600519.SH

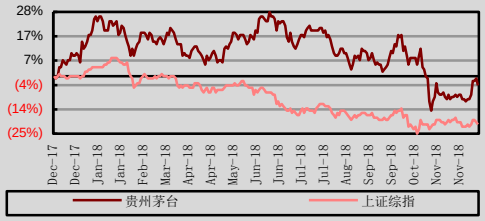
买入

原评级: 买入
市场价格:人民币 591.80
板块评级: 强于大市

本报告要点

- 贵州茅台跟踪点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(14.7)	4.6	(8.1)	(4.0)
相对上证指数	7.5	6.6	(4.9)	16.9

发行股数(百万)	1,256
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	743,418
3 个月日均交易额(人民币 百万)	3,125
净负债比率(%)(2018E)	(97)
主要股东(%)	
中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	62

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2018 年 12 月 6 日收市价为标准

相关研究报告

《贵州茅台 3 季报点评：高基数是营收增速回落的主因，预计 4 季度将回升》 20181029

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮
86755-82560506
weiliang.tang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

贵州茅台

三个关键问题—提价、内部整治、季度业绩

我们认为茅台 4 季度业绩有望明显回升，内部整治有助于渠道利润回流，可能推动 19 年业绩超预期，维持*买入*的评级，预计 18-19 年 EPS 27.33、33.53 元，同比增 27%、23%。

支撑评级的要点

- **19 年存在继续提价的可能。**茅台近期不提价的表态，导致市场对 19 年提价的预期较低。分析历史上茅台高管讲话与提价时点之间的关系，并结合最新的供需情况和渠道利润判断，我们认为虽然茅台短期不会提价，但 2019 年仍有较大的概率提价，时点或在 2 季度。茅台有能力在提出厂价时，稳定终端价，确保不会产生负面的社会影响。

- **内部整治有助于渠道利润回流。**纵向和横向对比来看，茅台的渠道利润偏高。根据我们测算，自 08 年至今，茅台一批商毛利率的历史中枢为 20%，当前一批商毛利率超过 40%。对比五粮液一批商单瓶 20-30 元的利润，茅台 700 元的利润也偏高。近期茅台人事持续变动，公司内部开展专项整治活动，努力营造风清气正的营销环境。我们认为茅台内部整治有助于渠道利润回流，19 年业绩有望超市场预期。

- **4 季度业绩增速有望明显回升。**市场对茅台 4 季度业绩分歧较大，一方面 3 季度业绩低于预期，基本面担忧加剧，另一方面茅台年初规划较低，不过我们认为 4 季度不必悲观。高基数是 3 季度增速回落的主因。参考 16-17 年历史数据，最终收入均远超年初规划，并无需与计划匹配。预计 4 季度茅台酒市场投放量较大，且公司业绩释放动力较强。

评级面临的主要风险

- 渠道库存超预期，市场风格切换。

估值

- 我们认为茅台 4 季度业绩有望明显回升，内部整治有助于渠道利润回流，可能推动 19 年业绩超预期，维持*买入*的评级，预计 18-19 年 EPS 27.33、33.53 元，同比增 27%、23%。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	38,862	58,218	73,653	89,895	108,324
变动(%)	16	50	27	22	21
净利润(人民币 百万)	16,718	27,079	34,332	42,115	51,411
全面摊薄每股收益(人民币)	13.309	21.557	27.330	33.526	40.926
变动(%)	7.8	62.0	26.8	22.7	22.1
全面摊薄市盈率(倍)	44.5	27.5	21.7	17.7	14.5
价格/每股现金流量(倍)	18.6	24.8	17.1	14.8	12.2
每股现金流量(人民币)	31.75	23.84	34.59	40.01	48.35
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	17.6	13.2	10.1	7.9
每股股息(人民币)	6.647	7.089	10.932	13.410	16.370
股息率(%)	1.1	1.2	1.8	2.3	2.8

资料来源：公司数据及中银证券预测

19 年存在继续提价的可能

茅台近期不提价的表态，导致市场对 19 年提价的预期较低。贵州茅台于 11 月 9 日召开了 2018 年海外经销商大会，董事长就市场关注的提价表态："今年和今后一段时间茅台酒和系列酒的出厂价不会再作调整"。

