

贵州茅台 (600519) \ 食品饮料

——茅台酒和系列酒双轮驱动，量价成长空间良好

事件：

公司发布2018年半年度报告，2018H1实现营业收入352.51亿元，同比增长38.27%，归母净利润157.64亿元，同比增长40.12%。

投资要点：

➤ 打款发货模式改变下预收账款回落，资金周转效率提高

2018Q2公司实现营业收入168.56亿元，较2017Q2的115.81亿元收入同比增长45.55%，高于2018Q1实现的32.21%的收入增速。二季度作为白酒消费淡季，收入增速加快的原因主要在于2017年底的提价影响、非标茅台占比提高和系列酒的放量增长。除此之外，预收账款的回落也部分确认为收入。2018年二季度末公司的预收账款为99.40元，较一季度末的131.72亿元环比下降32.32亿元，自2016年底公司出台新的打款政策后，公司的预收账款呈现逐季下降的趋势，资金周转效率提高。

➤ 茅台酒和系列酒双轮驱动，产品结构持续升级

2018H1茅台酒实现营收293.83亿，系列酒实现营收39.93亿。Q1系列酒实现营收16.9亿元，Q2系列酒实现营收23亿元，在公司推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场战略的背景下，系列酒增速较快，茅台酱香系列酒与茅台酒“双轮驱动”的格局已基本形成。在系列酒产品结构中，赖茅和王子酒的占比提高，迎宾酒占比下降，结构升级带来毛利率的提高。在经销商数量方面，今年上半年，茅台经销商数量增加了250家，其中国内经销商增加236家，增加的经销商多为系列酒经销商。

➤ 终端需求旺盛，量价成长空间良好

从发货量来看，2018年春节延后，茅台为了平抑价格满足民间消费需求，在春节期间加大了市场投放量，二季度茅台的发货节奏依旧较好，上半年发货量达到约1.3亿吨。从价格角度来看，2017年12月28日，茅台的出厂价由原来的819元提高到了969元，价格上涨幅度为18%，同时非标茅台（年份酒、生肖酒、定制酒）在茅台酒的占比提升，带来了茅台吨酒价格的上扬。虽然未来茅台的终端价将保持平稳，但是出厂价仍然有提升的空间，茅台酒的量价成长空间良好。

➤ 预计下半年旺季加大发货量，坚持稳价措施

近期茅台一批价上涨，达到1600-1700元，烟酒店终端价在1700元以上，二季度云商平台升级使得消费者缺乏购买途径。公司一直把终端稳价放在重要位置，7月27日国酒茅台营销有限公司发布文件决定开展夏季消费者优惠活动，要求各省区、联谊会组织国酒茅台专卖店、特约经销商以

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：714.94元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,256/1,256
流通A股市值 (百万元)	912,552
每股净资产 (元)	79.57
资产负债率 (%)	21.77
一年内最高/最低 (元)	803.50/469.98

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

王映雪研究助理

电话：0510-85630532

邮箱：wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

1、《贵州茅台 (600519) \ 食品饮料行业》

《价值投资下的超预期高增长》

1399元/瓶价格向消费者销售普通茅台酒，各专卖店、特约经销商活动期间普通茅台酒投放量不得低于2018年6月1日至8月6日实际到货量的20%(或不低于60件)，说明公司一直高度关注渠道价格，严格把控价格红线。随着中秋国庆旺季的到来以及7月云商平台的恢复，我们认为下半年公司将加大市场投放量，坚持稳价措施。

➤ 盈利预测与估值

预计公司2018-2020年实现营业收入789.46亿元、964.97亿元和1152.64亿元，EPS为29.05元、35.67元和42.83元，对应当前股价PE倍数为23/19/16倍，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

高端白酒产能瓶颈导致放量不及预期、宏观经济下行风险

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40155.08	61062.76	78946.76	96496.74	115263.98
增长率(%)	20.06%	52.07%	29.29%	22.23%	19.45%
EBITDA(百万元)	24858.11	39806.10	50161.42	61663.19	73801.96
净利润(百万元)	16718.36	27079.36	36494.01	44809.68	53801.81
增长率(%)	7.84%	61.97%	34.77%	22.79%	20.07%
EPS(元/股)	13.309	21.557	29.051	35.671	42.829
市盈率(P/E)	51.02	31.50	23.37	19.03	15.85
市净率(P/B)	11.70	9.33	7.45	5.97	4.82
EV/EBITDA	31.89	19.47	14.99	11.79	9.38

