

## 贵州茅台 (600519)

# 业绩之花待怒放，股价新高仍可期

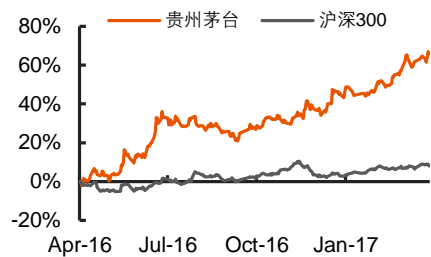
### 强烈推荐 (维持)

现价: 395.45 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/61.99%
实际控制人/持股	贵州省国有资产监督管理委员会/ %
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万股)	1,256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	4,967.63
流通 A 股市值(亿元)	4,967.63
每股净资产(元)	58.03
资产负债率(%)	32.80

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《贵州茅台\*600519\*17年加速增长趋势已可确认，业绩不妨更乐观一点》 2017-02-22
- 《贵州茅台\*600519\*压得越紧，弹得越高，17年净利有望大增40%》 2016-12-23
- 《贵州茅台\*600519\*山高九千丈，只待君为峰!》 2016-10-30
- 《贵州茅台\*600519\*青山遮不住，毕竟报表来》 2016-08-28
- 《贵州茅台\*600519\*定制酒“飞天”超预期，普飞控量将推升2H16一批价》 2016-04-21

#### 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

贵州茅台公布16年报，实现营收401亿元，同比+20%，归母净利167亿元，同比+7.8%，EPS13.31元。4Q16营收126亿元，同比+30%，归母净利42.5亿元，同比+4.3%。分配预案为每10股派现67.87元。

#### 平安观点:

■ 4Q16 营收+30%略高于12月预告的+27%，应是系列酒超预期，并带动归母净利同比+4.3%超预告的2.1%。

■ 4Q16 估计报表确认53度茅台酒出货增27%。受益于15报表确认高度茅台酒同比降约3%，我们估算，4Q16报表确认高度茅台酒同比增约27%。4Q16预收款余额175亿元，环比增约1.5亿，同比增约93亿。因酒厂16年以来预收款口径大幅扭曲，结合持续跟踪，我们仅粗略估算，4Q16高度茅台酒实际出货同比增约5%。全年看，考虑16年严格管控提前支取计划，定制酒、出口、生肖酒大幅增长，我们判断，高度茅台酒同比有双位数增长，53度普飞实际出货同比更可能略降。

■ 静待业绩之花怒放。16年末，内部交易未实现利润确认递延所得税产余额达14亿，我们估算，因合并报表确认营收滞后于实际出货，归母净利可能少算40-50亿。这一点也体现在合并报表期末库存中，成品酒高达1.62万吨，但17年春节实际出货非常紧张显著异常。同时，合并报表确认营收滞后于母公司确认消费税，也导致16年营业税金比率大升5.9PCT，这应会利于17、18年净利率提升。因茅台15、16年报表确认很保守，基于线性外推的预测易显著低估17、18年报表增速，这是支持股价上涨重要动力。

■ 股价新高仍可期，继续“强烈推荐”。维持17-18年EPS为18.56、23.10的业绩预测，同比+39%、+25%，动态PE为21、17倍。茅台业务基础坚实，无论高端白酒行业如何走，其均掌握主动权。市场预期仍较我们预测低至少10pct，且如18年涨出厂价，可再超我们预期，18年PE仅17倍，行业最低，继续“强烈推荐”。

■ 风险提示：烈性酒税收政策调整；供给变化导致一批价波动风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,447	40,155	50,414	60,401	66,074
YoY(%)	3.8	20.1	25.5	19.8	9.4
净利润(百万元)	15,503	16,718	23,312	29,014	31,989
YoY(%)	1.0	7.8	39.4	24.5	10.3
毛利率(%)	92.4	91.5	90.8	91.3	91.6
净利率(%)	49.2	44.7	49.6	51.7	52.1
ROE(%)	26.4	24.4	31.4	35.0	32.7
EPS(摊薄/元)	12.34	13.31	18.56	23.10	25.46
P/E(倍)	32.0	29.7	21.3	17.1	15.5
P/B(倍)	7.8	6.8	6.6	5.5	4.7