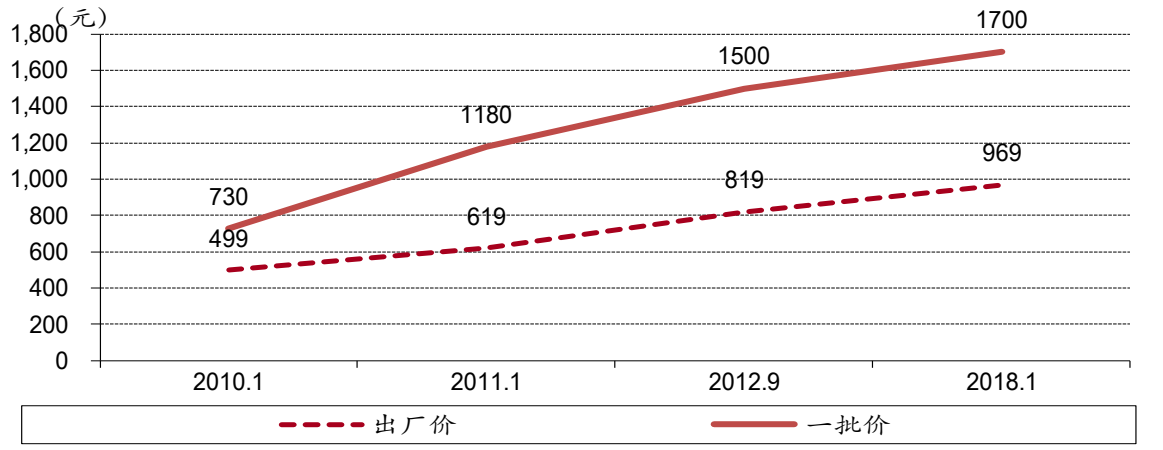
分析历史上茅台高管讲话与提价之间的关系，高管做了不提价的表述后，随后一年内提价的现象也有发生。根据华夏酒报新闻，10 年 8 月，季克良表示："目前茅台酒厂不会由于市场价的波动而提高出厂价"，11 年 1 月茅台提价。17 年 5 月，李保芳在股东大会上表示，"茅台要兼顾经销商、消费者和股东各方利益，出厂价 819 元预计今年不会调整，保证经销商有合理的利润"，18 年 1 月提价。11 月份董事长表态不提价的时间区间是"今年和今后一段时间"，而非明年不提价。

如果渠道价差大、批价未回落，茅台有动力提价。09 年至 12 年，白酒行业处于景气向上周期，渠道价差持续扩大，期间提价共计 3 次。12 年至 16 年，受外部环境影响，行业进入调整期，批价持续回落，出厂价维持 819 元。随着行业复苏和进销价差重新扩大，17 年底提价 18%。现阶段进销价差超过 700 元，明显高于同类竞品。我们认为 19 年行业虽然有可能降速，但可以实现增长，同时作为中国第一品牌，茅台享受品牌集中度提升的趋势，一批价将稳中有升。

茅台有能力在提出厂价时，稳定终端价，确保不产生负面的社会影响。一方面提价时加大市场投放量，另一方面由于公司对经销商的管控能力强，可以要求一批商不留库存，保证市场供应充足。由于渠道价差高，茅台一批商对外出货价与进货成本无关。如果避开春节的敏感时点，同时公司把握好产品投放节奏，稳定产品终端价格，不会造成负面的社会舆论压力。

分析历史上茅台高管讲话与提价时点之间的关系，并结合最新的供需情况和渠道利润判断，我们认为虽然茅台短期不会提价，但 2019 年仍有较大的概率提价，时点或在 2 季度。

图表 1. 茅台出厂价及一批价



资料来源：万得数据及中银证券

内部整治有助于渠道利润回流

纵向和横向对比来看，当前茅台的渠道利润偏高。根据我们测算的渠道利差，自 08 年至今，茅台一批商毛利率的历史中枢为 20%，当前一批商毛利率超过 40%。对比五粮液一批商单瓶 20-30 元的利润，茅台 700 元的利润也偏高。

