

强者恒强，高增长势头强劲

投资要点

- **事件:** 公司发布2016年年报, 全年实现营业收入389亿元, 同比+19.0%, 归母净利润167亿元, 同比+7.8%。其中Q4单季实现收入122亿元, 同比+28.6%, 归母净利润43亿元, 同比+4.3%。同时公司公布利润分配预案, 向全体股东每10股派发现金红利67.87元(含税)。
- **茅台酒增速加快, 系列酒发力, 预收款再创历史新高, 收入高增长势头强劲。** 2016年公司收入增速逐季加快, 16Q1-16Q4增速分别为17%、13%、15%、29%, 同时17Q1增长25%, 延续高增长势头, 表现强劲。从产品结构上来看: 1、全年茅台酒实现收入367亿元, 同比+16%, 其中下半年增长19%, 呈现加速增长态势; 茅台酒销量2.3万吨, 同比增长16%。公司对茅台酒采取放量稳价方式, 通过把控发货节奏平衡市场量价关系, 同时加大对生肖酒的投放, 引导市场价格, 优化产品结构。2、系列酒收入21亿元, 同比+92%, 系列酒开始发力(2015年之前系列酒收入逐年下滑, 2015年增长19%), 其中下半年增长116%。系列酒将是2017年发展重点, 计划收入50亿元。Q1系列酒实现收入超10亿元, 同比增长299%, 发展势头良好, 未来有望成为公司重要增长点。同时, 公司预收账款再创历史新高, 达175亿元(营业收入+预收账款同比+38%, 环比+28%), 蓄水池效果显著, 未来业绩增长无忧。
- **消费税大幅增加, 盈利能力略有下降。** 整体毛利率91.2%, 同比下降1.0pct, 主要是系列酒占比提升和材料价格略有上升; 三费率保持稳定, 体现了公司良好的管理能力。受16年下半年消费税基提高的影响, 公司税金及附加达65亿, 同比增长89%, 拖累整体盈利能力, 净利率同比下滑4.5pct至44.7%, 导致净利润增速远低于收入增速。消费税基同比提升将对17年上半年公司净利润增速造成影响, 下半年税基统计口径一致, 增速影响将逐渐消失。
- **茅台供应紧张成新常态, 涨价趋势明显。** 2017年公司计划投放2.68万吨, 但受产能影响, 实际可能只有2.58万吨, 存在1000吨供应缺口, 茅台缺货涨价将成常态。终端消费和经销商补库存需求旺盛, 2016年下半年开始茅台供不应求, 批价随之上升, 终端售价接近1300元, 春节后的淡季也鲜有回调, 一批价稳定在1150元左右, 表现十分坚挺。4月份之后, 白酒行业逐步进入淡季, 即使在此期间, 茅台终端依然供不应求, 强需求拉动价格坚挺。虽然公司规定1300元价格红线, 但在市场需求推动下, 未来价格继续上涨趋势不变。
- **盈利预测与投资建议。** 高端酒企稳回升确立, 且茅台竞争优势明显, 将演绎强者恒强格局, 预计2017-2019年EPS分别为15.28元、18.43元、21.89元, 未来三年归母净利润增速将保持18%左右。考虑到茅台真实销售要远好于报表数据显示, 业绩超预期可能性高, 给予2017年25倍到30倍估值, 上调目标价至450元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 高端白酒价格下行风险; 公司系列酒销售或不达预期。

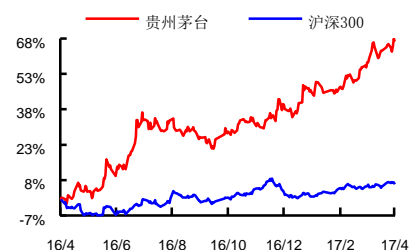
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	40155.08	48121.47	58591.77	70634.12
增长率	20.06%	19.84%	21.76%	20.55%
归属母公司净利润(百万元)	16718.36	19191.35	23145.84	27495.44
增长率	7.84%	14.79%	20.61%	18.79%
每股收益EPS(元)	13.31	15.28	18.43	21.89
净资产收益率ROE	23.62%	22.96%	23.49%	23.87%
PE	30	26	21	18
PB	6.55	5.63	4.79	4.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.56
流通A股(亿股)	12.56
52周内股价区间(元)	238.44-398.39
总市值(亿元)	4,967.63
总资产(亿元)	1,129.35
每股净资产(元)	58.03

