

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

贵州茅台(600519)

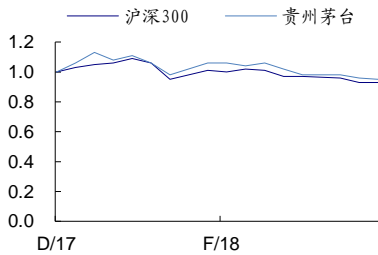
买入

2018 年一季报点评

(维持评级)

2018 年 05 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	832,269/832,269
上证综指/深圳成指	3,082/10,324
12 个月最高/最低(元)	799.06/392.08

相关研究报告:

《贵州茅台-600519-2017 年年报点评: 业绩超预期, 量价稳健, 渠道强化》——2018-03-28
 《贵州茅台-600519-2017 年三季报点评: 无敌是多么寂寞, Q3 营收创历史新高》——2017-10-26
 《贵州茅台-600519-2016 年年报点评: 茅台迎来最佳机遇期》——2017-04-17

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
联系人: 郭尉
 电话: 15210587234
 E-MAIL: guoweil1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

降费增利业绩稳健, 货量平稳景气延续

● 降费增利业绩稳健, 支付税费短期影响现金流

公司 2018 年一季度实现收入 183.95 亿元, 同增 32.21%, 归母净利润 85.07 亿元, 同增 38.93%。Q1 毛利率 91.31%同比小幅提升 0.15pct, 在年初提价、成本上升及系列酒高增长的综合影响下毛利率变动平稳。销售、管理费用率分别为 5.14%和 6.55%, 分别同比-1pct 和-1.5pct, 营业税金率 13.73%同减 0.45pcts, 消费税率在合理范围。毛利率提升、费用率下降, Q1 销售净利率 52.28%同增 3.1pcts。期末预收账款 132 亿环减 12 亿, 同减 58 亿, 主因去年备货打款提前且同期打款节奏波动导致基数较高。Q1 销售收现 194 亿元同增 11.4%, 本期实现税费同比增加及支付年初应交税金导致税费支付 140 亿元同增 88%, 应交税费期内减少 53 亿元, 该影响下 Q1 经营现金流净额 49 亿, 同减 19.21%, 但环比 17Q4 仍有改善。

● 货量平稳均价仍有空间, 系列酒高增势头强劲

Q1 酒类收入 174.53 亿元, 同增 31.22%, 茅台酒收入 157.65 亿元同增 27.5%, 18 年起茅台酒出厂价提升 9%-25%, 若按平均提价 18%计算, 吨价由去年 167 万元提升至 197 万元, 则报表发货量约 8000 吨, 考虑预收款环减 12 亿, 则实际发货量约 7700 吨较去年发货量同增近 4%, 调研显示 Q2 淡季发货情况较稳定, 预计不会出现去年同期较大波动, 且随着生肖酒等非标销售延展和直销比例提升, 均价提升幅度仍有空间。目前一批价稳定在 1500-1550 之间, 未来发货稳定投放利于渠道销售有序展开, 减少价格波动风险。18Q1 系列酒收入 16.88 亿元同增 80.5%, 系列酒借力品牌和渠道优势获爆发式增长, 18 年系列酒含税销售目标 80 亿, 并通过 2 年扩产至 5 万吨保证系列酒基酒产能。

● 强化云商战略, 规范化经销商管理, 延续景气周期

随着未来继续强化云商 2.0 战略, 直销比例提升及云商较高指导价有望抬升均价。公司进一步优化线上网络营销渠道, 携手京东加大推广酱香酒, 向阿里学习大数据建设, 上线茅台酱香酒网易购考拉海购旗舰店。近期公司亦强化对于稳定渠道价格、规范管理的态度, 继三月底明确违反规定的三种行为将被直接解除经销商合同, 4 月份对部分经销商进行处罚, 渠道管理日趋规范, 有助于白酒市场稳定增长、景气周期延续。公司茅台酒量稳价增稳健发展延续景气周期, 系列酒高增势头强劲贡献增量。预测 2018-20 年 EPS 29.06/35.53/42.70 元, 分别对应 22.8/18.6/15.5 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险因素: 行业景气度波动; 渠道拓展缓慢; 产能建设不达预期

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40155	61062	80806	98718	118387
(+/-%)	20.06%	52.07%	32.33%	22.17%	19.92%
净利润(百万元)	16718	27079	36510	44632	53641
(+/-%)	7.84%	61.97%	34.83%	22.24%	20.19%
摊薄每股收益(元)	13.31	21.56	29.06	35.53	42.70
EBIT Margin	61.6%	66.4%	63.6%	63.7%	63.8%
净资产收益率(ROE)	22.9%	29.6%	33.4%	34.0%	34.1%
市盈率(PE)	49.8	30.7	22.8	18.6	15.5
EV/EBITDA	33.7	20.7	16.1	12.9	10.5
市净率(PB)	12.3	9.8	8.2	6.8	5.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	79861	96227	116189	141317	营业收入	61062	80806	98718	118387
应收款项	1222	1539	1835	2211	营业成本	5940	8676	11270	14090
存货净额	22057	40279	40695	60535	营业税金及附加	8404	10090	12041	14090
其他流动资产	860	2045	1694	2953	销售费用	2986	3547	4142	4735
流动资产合计	104000	140091	160413	207016	管理费用	4721	6148	7321	8662
固定资产	15244	17160	17059	16958	财务费用	(60)	(100)	(100)	(100)
无形资产及其他	3459	3459	3459	3459	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(8)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	2710	0	0	0
资产总计	124959	160860	180992	227495	营业利润	38940	52345	63944	76811
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(200)	(200)	(200)	(200)
应付款项	992	1977	1880	2941	利润总额	38740	52145	63744	76611
其他流动负债	27932	42360	37544	52883	所得税费用	9734	13036	15936	19153
流动负债合计	28924	44337	39423	55824	少数股东损益	1927	2598	3176	3817
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	27079	36510	44632	53641
其他长期负债	16	16	16	16					
长期负债合计	16	16	16	16	现金流量表 (百万元)				
负债合计	28939	44353	39439	55840	净利润	27079	36510	44632	53641
少数股东权益	4568	7166	10342	14160	资产减值准备	(8)	0	0	0
股东权益	96020	116508	141554	171655	折旧摊销	1126	190	190	101
负债和股东权益总计	124959	160860	180992	227495	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(60)	(100)	(100)	(100)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(6883)	13910	(4858)	14767
每股收益	21.56	29.06	35.53	42.70	其它	903	(17354)	621	(18670)
每股红利	11.00	14.82	18.12	21.78	经营活动现金流	22157	33156	40484	49738
每股净资产	72.80	87.04	104.45	125.37	资本开支	(1125)	0	0	0
ROIC	217%	226%	220%	211%	其它投资现金流	4	(150)	(150)	(150)
ROE	30%	33%	34%	34%	投资活动现金流	(1121)	(150)	(150)	(150)
毛利率	90%	89%	88%	88%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	66%	64%	64%	64%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	68%	64%	64%	64%	支付股利、利息	(8905)	(16639)	(20372)	(24460)
收入增长	52%	32%	22%	20%	其它融资现金流	6	0	0	0
净利润增长率	50%	50%	50%	50%	融资活动现金流	(8899)	(16639)	(20372)	(24460)
资产负债率	23%	28%	22%	25%	现金净变动	12137	16367	19961	25128
息率	1.5%	2.1%	2.5%	3.0%	货币资金的期初余额	62795	79861	96227	116189
P/E	30.7	22.8	18.6	15.5	货币资金的期末余额	79861	96227	116189	141317
P/B	9.8	8.2	6.8	5.7	企业自由现金流	25803	33445	40906	50271
EV/EBITDA	20.7	16.1	12.9	10.5	权益自由现金流	25848	34931	42699	52443

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032