

2018年11月1日

顾向君

H70420@captial.com.tw

目标价(元)

650

# 贵州茅台(600519.SH)

BUY 买入

## 3Q 出货下降使业绩承压，卖方市场延续不改长期逻辑

### 结论与建议：

公司 1-3 季度实现营收 522 亿，同比增 23%，实现净利润 247 亿，同比增 24%，毛利率为 91.42%，同比上升 1.2 个百分点，主要受益提价和产品结构改善。

分季度看，3Q 单季度实现营收 188 亿，同比增 3.2%，实现净利润 89.7 亿，同比增 2.71%，毛利率为 91.45%，同比上升 1.1 个百分点。3Q 业绩不及预期，主要由于：1) 去年 Q3 放量使单季度业绩同比增 138%，为历年最高，抬高可比基数，2) 今年茅台酒三季度发货量同比减少，3) 宏观经济波动使系列酒增速放缓所致。

- 以经营资料看，1-3Q 茅台酒实现营收 463 亿，同比增 20%，全年出货量预计已达计画量 80% 左右，系列酒营收 59.3 亿，同比增 47.65%，高增长延续。单季度看，推算茅台酒销量约 0.84 万吨（其中，中秋国庆供货约 0.7 万吨），同比下降 17.65% 左右，但受益年初产品提价，3 季度茅台酒实现营收 168.82 亿，同比增 0.63%，系列酒实现营收 19.4 亿，同比增 32%，增速较上半年放缓。

- 费用端，1-3Q 销售期间费用率为 12.5%，同比略上升 0.6 个百分点，主要由于推进“133”品牌战略及酱香系列酒“5+5”市场策略，导致增加市场投入，销售费用同比增 43.87%。

- 预收款方面，中秋国庆备货期间公司放宽打款要求，即允许经销商以季度为单位打款并加快整体的发货节奏（此前为按月打款），为此预收款在三季末环比上升 12% 至 111.68 亿，表明需求增长相对稳健。

- 展望未来：当前茅台酒依旧处于卖方市场，批价亦高居不下，供需矛盾突出，产能限制依旧是茅台面临的重要问题。由于 2015 年产出基酒数量滑坡，因此对应 2019 年茅台酒产量将收缩，受宏观经济及政策影响，进一步提升出厂价或存在阻力，但亦不排除其可能性。另一方面，茅台计画于年底左右推出主打婚宴市场的新品，结合系列酒、生肖酒、定制酒等产品来看，产品组合不断丰富，一定程度可缓和供需矛盾，并优化产品结构。从长期来看，茅台已启动产能扩建，有望一定程度改善产能瓶颈，长期仍有潜力。

- 综上，下调此前盈利预测，预计 2018-2019 年公司将分别实现净利润 348 亿、396 亿，分别同比增 28.6% 和 14%，EPS 分别为 27.72 元和 31.55 元，当前股价对应 PE 分别为 20 倍和 17 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  
..... 接续下页 .....

### 公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2018/10/31)	548.90
上证指数(2018/10/31)	2602.78
股价 12 个月高/低	792.26/509.02
总发行股数(百万)	1256.20
A 股数(百万)	1256.20
A 市值(亿元)	6895.27
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)	81.49
股价/账面净值	6.74
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-24.3 -19.2 -10.6

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-08-09	676.22	买入
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

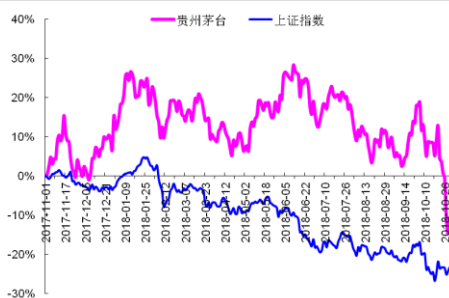
### 产品组合

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	34822	39628
同比增减	%	1.00	7.84	61.97	28.59	13.80
每股盈余 (EPS)	RMB 元	12.34	13.31	21.56	27.72	31.55
同比增减	%	-8.18	7.84	61.97	28.59	13.80
市盈率(P/E)	X	44.48	41.24	25.46	19.80	17.40
股利 (DPS)	RMB 元	6.17	6.79	10.99	14.14	16.09
股息率 (Yield)	%	1.12	1.24	2.00	2.58	2.93

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

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

中性 Neutral (10% &gt; ER &gt; -10%)

卖出 Sell (-30% &lt; 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	77998	87568
经营成本	2538	3410	5940	6786	7181
营业税金及附加	3449	6509	8404	10607	12046
销售费用	1485	1681	2986	4246	4712
管理费用	3813	4187	4721	5922	6701
财务费用	-67	-33	-56	-27	-31
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	50359	56958
营业外收入	5	9	12	13	13
营业外支出	162	316	212	301	162
利润总额	22002	23958	38740	50071	56810
所得税	5547	6027	9734	12629	14201
少数股东损益	952	1212	1927	2619	2980
归属于母公司所有者的净利润	15503	16718	27079	34822	39628

## 附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	36801	66855	87869	101129	114264
应收账款	0			0	0
存货	18013	20622	22057	24263	26690
流动资产合计	65005	90181	112249	125392	140953
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	154461	178743
流动负债合计	20052	37020	38575	41360	46221
非流动负债合计	16	16	16	16	16
负债合计	20067	37036	38590	41376	46237
少数股东权益	2308	3004	4568	6852	10278
股东权益合计	66234	75899	96020	113085	132507
负债及股东权益合计	86301	112935	134610	154461	178743

## 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	27299	30649
投资活动产生的现金流量净额	-2049	-1103	-1121	-2340	-4378
筹资活动产生的现金流量净额	-5588	-8335	-8899	-11700	-13135
现金及现金等价物净增加额	9783	28014	12133	13260	13135

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使用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。