相关研究

1. 贵州茅台(600519): 高端酒强者恒强, 有望迎来量价齐升 (2016-12-01)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	40155.08	48121.47	58591.77	70634.12	净利润	17930.64	20257.02	24380.47	28902.92
营业成本	3410.10	4802.20	6303.63	8314.41	折旧与摊销	934.19	941.73	1016.73	1066.80
营业税金及附加	6508.93	9143.08	11132.44	13420.48	财务费用	-33.18	-43.79	-52.13	-62.80
销售费用	1681.05	1972.98	2372.97	2825.36	资产减值损失	12.33	0.00	0.00	0.00
管理费用	4187.19	5004.63	6093.54	7345.95	经营营运资本变动	21858.65	-2817.36	1503.61	-321.78
财务费用	-33.18	-43.79	-52.13	-62.80	其他	-3251.39	0.43	-0.14	0.05
资产减值损失	12.33	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	37451.25	18338.03	26848.55	29585.19
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-967.38	-500.00	-500.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-135.13	-71.00	-120.00	-130.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1102.50	-571.00	-620.00	-530.00
营业利润	24265.63	27242.38	32741.32	38790.72	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-307.74	-140.00	-140.00	-140.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	23957.88	27102.38	32601.32	38650.72	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6027.24	6845.36	8220.85	9747.80	支付股利	0.00	-7523.26	-8828.02	-11572.92
净利润	17930.64	20257.02	24380.47	28902.92	其他	-8334.51	-365.72	52.13	62.80
少数股东损益	1212.28	1065.67	1234.63	1407.48	筹资活动现金流净额	-8334.51	-7888.99	-8775.89	-11510.12
归属母公司股东净利润	16718.36	19191.35	23145.84	27495.44	现金流量净额	28014.31	9878.04	17452.65	17545.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	66854.96	76733.00	94185.66	111730.73	成长能力				
应收和预付款项	1940.96	2496.34	3172.99	4042.37	销售收入增长率	20.06%	19.84%	21.76%	20.55%
存货	20622.25	31008.06	40514.42	52994.77	营业利润增长率	9.51%	12.27%	20.19%	18.48%
其他流动资产	762.38	944.02	1149.42	1385.67	净利润增长率	8.97%	12.97%	20.36%	18.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	9.71%	11.82%	19.78%	18.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	17198.76	16845.74	16417.72	15839.63	毛利率	91.51%	90.02%	89.24%	88.23%
无形资产和开发支出	3531.74	3461.84	3391.94	3322.04	三费率	14.53%	14.41%	14.36%	14.31%
其他非流动资产	2023.49	2075.68	2176.87	2288.06	净利率	44.65%	42.10%	41.61%	40.92%
资产总计	112934.54	133564.69	161009.02	191603.26	ROE	23.62%	22.96%	23.49%	23.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.88%	15.17%	15.14%	15.08%
应付和预收款项	24482.49	28877.44	35098.21	41538.69	ROIC	84.75%	158.58%	175.40%	208.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	62.67%	58.48%	57.53%	56.34%
其他负债	12553.51	16464.47	22135.57	28959.34	营运能力				
负债合计	37036.00	45341.90	57233.79	70498.03	总资产周转率	0.40	0.39	0.40	0.40
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	固定资产周转率	3.10	3.24	3.83	4.64
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	应收账款周转率	348011.25	79726.16	58268.89	75177.74
留存收益	69853.46	81521.55	95839.37	111761.88	存货周转率	0.18	0.19	0.18	0.18
归属母公司股东权益	72894.14	84152.71	98470.53	114393.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	151.94%	—	—	—
少数股东权益	3004.41	4070.08	5304.71	6712.19	资本结构				
股东权益合计	75898.54	88222.78	103775.24	121105.23	资产负债率	32.79%	33.95%	35.55%	36.79%
负债和股东权益合计	112934.54	133564.69	161009.02	191603.26	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.44	2.45	2.43	2.41
					速动比率	1.88	1.77	1.72	1.66
					股利支付率	0.00%	39.20%	38.14%	42.09%
					每股指标				
					每股收益	13.31	15.28	18.43	21.89
					每股净资产	60.42	70.23	82.61	96.41
					每股经营现金	29.81	14.60	21.37	23.55
					每股股利	0.00	5.99	7.03	9.21

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn