

2018年8月9日

顾向君

H70420@captial.com.tw

目标价(元)

850

贵州茅台(600519.SH)

BUY 买入

上半年高增长收官，看好稳健经营能力

结论与建议：

公司2018年上半年实现营收334亿，同比增38%，实现净利润157.6亿，同比增40%，EPS为12.55，毛利率为90.94%，同比上升1.32pct。二季度实现营收159.3亿，同比增46.4%，实现净利润72.6亿，同比增41.5%，毛利率为90.54%，同比上升2.8pct。2Q毛利率有较大提升，应主要受益产品提价（平均提价18%）和产品结构变化（生肖酒、定制酒等高价酒占比提升）。

- 以产品来看，上半年茅台酒营收294亿，同比增36%，系列酒营收40亿，同比增57%，2Q茅台酒营收达136亿，同比增47%，系列酒营收23亿，同比增42.8%。2Q作为传统销售淡季，除提价因素外，部分高增长推测来源于确认预收款（2Q预收款余额为99.4亿，环比下降24.5%）。量价方面，推算上半年茅台酒出货量在1.4-1.5万吨之间，吨价预计提升约20%-22%。
- 以费用来看，2Q由于推进133品牌战略和推广酱香系列酒，市场投入加大导致销售费用大福增加，同比增59.5%，受此影响，2Q费用率达14.89%，同比提升2.56pct，但从全年来看，费用率变动应可以保持平稳。
- 展望未来：1) 2017起公司预收款呈下降趋势，但这与公司调整打款发货节奏有关，当前批价维持在1750左右，显示茅台酒供需矛盾依然突出，因此无需为预收账款持续下降过度担忧，预计行业景气仍可持续。2) 短期，3Q为白酒销售旺季，参照去年同期，预计中秋、国庆假期备货期间为保证假日市场供应稳定，茅台酒有望实现一定程度放量，叠加年初产品提价，3Q有望在高基数（2017年3Q净利润yoy+138%）的情况下保持较快增长。3) 中长期，由于产能限制，茅台酒持续放量将比较困难，供需矛盾延续，后期应关注产品结构变动及产品进一步对业绩的拉动作用。
- 综上，预计2018-2019年公司分别实现净利润367亿和443亿，同比增35.5%和20.8%，EPS分别为29.21元和35.28元，当前股价对应PE分别为23倍和19倍，维持买入投资建议。
- 风险提示：行业景气不及预期，食品安全问题，限制三公消费力度扩大

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2018/8/8)	676.22
上证指数(2018/8/8)	2744.07
股价 12 个月高/低	792.26/463.4
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	8494.66
主要股东	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司 (61.99%)
每股净值(元)	74.35
股价/账面净值	9.10
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-6.0 -7.2 39.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-07-17	754.68	买入
2018-05-02	662.53	买入
2018-03-28	714.74	买入
2018-01-02	697.49	买入

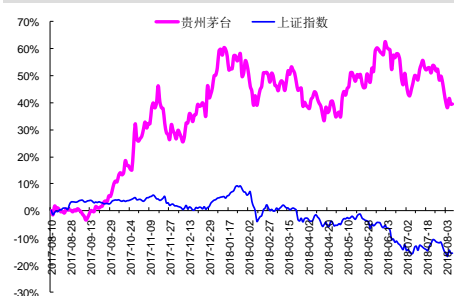
产品组合

茅台酒	89.5%
系列酒	10.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.7%
一般法人	73.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	15503	16718	27079	36699	44324
同比增减	%	1.00	7.84	61.97	35.52	20.78
每股盈余 (EPS)	RMB 元	12.34	13.31	21.56	29.21	35.28
同比增减	%	-8.18	7.84	61.97	35.52	20.78
市盈率(P/E)	X	54.79	50.81	31.37	23.15	19.17
股利 (DPS)	RMB 元	6.17	6.79	10.99	14.90	17.99
股息率 (Yield)	%	0.91	1.00	1.63	2.20	2.66

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

..... 接续下页

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业总收入	33447	40155	61063	80628	95972
经营成本	2538	3410	5940	6450	7198
营业税金及附加	3449	6509	8404	11032	13132
销售费用	1485	1681	2986	4397	5233
管理费用	3813	4187	4721	5856	6971
财务费用	-67	-33	-56	-27	-32
资产减值损失	-1	12	-8	1	-8
投资收益	4			0	0
营业利润	22159	24266	38940	52869	63470
营业外收入	5	9	12	13	13
营业外支出	162	316	212	255	116
利润总额	22002	23958	38740	52627	63368
所得税	5547	6027	9734	13275	15841
少数股东损益	952	1212	1927	2653	3203
归属于母公司所有者的净利润	15503	16718	27079	36699	44324

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	36801	66855	87869	101576	115971
应收账款	0			0	0
存货	18013	20622	22057	24263	26690
流动资产合计	65005	90181	112249	125839	142661
长期股权投资				0	0
固定资产	11416	14453	15244	16006	16807
在建工程	4895	2746	2016	2521	3151
非流动资产合计	21297	22754	22361	29069	37790
资产总计	86301	112935	134610	154908	180451
流动负债合计	20052	37020	38575	40888	44708
非流动负债合计	16	16	16	16	16
负债合计	20067	37036	38590	40903	44724
少数股东权益	2308	3004	4568	6852	10278
股东权益合计	66234	75899	96020	114005	135727
负债及股东权益合计	86301	112935	134610	154908	180451

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	17436	37451	22153	28220	33590
投资活动产生的现金流量净额	-2049	-1103	-1121	-2419	-4799
筹资活动产生的现金流量净额	-5588	-8335	-8899	-12094	-14396
现金及现金等价物净增加额	9783	28014	12133	13707	14396

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。