茅台内部整治有助于渠道利润回流，可能推动 19 年业绩超预期。近期茅台人事持续变动，11 月初空降的李静仁出任茅台集团副总经理、总会计师，茅台酒股份公司副总经理、销售公司董事长王崇琳调离茅台。11 月 19 日，王晓维担任茅台酒销售公司党委书记、董事长，陈华任茅台集团电商公司工作组组长。此外，根据酒业家新闻报道，公司自 11 月 22 日将开展专项整治活动，努力营造风清气正的营销环境。茅台酒当前渠道利润偏高，内部整治有助于渠道利润回流，通过产品提价或提升直销占比来实现。

4 季度业绩增速有望明显回升

市场对茅台 4 季度业绩分歧较大，一方面 3 季度业绩低于预期，基本面担忧加剧，另一方面茅台年初规划较低，不过我们认为 4 季度不必悲观。（1）18 年 3 季度茅台营收降速至 3%，我们在 3 季报点评中已经谈过，茅台实际需求并不差，高基数是增速回落的主因，17 年 3 季度集中发货，收入占全年比重高达 32%，而 2014 年至 2016 年分别为 23%、23%、22%，18 年 3 季度向正常比例回归。（2）根据茅台年报规划，18 年营收计划增 15%左右，如果按这个规划推进，那么 4 季度业绩可能下滑。据财联社，茅台副总 12 月 5 日在 2018 中国企业家博鳌论坛上发言表示，集团有望完成 900 亿的销售目标，若按集团 900 亿（含税）推算，4Q18 增速也可能明显放缓。不过参考 16-17 年历史数据，最终收入均远超年初规划，并无需与计划匹配。

预计 4 季度茅台酒市场投放量较大。（1）从 3 季度预收款变化情况推断，可能部分收入延迟至 4 季度确认，根据微酒 8 月份的新闻，12 月可能提前执行 2019 年 1-2 月计划。（2）根据茅台时空消息，茅台于 11 月 30 日下发《关于贵州茅台酒部分纪念产品销售的通知》，将向专卖店和特约经销商限量投放生肖酒和精品酒，且此次投放的产品均不占用 2018 年度茅台酒合同计划。按照媒体披露的数据推算，预计将新增非标茅台 500-1,000 吨。

我们判断 4 季度公司业绩释放动力较强。3 季报之后股价大幅回调，公司发了生产经营公告，表示销售正常，内外部经营环境未发生重大变化，有望超额完成年度计划。据公司官网新闻，11 月 9 日海外经销商大会上，茅台董事长再次强调，实际结果将超过计划、超出预期，提出了“能快则快、不留余地、不留退路”的原则。从公告和高管表态来看，公司有较强的动力做好 4 季度业绩，增速环比 3 季度有望明显回升。

盈利预测与投资评级

我们认为茅台 4 季度业绩有望明显回升，内部整治有助于渠道利润回流，可能推动 19 年业绩超预期，维持***买入***的评级，预计 18-19 年 EPS 27.33、33.53 元，同比增 27%、23%。

风险提示

渠道库存超预期，市场风格切换。

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	**38,862**	**58,218**	**73,653**	**89,895**	**108,324**
销售成本	(3,410)	(5,940)	(6,842)	(7,611)	(9,150)
经营费用	(11,466)	(14,987)	(19,144)	(23,278)	(28,185)
息税折旧前利润	**23,986**	**37,290**	**47,667**	**59,006**	**70,989**
折旧及摊销	923	1,116	1,296	1,492	1,665
经营利润 (息税前利润)	**23,063**	**36,175**	**46,370**	**57,514**	**69,324**
净利息收入/(费用)	33	56	102	131	165
其他收益/(损失)	(308)	(200)	(200)	(200)	(200)
税前利润	**23,958**	**38,740**	**49,221**	**60,379**	**73,707**
所得税	(6,027)	(9,734)	(12,305)	(15,095)	(18,427)
少数股东权益	(1,212)	(1,927)	(2,584)	(3,170)	(3,870)
净利润	**16,718**	**27,079**	**34,332**	**42,115**	**51,411**
核心净利润	**16,718**	**27,079**	**34,332**	**42,115**	**51,411**
每股收益 (人民币)	13.309	21.557	27.330	33.526	40.926
核心每股收益 (人民币)	13.309	21.557	27.330	33.526	40.926
每股股息 (人民币)	6.647	7.089	10.932	13.410	16.370
收入增长(%)	16	50	27	22	21
息税前利润增长(%)	4	57	28	24	21
息税折旧前利润增长(%)	4	55	28	24	20
每股收益增长(%)	8	62	27	23	22
核心每股收益增长(%)	8	62	27	23	22

