

贵州茅台 (600519)

国改加码，促市场与国有关系良性循环，业绩高弹性

事件：贵州茅台发布关于修改《公司章程》的公告，核心健全党组织建设，加强党的领导，提高决策科学性。

点评：

国企改革持续推进，促市场化与国有关系良性循环。本次章程的修改加强了对党组织的建设，强化了党的领导与纪律检查，有助于充分发挥党组织对国有企业的领导核心与政治核心作用，是国企改革的重要推进与深化。茅台国有持股比例达 61.99%，是把市场化和国有关系处理融洽的代表企业之一，此次修改为茅台全面贯彻执行党的路线方针政策、国家法律法规和上级重要决定带来重要战略指导与推力，将进一步促进市场与国有关系的良性循环。此外，股东大会就选举董事、监事进行表决时，实行累积投票制，将有效限制大股东对董事、监事选举过程的绝对控制力，进一步强化选举的公平性，为股东大会结构的愈加完善助力。

新一轮改革启航，促价格、供需优化。目前，茅台出厂价、零售价分别为 969 元、1499 元，一批价在 1600-1700 元之间，在公司控价策略下，批价较平稳。2017 年茅台酒投放量约 2.7 万吨，供给严重不足，2018 年 2.8 万吨几乎无增长的投放量计划，使得供需矛盾亟待解决。章程的修改意味着新一轮改革的开始，未来茅台有望解决价格体系、供需矛盾等问题，进一步提升营收及市场占有率水平。

真实需求回归+渠道布局，促盈利上台阶。消费升级背景下，消费结构以大众需求为主，结构更加良性。茅台酒的真实需求回归，叠加国企改革推进的价格体系以及供需矛盾的解决，茅台业绩有望持续亮眼。目前茅台渠道毛利率稳定在 90%左右，使得经销商利润更加可控，有助于公司进一步加强对渠道的管控。18 年 H1 茅台直销收入达 25.78 亿元，同比增加超 5%。公司提高“云商”平台的放量标准，出货量由原来的 30%提升至 40%，未来有望进一步加大放量力度，有助于整合线上线下资源，发掘新的市场空间。茅台酒、系列酒的毛利率均较高，分别达 92.82%、62.75%。随着茅台需求回归以及市场的拓展，公司盈利将更上一层楼，巩固和提升茅台酒世界蒸馏酒第一品牌地位。

海外布局，催生业绩亮点。当前，集团营收以及毛利主要来自国内，海外占比均不足 4%。随着集团覆盖亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、南部非洲及中国重要口岸的免税市场的国际化营销网络的逐步形成，2020 年海外销量占比达到 10%以上战略目标的实施，叠加海外市场高达 88.11%的毛利率，将为茅台业绩带来新的亮点。

盈利预测：鉴于公司中报公布的预收账款有所下行以及公司未来较为谨慎的提价策略，我们将 18-19 年营收增速由 40%、30%，下调至 29%、15%，净利润增速由 40%、30%，下调至 34%、20%，2020 年营收增速 18%，净利润增速 19%。公司 18-20 年收入分别为 790、908、1073 亿元，净利润分别为 364、435、519 亿元，EPS 分别为 28.98、34.64、41.35 元。

风险提示：食品安全问题，改革不达预期，海外布局不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40,155.08	61,062.76	78,957.86	90,773.81	107,304.15
增长率(%)	20.06	52.07	29.31	14.96	18.21
EBITDA(百万元)	25,278.67	40,135.12	52,852.62	63,142.21	74,903.12
净利润(百万元)	16,718.36	27,079.36	36,398.88	43,520.67	51,947.49
增长率(%)	7.84	61.97	34.42	19.57	19.36
EPS(元/股)	13.31	21.56	28.98	34.64	41.35
市盈率(P/E)	48.53	29.96	22.29	18.64	15.62
市净率(P/B)	11.13	8.87	7.46	6.23	5.21
市销率(P/S)	20.20	13.29	10.27	8.94	7.56
EV/EBITDA	14.00	19.71	13.40	10.84	9.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	666.70 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.20
流通 A 股股本(百万股)	1,256.20
A 股总市值(百万元)	837,507.07
流通 A 股市值(百万元)	837,507.07
每股净资产(元)	74.35
资产负债率(%)	25.72
一年内最高/最低(元)	803.50/490.14

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

刘宸倩 联系人
liuchenqian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《贵州茅台-公司点评:提价验证全面市场化和需求旺盛，继续战略推荐》2017-12-29
- 《贵州茅台-季报点评:业绩增长超预期，继续强烈看好，目标价 800 元》2017-10-27
- 《贵州茅台-半年报点评:茅台无淡季，后程更发力——茅台半年略超预期》2017-07-28