图表1 年报快读：4Q16营收、归母净利分别同比30%、4.3%单位：百万元，元/股

	4Q15	4Q16	同比变化	2015	2016	同比变化	
	9,713	12,622	30.0%	33,447	40,155	20.1%	
	791	1,185	49.7%	2,538	3,410	34.3%	
	91.9%	90.6%	-1.2%	92.4%	91.5%	-0.9%	率
	8,921	11,438	28.2%	30,909	36,745	18.9%	
	1,278	2,885	125.8%	3,449	6,509	88.7%	管理费用调入、其他因素
	550	1,026	86.7%	1,485	1,681	13.2%	
	1,220	1,401	14.8%	3,813	4,187	9.8%	
	-15	-32	-110.6%	-67	-33	50.7%	
	-1	7	1089.6%	-1	12	2381.5%	
	0	0		0	0		
	0	0	-100.0%	4	0	-100.0%	
	5,864	6,116	4.3%	22,159	24,266	9.5%	
	60.4%	48.5%	-11.9%	66.3%	60.4%	-5.8%	
	4	0	-338.0%	5	9	77.4%	
	28	196	596.6%	162	316	95.1%	
	5,839	5,920	1.4%	22,002	23,958	8.9%	
	1,511	1,319	-12.7%	5,547	6,027.2	8.7%	
	25.8%	21.6%	-4.2%	25.0%	24.8%	-0.2%	
	249.75	347.67	39.2%	951.91	1,212.28	27.4%	
	4,078	4,253	4.3%	15,503	16,718	7.8%	
	42.0%	33.7%	-8.3%	46.4%	41.6%	-4.7%	
	3.25	3.39	4.3%	12.34	13.31	7.8%	税高

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

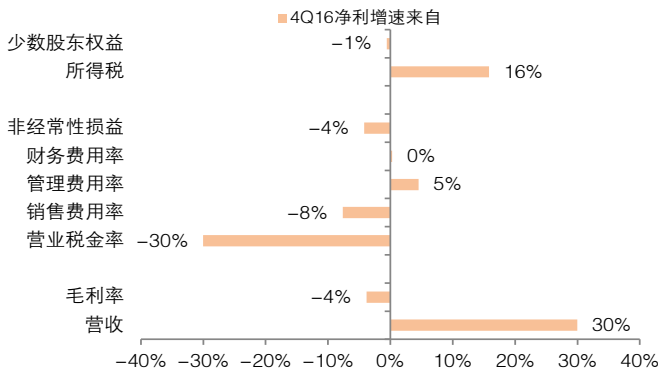
图表12H16茅台酒增长18.7%

单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
茅台酒	13,754	16,883	15,335	16,211	17,473	19,241
同比增长	2.7%	7.8%	11.5%	-4.0%	13.9%	18.7%
毛利率	94.3%	93.1%	93.8%	91.3%	93.8%	93.3%
同比变化	-0.2%	-1.4%	-0.5%	-1.9%	-0.02%	1.95%
系列酒	567	368	444	664	691	1,436
同比增长	-23.1%	-67.4%	-21.8%	80.5%	55.7%	116%
毛利率	63.7%	47.2%	51.6%	53.8%	44.9%	57.7%
同比变化	-8.5%	-16.1%	-12.1%	6.6%	-6.7%	3.9%

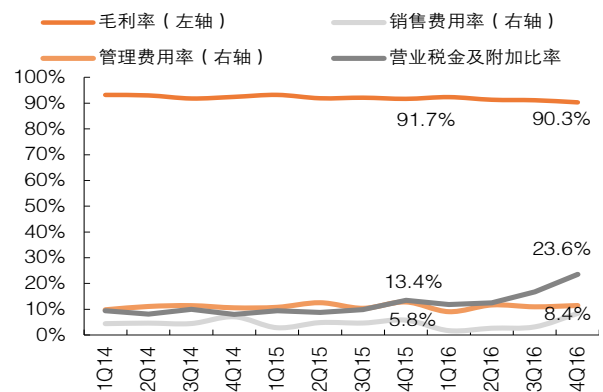
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 4Q16消费税率提升吞噬净利增长



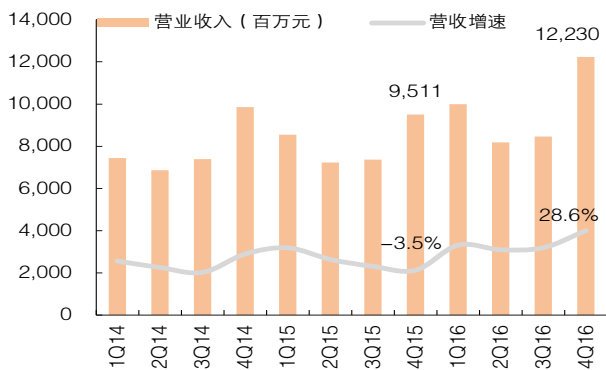
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表3 4Q16毛利率略降，营业税金大升



