

食品饮料

2017年04月18日

贵州茅台 (600519)

——收入及利润增长已进快车道 上调目标价 重申买入

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年04月17日

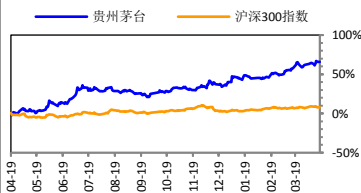
收盘价(元)	395.79
一年内最高/最低(元)	399.88/238.3
市净率	6.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	497191
上证指数/深证成指	3222.17 / 10450.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	58.03
资产负债率%	32.79
总股本/流通A股(百万)	1256/1256
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《贵州茅台(600519)点评：提前公布17Q1经营数据 收入超预期 上调目标价到450元 继续强推》 2017/02/22

《贵州茅台(600519)点评：收入大超预期 上调17-18年盈利预测》 2016/12/26

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818×010-66500561
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

事件：公司公布年报，2016年总收入401.6亿，同比增长20%，归母净利润167.2亿，同比增长7.8%，经营性现金流净额374.5亿，同比增长115%，EPS为13.31元。利润分配方案为每股派67.87元，分红率51%，与去年水平基本持平。与2016年12月公布的年报情况比，利润增速略高。单四季度收入126亿，同比增长30%，归母净利润42.5亿，同比增长4.27%。公司2017年计划收入增长15%以上(根据此前媒体报道,2017年集团预计收入增长19.5%,利润增长23.5%,公司17年投放量增加15%)。茅台酒厂(集团)承诺,2017年12月底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。

投资评级与估值：维持17-18年盈利预测,新增19年盈利预测,预测17-19年EPS为16.46、20.88、25.59元,同比增长24%、27%、23%(由于大量收入在预收款中未确认,真实业绩高于我们预测预计),考虑到3月来批价上涨超预期,带来未来更确定的出厂价提价及业绩弹性,我们上调12个月目标价到520元,对应18年报表业绩估值25x,买入评级,继续强烈推荐。今年来茅台批价上涨超预期,尤其在3月后,目前已接近1300元,根据媒体报道,公司4月来多重举措防止价格过快上涨,兼顾消费者、渠道和厂家三方利益,只有价格的理性健康上涨才能使茅台及行业取得良性和持续发展。我们看好公司的逻辑主要是:1、茅台拥有极强的品牌力,不但构筑了高壁垒,也形成了产品的稀缺性,经过本轮行业调整,茅台在行业和消费者心中的地位明显强化;2、团队优秀,茅台新任党委书记和代总经理李保芳自15年上任后,不到一年时间使茅台酒销量稳步增长,价格明显提升,基酒生产明显改善,系列酒迅速发力,已充分证明了团队驾驭市场的能力;3、茅台将引领行业进入新一轮提价周期,过去10年茅台提价CAGR接近10%,17年批价涨幅已超预期,出厂价提价时点渐近;4、相对购买力提升触发了大众消费需求,未来价格合理提升的前提下,消费升级将不断带来新增需求,销量较快增长;5、茅台是整个白酒行业真正掌握定价权的公司,且成长性、盈利能力、偿债能力等均好于国际烈酒龙头,估值应享受溢价。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	32,660	38,862	48,689	59,665	70,550
同比增长率(%)	3.44	18.99	25.29	22.54	18.24
净利润(百万元)	15,503	16,718	20,682	26,228	32,142
同比增长率(%)	1.00	7.84	23.71	26.82	22.55
每股收益(元/股)	12.34	13.31	16.46	20.88	25.59
毛利率(%)	92.2	91.2	90.7	91.1	91.7
ROE(%)	24.3	22.9	22.2	22.0	21.2
市盈率	32	30	24	19	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

茅台酒销量收入加速增长 系列酒放量。2016年茅台酒收入367亿，同比增长16.39%，销量2.29万吨，同比增长16%，吨酒价格160万，同比持平。茅台酒毛利率93.5%，略降0.1%基本持平。系列酒放量增长，公司系列酒收入21.3亿，同比增长91.86%，销量1.4万吨，同比增长82%，毛利率53.55%，同比提高0.66个百分点。基酒生产及储备方面，茅台酒产量（基酒）3.93万吨，同比增长22.17%，系列酒基酒2.06万吨。结合公司披露的产能情况，茅台酒实际产能39313吨（设计产能32592吨），16年已是满产状态。十三五规划茅台酒产量达5万吨，较目前实际产能增加1万吨（即每年约增加2000-3000吨），半成品酒库存23.63万吨（含茅台及系列酒）。