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	66854.96	87868.87	115335.9	144984.2	185157.9	营业收入	40155.0	61062.7	78946.7	96496.7	115263.9
应收账款+票据	1035.76	1494.49	1776.82	2221.70	2554.47	营业成本	3410.10	5940.44	7712.92	8959.96	10238.64
预付账款	1046.10	790.81	1594.19	1176.42	1989.58	营业税金及附加	6508.93	8404.21	10865.6	13281.0	15864.06
存货	20622.25	22057.48	33356.87	31016.99	42543.68	营业费用	1681.05	2986.07	3860.63	4718.85	5636.60
其他	231.47	37.54	37.54	37.54	37.54	管理费用	4187.19	4720.54	7778.34	9507.48	11356.54
流动资产合计	90180.55	112249.1	152101.3	179436.8	232283.2	财务费用	-33.18	-55.72	-2029.88	-2601.03	-3299.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	12.33	-8.05	-8.05	-8.05	-8.05
固定资产	14453.18	15244.10	15252.15	17074.97	16881.38	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2745.58	2016.41	2016.41	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3531.74	3458.62	3381.03	3303.43	3225.84	其他	1169.86	2709.63	1530.85	1530.85	1530.85
其他非流动资产	2023.49	1641.81	1624.02	1606.24	1588.45	营业利润	24265.6	38940.0	52298.0	64169.3	77006.29
非流动资产合计	22753.99	22360.93	22273.60	21984.64	21695.67	营业外净收益	-307.74	-199.94	-199.94	-199.94	-199.94
资产总计	112934.5	134610.1	174374.9	201421.5	253978.9	利润总额	23957.8	38740.0	52098.0	63969.3	76806.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	6027.24	9733.65	13110.2	16097.5	19327.95
应付账款+票据	1040.61	992.06	2683.65	1586.35	3293.02	净利润	17930.6	29006.4	38987.8	47871.7	57478.41
其他	35979.82	37582.86	50058.24	46771.38	59884.07	少数股东损益	1212.28	1927.06	2493.85	3062.11	3676.59
流动负债合计	37020.43	38574.92	52741.89	48357.73	63177.09	归属于母公司净利	16718.3	27079.3	36494.0	44809.6	53801.81
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	15.57	15.57	15.57	15.57	15.57	成长能力					
非流动负债合计	15.57	15.57	15.57	15.57	15.57	营业收入	20.06%	52.07%	29.29%	22.23%	19.45%
负债合计	37036.00	38590.49	52757.46	48373.30	63192.66	EBIT	9.08%	61.68%	29.44%	22.57%	19.78%
少数股东权益	3004.41	4568.10	7061.95	10124.06	13800.65	EBITDA	9.12%	60.13%	26.01%	22.93%	19.69%
股本	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	1256.20	归属于母公司净利	1.00%	61.97%	34.77%	22.79%	20.07%
资本公积	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	1374.96	获利能力					
留存收益	70262.98	88820.36	111924.3	140292.9	174354.4	毛利率	91.51%	90.27%	90.23%	90.71%	91.12%
股东权益合计	75898.54	96019.63	121617.5	153048.2	190786.2	净利率	44.65%	47.50%	49.38%	49.61%	49.87%
负债和股东权益总	112934.5	134610.1	174374.9	201421.5	253978.9	ROE	22.94%	29.61%	31.86%	31.35%	30.40%
						ROIC	55.98%	231.64	276.91	345.78	330.55%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	32.79%	28.67%	30.26%	24.02%	24.88%
净利润	17932.51	29009.72	39137.48	48021.41	57628.03	流动比率	2.44	2.91	2.88	3.71	3.68
折旧摊销	934.19	1125.83	95.38	297.02	297.02	速动比率	1.86	2.34	2.25	3.07	3.00
财务费用	0.00	0.00	-2032.05	-2603.20	-3301.42	营运能力					
存货减少	-2608.95	-1435.23	-11299.38	2339.87	-11526.69	应收账款周转率	49.11	49.98	55.80	53.38	56.46
营运资金变动	21771.37	-6882.97	13081.26	-4411.27	13673.42	存货周转率	0.17	0.27	0.23	0.29	0.24
其它	-577.09	339.77	-8.05	-8.05	-8.05	总资产周转率	0.36	0.45	0.45	0.48	0.45
经营活动现金流	37452.04	22157.12	38974.63	43635.78	56762.31	每股指标(元)					
资本支出	1019.18	1125.02	0.00	0.00	0.00	每股收益	13.31	21.56	29.05	35.67	42.83
长期投资	88.98	17.08	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	29.81	17.64	31.03	34.74	45.19
其他	5.65	21.45	-149.62	-149.62	-149.62	每股净资产	58.03	72.80	91.19	113.78	140.89
投资活动现金流	-1102.50	-1120.65	-149.62	-149.62	-149.62	估值比率					
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	51.02	31.50	23.37	19.03	15.85
股权融资	16.00	6.00	0.00	0.00	0.00	市净率	11.70	9.33	7.45	5.97	4.82
其他	-8350.51	-8905.18	-11357.93	-13837.88	-16438.95	EV/EBITDA	31.89	19.47	14.99	11.79	9.38
筹资活动现金流	-8334.51	-8899.18	-11357.93	-13837.88	-16438.95	EV/EBIT	33.13	20.04	15.01	11.84	9.41
现金净增加额	28015.10	12137.37	27467.07	29648.28	40173.73						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810