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	66,854.96	87,868.87	108,180.75	134,921.00	140,630.88
应收账款	77.23	31.32	203.00	35.29	228.34
预付账款	1,046.10	790.81	36.35	1,861.01	2,017.36
存货	20,622.25	22,057.48	9,444.82	18,514.14	45,277.10
其他	1,580.01	1,500.70	14,396.57	7,438.49	6,998.81
流动资产合计	90,180.55	112,249.19	132,261.49	162,769.93	195,152.50
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	14,453.18	15,244.10	16,047.67	16,730.43	17,120.69
在建工程	2,745.58	2,016.41	2,409.84	2,345.91	2,007.54
无形资产	3,531.74	3,458.62	3,378.94	3,299.26	3,219.58
其他	1,962.66	1,608.66	1,631.11	1,714.10	1,631.35
非流动资产合计	22,693.16	22,327.78	23,467.57	24,089.70	23,979.16
资产总计	112,934.54	134,610.12	155,766.89	186,903.56	219,169.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,765.25	4,032.00	644.76	3,271.78	4,818.61
其他	34,255.18	34,542.92	39,363.47	43,479.51	45,116.68
流动负债合计	37,020.43	38,574.92	40,008.23	46,751.28	49,935.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	15.57	15.57	15.57	15.57	15.57
非流动负债合计	15.57	15.57	15.57	15.57	15.57
负债合计	37,036.00	38,590.49	40,023.80	46,766.85	49,950.86
少数股东权益	3,004.41	4,568.10	6,931.08	9,955.33	13,513.60
股本	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20	1,256.20
资本公积	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96	1,374.96
留存收益	71,228.42	89,601.87	107,555.80	128,925.18	154,449.30
其他	(965.45)	(781.51)	(1,374.96)	(1,374.96)	(1,374.96)
股东权益合计	75,898.54	96,019.63	115,743.09	140,136.71	169,219.10
负债和股东权益总	112,934.54	134,610.12	155,766.89	186,903.56	219,169.96

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	17,930.64	29,006.42	36,398.88	43,520.67	51,947.49
折旧摊销	934.19	1,125.83	882.67	960.86	1,027.78
财务费用	0.00	0.00	(100.00)	(190.00)	(430.00)
投资损失	0.00	0.00	(1.29)	(1.93)	(1.93)
营运资金变动	25,123.25	(4,091.37)	1,710.43	2,891.88	(23,405.93)
其它	(6,536.84)	(3,887.86)	2,487.35	3,075.50	3,639.14
经营活动现金流	37,451.25	22,153.04	41,378.03	50,256.98	32,776.55
资本支出	1,759.17	1,104.20	2,000.00	1,500.00	1,000.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,861.68)	(2,224.85)	(4,003.39)	(3,004.17)	(1,992.43)
投资活动现金流	(1,102.50)	(1,120.65)	(2,003.39)	(1,504.17)	(992.43)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	237.37	239.66	(493.46)	190.00	430.00
其他	(8,571.88)	(9,138.84)	(18,569.31)	(22,202.55)	(26,504.24)
筹资活动现金流	(8,334.51)	(8,899.18)	(19,062.76)	(22,012.55)	(26,074.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	28,014.24	12,133.21	20,311.88	26,740.25	5,709.88

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	40,155.08	61,062.76	78,957.86	90,773.81	107,304.15
营业成本	3,410.10	5,940.44	899.13	2,890.44	6,170.49
营业税金及附加	6,508.93	8,404.21	12,187.89	11,982.14	13,949.54
营业费用	1,681.05	2,986.07	4,619.04	4,093.90	4,721.38
管理费用	4,187.19	4,720.54	9,277.55	9,622.02	8,584.33
财务费用	(33.18)	(55.72)	(100.00)	(190.00)	(430.00)
资产减值损失	12.33	(8.05)	5.60	5.90	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	1.29	1.93	1.93
其他	123.03	135.26	(2.58)	(3.87)	(3.87)
营业利润	24,265.63	38,940.01	52,069.95	62,371.34	74,305.34
营业外收入	8.55	12.20	8.53	9.76	10.16
营业外支出	316.30	212.14	230.18	252.87	200.00
利润总额	23,957.88	38,740.07	51,848.30	62,128.23	74,115.50
所得税	6,027.24	9,733.65	12,962.07	15,532.06	18,528.88
净利润	17,930.64	29,006.42	38,886.22	46,596.17	55,586.63
少数股东损益	1,212.28	1,927.06	2,487.35	3,075.50	3,639.14
归属于母公司净利润	16,718.36	27,079.36	36,398.88	43,520.67	51,947.49
每股收益(元)	13.31	21.56	28.98	34.64	41.35

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	20.06%	52.07%	29.31%	14.96%	18.21%
营业利润	9.51%	60.47%	33.72%	19.78%	19.13%
归属于母公司净利润	7.84%	61.97%	34.42%	19.57%	19.36%
获利能力					
毛利率	91.51%	90.27%	98.86%	96.82%	94.25%
净利率	41.63%	44.35%	46.10%	47.94%	48.41%
ROE	22.94%	29.61%	33.45%	33.43%	33.36%
ROIC	64.70%	414.73%	598.83%	791.33%	1602.43%
偿债能力					
资产负债率	32.79%	28.67%	25.69%	25.02%	22.79%
净负债率	-22.05%	-31.06%	-42.58%	-48.64%	-52.09%
流动比率	2.44	2.91	3.31	3.48	3.91
速动比率	1.88	2.34	3.07	3.09	3.00
营运能力					
应收账款周转率	639.02	1,125.05	673.91	761.88	814.05
存货周转率	2.08	2.86	5.01	6.49	3.36
总资产周转率	0.40	0.49	0.54	0.53	0.53
每股指标(元)					
每股收益	13.31	21.56	28.98	34.64	41.35
每股经营现金流	29.81	17.63	32.94	40.01	26.09
每股净资产	58.03	72.80	86.62	103.63	123.95
估值比率					
市盈率	48.53	29.96	22.29	18.64	15.62
市净率	11.13	8.87	7.46	6.23	5.21
EV/EBITDA	14.00	19.71	13.40	10.84	9.11
EV/EBIT	14.53	20.28	13.63	11.01	9.24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com