

业绩超预期，分红很土豪

——贵州茅台（600519）2016 年度财报点评

2017 年 04 月 17 日

强烈推荐/维持

贵州茅台

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
范垄基	联系人	
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

2016 年公司营业收入 388.62 亿元，同比增长 18.99%，归属上市公司股东的净利润为 167.18 亿元，同比增长 7.84%，EPS13.31 元，利润分配方案为每 10 股派发现金红利 67.87 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	7425.28	7548.67	9712.54	10250.87	8486.75	8795.12	12622.35
增长率（%）	5.28%	-0.36%	-3.50%	16.91%	13.13%	14.77%	28.59%
毛利率（%）	91.90%	92.11%	91.68%	92.34%	91.32%	91.13%	90.31%
期间费用率（%）	17.20%	14.60%	18.45%	10.74%	14.20%	14.25%	19.58%
营业利润率（%）	68.39%	69.79%	61.66%	72.11%	67.90%	63.72%	50.01%
净利润（百万元）	3736.20	3762.27	4328.21	5212.08	4165.12	3952.99	4600.45
增长率（%）	0.66%	1.38%	-11.56%	12.61%	11.48%	5.07%	6.29%
每股盈利（季度，元）	3.09	2.82	3.25	3.89	3.12	2.92	3.39
资产负债率（%）	11.99%	20.17%	23.25%	21.78%	29.51%	32.21%	32.79%
净资产收益率（%）	5.87%	6.08%	6.53%	7.35%	6.18%	5.55%	6.06%
总资产收益率（%）	5.16%	4.85%	5.02%	5.75%	4.36%	3.76%	4.07%

观点:

- ▶ **四季度收入大幅增加，净利润受消费税基影响涨幅较小。**公司四季度销售收入 126.22 亿元，同比增加 28.59%，四季度收入增速相比 2015 年同期增加 32.19 个百分点，主要是因为 2017 年春节在 1 月比较早，而且白酒行业消费升级明显，消费者对茅台等高端白酒的需求较大。四季度公司归属股东净利润 46 亿元，同比增加 6.29%。四季度公司利润增速低于收入增速的主要原因是消费税税基的调整导致计价税增加，四季度营业税金及附加单确认 28.85 亿元，同比增长 89%。进而影响了公司 2016 年度净利润增长远低于收入增长。
- ▶ **基酒产量开始恢复，系列酒收入快速增加。**2016 年度，公司共生产茅台酒及系列酒基酒 5.99 万吨，产量增加 18%，其中茅台酒基酒 3.93 万吨，产量增加 22%，系列酒基酒 2.06 万吨，产量增加 11%，终结了基酒产量下滑的趋势。2016 年公司酒类产品销售 3.69 万吨比上年增长 34.26%。销量超预期，为 2012 年行业调整以来最佳。销量增幅高于收入的增幅，说明 2016 年吨酒价格较 2015 年有所下降，主

要原因是系列酒的收入增速为 91.36% 远高于茅台酒的收入增速 16.39%。

- **系列酒毛利率止跌回升，酒类综合毛利率有望进入上行。**公司酒类综合毛利率 91.31%，比上年减少了 0.93 个百分点。茅台酒的毛利率 93.5%，比上年同期减少了 0.12 个百分点。其他系列酒毛利率 53.55%，比上年同期增加了 0.66 个百分点。系列酒毛利率结束了 2012-2015 年连续下跌的趋势首次出现回升。并且随着茅台酒及相关纪念酒的走俏和价格的坚挺，2017 年后公司酒类综合毛利率有望进入上升区间。
- **未来供给偏紧，价格存在上调空间。**2016 年公司基酒产能恢复到 3.9 万吨，2013、2014 和 2015 年基酒产量分别为 3.85、3.87 和 3.22 万吨，分别对应 2017-2019 年的茅台产量。2016 年茅台供给严重短缺，不仅消耗了前两年的库存，并且提前一个多月执行了 2017 年的计划。可以预计茅台在未来的两年仍然不能放量，2017 年和 2016 年产量大体相当，2018 年较 2017 年也几乎没有增长。公司要求茅台价格保持在合理区间，多次强调不鼓励、不提倡过度涨价，1300 元是零售价格的底线，预期到 2019 年茅台将出现严重供不应求的局面，从 2016 年的市场表现说明消费者已经认可茅台的价格，所以在量没有增长的情况下，价格还依然会很坚挺或者可能会在 2018 年再次上调出厂价格。使在 08 年提前拨备，09 年租入干散货船业务仍存在出现亏损的可能性。
- **销售渠道利润较高，预收账款再创新高。**预收账款高达 175 亿元，继 2015 年创出 82.62 亿元的新高后，又较 2015 年增长 112.32%。当前销售渠道利润较高，目前库存较低，再加上 2015 年茅台基酒产量下滑明显，所以各级经销商加紧了囤货，打款热情很高。我们预计 2016 年末的高额预收账款在一季度将得到部分释放，公司一季度收入预计将实现高增长。
- **股权激励办法有望年内推出，管理层激励更加市场化。**2014 年 7 月控股股东茅台集团公司承诺，2017 年 12 月底之前推进制定对公司管理层和核心技术团队的股权激励办法。股权激励办法推出将会使管理层与公司利益更加一致，管理层更有做好业绩的动力。

