有望消失，从而进一步提升公司盈利能力。
- **茅台一批价持续提升，2018 年有望提升出厂价** 受市场需求和景气度影响，目前市场上茅台一批价在 1280 元左右，与出厂价相差 460 元左右。这意味着一批经销商每卖一瓶茅台酒有 50% 的毛利率，这已经脱离了正常的渠道合理利润空间，这也说明，茅台提出厂价从需求上而言不存在压力。我们认为，茅台提出厂价的压力主要在于舆论和政治压力上，从目前情况来看，由于供给受限，2017 年茅台价格将稳定在高位徘徊，市场对其价值认可度和价格适应度将逐渐提升；2018 年，公司有可能选择时机成熟的时候提高出厂价。
- **盈利预测和投资评级：上调公司评级为“买入”评级** 我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为 16.48/19.38/22.22 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 23.99/20.40/17.80 倍。我们认为，2017 年飞天茅台一批价有望维持高位，且 2018 年有可能提高出厂价，提高公司盈利水平；系列酒方面，随着公司重视程度加大和资源倾斜，未来也有望实现快速发展，因此我们上调公司评级为“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 出厂价提升不达预期；2) 市场拓展不达预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	40155	46219	52782	60329
增长率(%)	20%	15%	14%	14%
净利润（百万元）	16718.4	20704	24347	27912
增长率(%)	8%	24%	18%	15%
摊薄每股收益（元）	13.31	16.48	19.38	22.22
ROE(%)	22.03%	23.59%	23.94%	23.71%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 贵州茅台盈利预测表

证券代码:	600519.SH				股价:	395.45	投资评级:	买入	日期:	2017-04-14
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	22.03%	23.59%	23.94%	23.71%	EPS	13.31	16.48	19.38	22.22	
毛利率	92%	92%	92%	92%	BVPS	58.03	66.28	75.98	87.10	
期间费率	31%	27%	26%	26%	<b>估值</b>					
销售净利率	42%	45%	46%	46%	P/E	29.71	23.99	20.40	17.80	
<b>成长能力</b>					P/B	6.81	5.97	5.20	4.54	
收入增长率	20%	15%	14%	14%	P/S	12.37	10.75	9.41	8.23	
利润增长率	8%	24%	18%	15%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.36	0.36	0.36	0.36	营业收入	40155	46219	52782	60329	
应收账款周转率	44.87	-30.76	-30.76	(万元)	营业成本	3410	3929	4064	4585	
存货周转率	0.48	0.50	0.50	0.51	营业税金及附加	6509	5315	5542	6335	
<b>偿债能力</b>					销售费用	1681	2218	2481	2775	
资产负债率	33%	31%	30%	29%	管理费用	4187	4899	5595	6395	
流动比	2.44	2.70	2.91	3.05	财务费用	(33)	(75)	(58)	(55)	
速动比	1.88	2.23	2.47	2.61	其他费用/(-收入)	(12)	(12)	(12)	(12)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	24266	29919	35146	40283	
现金及现金等价物	66855	81948	100097	121925	营业外净收支	(308)	(229)	(231)	(256)	
应收款项	895	3818	4447	3053	利润总额	23958	29691	34915	40027	
存货净额	20622	18458	19051	21506	所得税费用	6027	7485	8802	10091	
其他流动资产	1808	1560	1727	1918	净利润	17931	22206	26112	29936	
<b>流动资产合计</b>	<b>90181</b>	<b>105395</b>	<b>124931</b>	<b>148012</b>	少数股东损益	1212	1501	1765	2024	
固定资产	14453	13048	11783	10645	归属于母公司净利润	16718	20704	24347	27912	
在建工程	2746	2756	2766	2776	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	3532	3532	3179	2825	经营活动现金流	37451	23039	24172	26599	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	17931	22206	26112	29936	
<b>资产总计</b>	<b>112935</b>	<b>126754</b>	<b>144682</b>	<b>166281</b>	少数股东权益	1212	1501	1765	2024	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	923	1798	1658	1496	
应付款项	1041	413	481	547	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	17541	20190	23057	26354	营运资金变动	17385	(2467)	(5364)	(6858)	
其他流动负债	18439	18373	19414	21656	投资活动现金流	(1103)	1395	1255	1128	
<b>流动负债合计</b>	<b>37020</b>	<b>38975</b>	<b>42952</b>	<b>48557</b>	资本支出	(888)	1395	1255	1128	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	16	16	16	16	其他	(215)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	筹资活动现金流	(21256)	(10341)	(12161)	(13942)	
<b>负债合计</b>	<b>37036</b>	<b>38991</b>	<b>42967</b>	<b>48572</b>	债务融资	0	0	0	0	
股本	1256	1256	1256	1256	权益融资	16	0	0	0	
股东权益	75899	87763	101714	117709	其它	(21272)	(10341)	(12161)	(13942)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>112935</b>	<b>126754</b>	<b>144682</b>	<b>166281</b>	现金净增加额	15093	14093	13266	13785	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。  
管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。