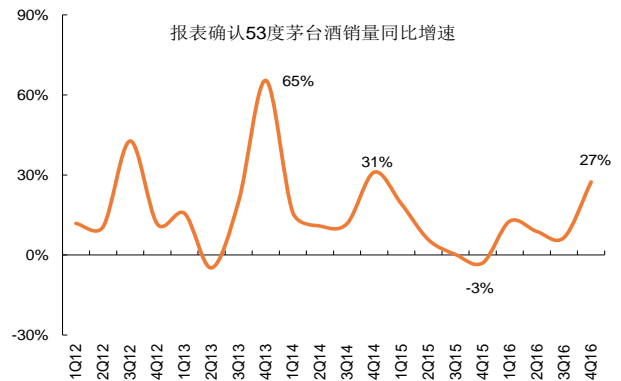
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表4 4Q16酒类营收同比+28.6%至122亿元



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表5 估计4Q16报表确认53度茅台酒销量同比+27%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

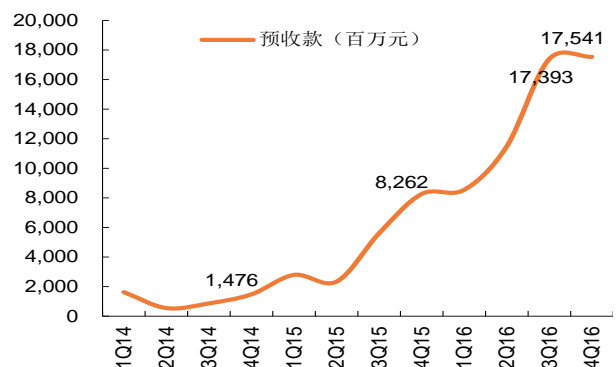
图表6 4Q16估计53度茅台酒实际销量同比+5%



备注：4Q15、1Q16、2Q16、3Q16、4Q16余额调减26、18、26、60、76亿元。口径变化大，基于平安估算，供参考！

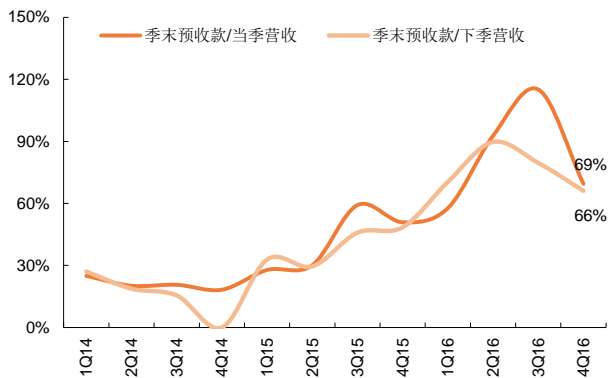
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表7 4Q16预收款同比增93亿，环比增约1.5亿



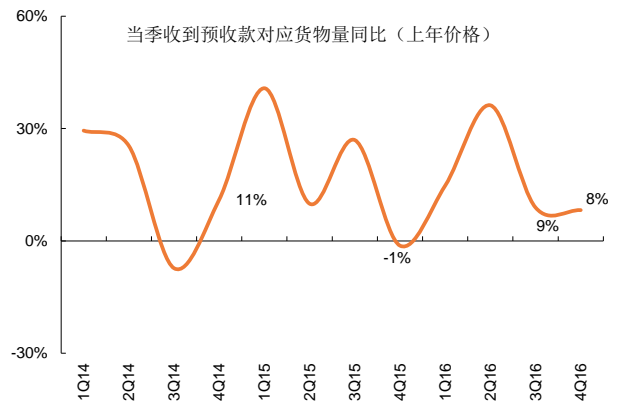
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表8调整后4Q16预收款为当季营收69%!



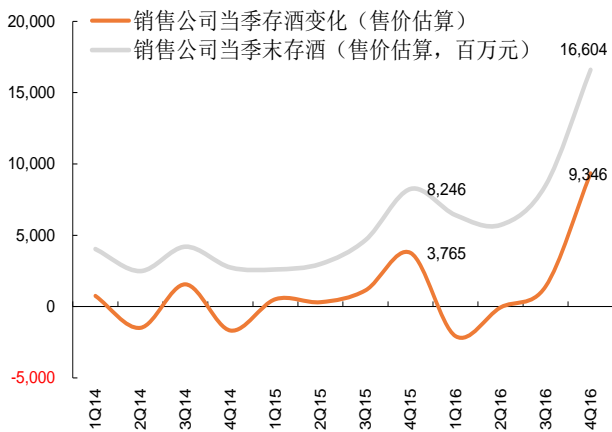
备注：平安调整后预收款余额，16年至今口径变化大，供参考  
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表94Q16收到预收款对应货物量同比增8%