结论：

贵州茅台 2016 年预收账款连创历史新高，预计公司 2017 年一季度业绩将实现高增长。我们认为茅台在 2017 年将处于供给偏紧的状态，并且零售价会挑战公司 1300 元的底线。预计公司 2017-2019 年归属上市公司的净利润分别为：203.58 亿元、245.79 亿元和 292.06 亿元，对应 EPS 分别为 15.49 元、18.85 元和 22.53 元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：市场竞争的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	65005	90181	107325	128466	152968	营业收入	33447	40155	46007	56009	65537
货币资金	36801	66855	80442	95050	114760	营业成本	2538	3410	4037	4915	5513
应收账款	0	0	38	46	54	营业税金及附加	3449	6509	8290	9992	11575
其他应收款	48	77	88	108	126	营业费用	1485	1681	1969	2349	2694
预付款项	1478	1046	1853	2837	3939	管理费用	3813	4187	4978	6545	7505
存货	18013	20622	21899	26664	29907	财务费用	-67	-33	-736	-875	-1045
其他流动资产	0	231	231	231	231	资产减值损失	-0.54	12.33	1.00	2.00	2.00
非流动资产合计	21297	22754	20265	17866	15467	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.87	0.00	4.00	4.00	4.00
固定资产	11416	14453	15153	13107	11061	营业利润	22159	24266	27471	33084	39297
无形资产	3582	3532	3179	2825	2472	营业外收入	4.82	8.55	6.00	8.00	6.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	162.10	316.30	150.00	100.00	100.00
资产总计	86301	112935	127590	146332	168435	利润总额	22002	23958	27327	32992	39203
流动负债合计	20052	37020	27726	30096	32820	所得税	5547	6027	6968	8413	9997
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	16455	17931	20359	24579	29206
应付账款	881	1041	498	606	680	少数股东损益	952	1212	900	900	900
预收款项	8262	17541	19381	21622	24243	归属母公司净利润	15503	16718	19459	23679	28306
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	26436	28607	29134	34609	40651
非流动负债合计	16	16	90	170	250	BPS (元)	12.34	13.31	15.49	18.85	22.53
长期借款	0	0	90	170	250	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	20067	37036	27816	30266	33070	成长能力					
少数股东权益	2308	3004	3904	4804	5704	营业收入增长	3.82%	20.06%	14.57%	21.74%	17.01%
实收资本(或股本)	1256	1256	1256	1256	1256	营业利润增长	0.25%	9.51%	13.21%	20.43%	18.78%
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	归属于母公司净利润	16.39%	7.84%	16.39%	21.69%	19.54%
未分配利润	54879	62718	70501	79973	91295	获利能力					
归属母公司股东权	63926	72894	85133	100524	118923	毛利率(%)	92.41%	91.51%	91.23%	91.22%	91.59%
负债和所有者权	86301	112935	116853	135594	157698	净利率(%)	49.20%	44.65%	44.25%	43.88%	44.56%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	17436	37451	19449	21939	28491	偿债能力					
净利润	16455	17931	20359	24579	29206	资产负债率(%)	23%	33%	24%	22%	21%
折旧摊销	4343.9	4374.4	0.00	2398.9	2398.9	流动比率	3.24	2.44	3.87	4.27	4.66
财务费用	-67	-33	-736	-875	-1045	速动比率	2.34	1.88	3.08	3.38	3.75
应收账款减少	0	0	-38	-8	-8	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1840	2240	2621	总资产周转率	0.44	0.40	0.40	0.44	0.45
投资活动现金流	-2049	-1103	173	2	2	应收账款周转率	14744	348011	2433	1336	1312
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	42.11	41.79	59.81	101.49	101.95
长期股权投资减少	0	0	29	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	0	4	4	4	每股收益(最新摊薄)	12.34	13.31	15.49	18.85	22.53
筹资活动现金流	-5588	-8335	-6035	-7333	-8782	每股净现金流(最新)	7.80	22.30	10.82	11.63	15.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	50.89	58.03	67.77	80.02	94.67
长期借款增加	0	0	90	80	80	估值比率					
普通股增加	114	0	0	0	0	P/E	32.05	29.71	25.53	20.98	17.55
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	7.77	6.81	5.84	4.94	4.18
现金净增加额	9800	28014	13587	14608	19710	EV/EBITDA	17.40	15.03	14.29	11.61	9.40

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8年食品饮料行业研究经验。2016年进入中小市值研究领域。

联系人简介

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加盟东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。