直销渠道占比提升 经销商数量增长6%。公司将销售渠道划分为直销和代理批发，16年直销收入35亿，同比增长77%，销量1983吨，15年为961吨，增量近1000吨。直销渠道毛利率93.89%，高于批发渠道的91%，直销渠道占比提高有利于提高整体毛利率水平。16年公司经销商总数为2416家，增加140家，增长6%。

预收款历史最高 收入占比为达到历史高点。公司期末预收款为175.4亿，较年初增加92.8亿，单四季度收入126亿，同比增长30%，收入释放使预收款Q4环比Q3基本持平，增加1.5亿，我们估计预收款中的三分之二为纯预收。16年预收款收入占比为43.7%，略高于2006年的历史高点，也高于2010年的40.7%。但从绝对额角度，175亿的预收款为历史最高。根据2月公告的一季度预测，17Q1公司收入增长25%，16Q4-17Q1收入增长明显加速，如果今年预收款绝对额和收入占比不再明显增加，则全年收入都将呈加速增长趋势。

消费税增加是净利率下降主因。公司16年利润增长慢于收入，净利率41.6%，同比下降4.75个百分点，毛利率91.23%，同比下降1个百分点，ROE22.9%，同比下降1.3个百分点，主要是净利率下降。但毛利率的下降主要由系列酒占比提升所致，茅台酒毛利率持平。公司16年三项费率呈稳步下降趋势。净利率下降主要受消费税增加影响，16年营业税金及附加的收入占比达到16.2%（单四季度达到22.86%），同比提高5.9个点。其中消费税51亿，同比翻倍，16H2消费税34亿（H1为16.7亿），下半年消费税收入占比为16%，上半年占比为8.9%，理论上消费税的收入占比为14%，下半年已超过该水平，我们估计为生产端给到销售公司的量大于销售公司对外销售量所致，因此未来像16H2这样的高消费税率未必可持续。

股价表现的催化剂：一批价上涨、季报超预期、国企改革

核心假设风险：经济下行影响高端酒整体需求

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	31,574	32,660	38,862	48,689	59,665	70,550
营业收入同比增长率 (yoy)	2.11%	3.44%	18.99%	-	-	-
减: 营业成本	2,339	2,538	3,410	4,542	5,305	5,839
毛利率 (%)	92.59%	92.23%	91.23%	90.70%	91.10%	91.70%
减: 营业税金及附加	2,789	3,449	6,509	7,742	9,129	10,230
主营业务利润	26,446	26,672	28,943	-	-	-
主营业务利润率 (%)	83.76%	81.67%	74.48%	-	-	-
减: 销售费用	1,675	1,485	1,681	2,434	2,804	3,104
减: 管理费用	3,378	3,813	4,187	4,869	5,967	7,055
减: 财务费用	-123	-67	-33	-23	-61	-89
经营性利润	21,516	21,442	23,108	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-0.72%	-0.35%	7.77%	-	-	-
经营性利润率 (%)	68.15%	65.65%	59.46%	-	-	-
减: 资产减值损失	0	-1	12	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	4	0	0	0	0
营业利润	22,103	22,159	24,266	29,125	36,522	44,411
加: 营业外净收入	-221	-157	-308	-311	-311	-311
利润总额	21,882	22,002	23,958	28,814	36,211	44,100
减: 所得税	5,613	5,547	6,027	7,212	9,063	11,038
净利润	16,269	16,455	17,931	21,602	27,148	33,062
少数股东损益	920	952	1,212	920	920	920
归属于母公司所有者的净利润	15,350	15,503	16,718	20,682	26,228	32,142
净利润同比增长率 (yoy)	1.41%	1.00%	7.84%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,142	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
每股收益 (元)	13.44	12.34	13.31	16.46	20.88	25.59
归属母公司所有者净利润率 (%)	48.62%	47.47%	43.02%	-	-	-
ROE	28.73%	24.25%	22.94%	22.20%	22.00%	21.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。