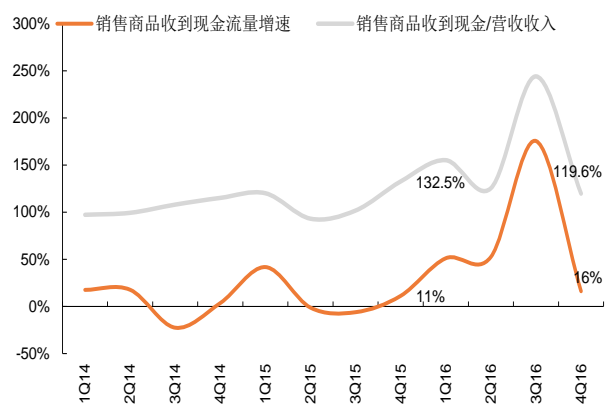
备注：平安调整后预收款余额，16年至今口径变化大，供参考  
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表104Q16末销售公司茅台酒库存值约166亿(含税)



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表114Q16销售商品收到现金同比增16%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	90,181	107,067	126,606	141,905
现金	66,855	74,033	90,888	105,559
应收账款	818	1,513	1,812	1,982
其他应收款	77	85	109	115
预付账款	1,046	2,067	1,969	2,279
存货	20,622	28,827	30,929	31,122
其他流动资产	762	543	899	847
<b>非流动资产</b>	22,754	23,341	24,574	24,542
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17,199	17,975	18,999	19,010
无形资产	3,532	3,621	3,704	3,707
其他非流动资产	2,023	1,744	1,871	1,825
<b>资产总计</b>	112,935	130,408	151,180	166,448
<b>流动负债</b>	37,020	49,903	54,274	51,458
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,041	1,516	1,655	1,783
其他流动负债	35,980	48,387	52,620	49,675
<b>非流动负债</b>	16	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	18	18	18
<b>负债合计</b>	37,036	49,921	54,292	51,476
少数股东权益	3,004	4,695	6,878	9,286
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	69,853	72,751	86,969	102,645
<b>归属母公司股东权益</b>	72,894	75,792	90,010	105,685
<b>负债和股东权益</b>	112,935	130,408	151,180	166,448

现金流量表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	37,451	17,619	30,922	30,620
净利润	16,718	23,312	29,014	31,989
折旧摊销	843	993	1,033	1,086
财务费用	-33	-34	-40	-48
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	21,284	-8,419	-1,367	-4,888
其他经营现金流	-1,361	1,767	2,283	2,482
<b>投资活动现金流</b>	-1,103	-1,952	-2,218	-1,202
资本支出	1,738	1,952	2,218	1,202
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,841	-3,904	-4,437	-2,403
<b>筹资活动现金流</b>	-8,335	-8,489	-11,848	-14,748
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8,335	-8,489	-11,848	-14,748
<b>现金净增加额</b>	28,014	7,178	16,855	14,671

利润表单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	40,155	50,414	60,401	66,074
营业成本	3,410	4,650	5,242	5,558
营业税金及附加	6,509	6,050	6,704	7,268
营业费用	1,681	1,816	1,961	2,118
管理费用	4,187	4,522	4,884	5,275
财务费用	-33	-34	-40	-48
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	24,266	33,412	41,650	45,904
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	316	253	253	253
<b>利润总额</b>	23,958	33,167	41,405	45,659
所得税	6,027	8,165	10,208	11,263
<b>净利润</b>	17,931	25,003	31,197	34,397
少数股东损益	1,212	1,690	2,184	2,408
<b>归属母公司净利润</b>	16,718	23,312	29,014	31,989
EBITDA	25,167	34,447	42,742	47,016
EPS (元)	13.31	18.56	23.10	25.46

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	20.1	25.5	19.8	9.4
营业利润(%)	9.5	37.7	24.7	10.2
归属于母公司净利润(%)	7.8	39.4	24.5	10.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	91.5	90.8	91.3	91.6
净利率(%)	44.7	49.6	51.7	52.1
ROE(%)	24.4	31.4	35.0	32.7
ROIC(%)	85.9	157.1	140.0	130.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	32.8	38.3	35.9	30.9
净负债比率(%)	-88.1	-92.0	-93.8	-91.8
流动比率	2.44	2.15	2.33	2.76
速动比率	1.88	1.57	1.76	2.15
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.40	0.41	0.43	0.42
应收账款周转率	348,011	579,746	434,376	480,292
应付账款周转率	3.5	3.6	3.3	3.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	13.31	18.56	23.10	25.46
每股经营现金流(最新摊薄)	29.81	14.03	24.62	24.38
每股净资产(最新摊薄)	58.03	60.33	71.65	84.13
<b>估值比率</b>				
P/E	29.7	21.3	17.1	15.5
P/B	6.8	6.6	5.5	4.7
EV/EBITDA	19.6	14.3	11.6	10.6

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033