资料来源：公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	68,663	88,939	116,681	148,032	186,114
应收帐款	895	1,253	1,511	1,845	2,223
库存	20,622	22,057	25,405	28,261	33,974
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	**90,181**	**112,249**	**143,597**	**178,137**	**222,311**
固定资产	17,199	17,261	18,226	19,268	20,209
无形资产	3,532	3,459	3,286	3,113	2,940
其他长期资产	2,023	1,642	1,642	1,642	1,642
长期资产总计	**22,754**	**22,361**	**23,153**	**24,023**	**24,790**
总资产	**112,935**	**134,610**	**166,750**	**202,160**	**247,102**
应付帐款	1,041	992	1,143	1,271	1,528
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	35,980	37,583	47,239	55,124	66,365
流动负债总计	**37,020**	**38,575**	**48,381**	**56,395**	**67,893**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	16	16	16	16
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
储备	71,638	90,195	110,794	136,063	166,910
股东权益	**72,894**	**91,452**	**112,051**	**137,319**	**168,166**
少数股东权益	3,004	4,568	6,302	8,430	11,027
总负债及权益	**112,935**	**134,610**	**166,750**	**202,160**	**247,102**
每股帐面价值 (人民币)	58.03	72.80	89.20	109.31	133.87
每股有形资产 (人民币)	55.22	70.05	86.58	106.84	131.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(53.22)	(69.95)	(91.81)	(116.53)	(146.57)

资料来源：公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	23,958	38,740	49,221	60,379	73,707
折旧与摊销	923	1,116	1,296	1,492	1,665
净利息费用	(33)	(56)	(51)	(65)	(83)
运营资本变动	7,733	(358)	(258)	(333)	(378)
税金	(8,452)	(13,588)	(17,474	(21,435	(26,166
其他经营现金流	15,761	4,097	10,718	10,228	11,998
经营活动产生的现金流	**39,890**	**29,951**	**43,453**	**50,266**	**60,743**
购买固定资产净值	(1,019)	(1,125)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
投资减少/增加	621	(382)	0	0	0
其他投资现金流	8	812	(762)	(867)	(934)
投资活动产生的现金流	**(390)**	**(694)**	**(2,262)**	**(2,367)**	**(2,434)**
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	7,255	9,567	0	0	0
支付股息	(8,351)	(8,905)	(13,733	(16,846	(20,564
其他融资现金流	(8,351)	(8,905)	0	0	0
融资活动产生的现金流	**(9,446)**	**(8,243)**	**(13,733**	**(16,846**	**(20,564**
现金变动	30,054	21,014	27,458	31,053	37,744
期初现金	36,801	66,855	87,869	115,327	146,38
公司自由现金流	39,500	29,257	41,191	47,898	58,308
权益自由现金流	46,722	38,769	41,140	47,833	58,226

资料来源：公司数据及中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	61.7	64.1	64.7	65.6	65.5
息税前利润率(%)	59.3	62.1	63.0	64.0	64.0
税前利润率(%)	61.6	66.5	66.8	67.2	68.0
净利率(%)	43.0	46.5	46.6	46.8	47.5
流动性					
流动比率(倍)	2.4	2.9	3.0	3.2	3.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	2.3	2.4	2.7	2.8
估值					
市盈率 (倍)	44.5	27.5	21.7	17.7	14.5
核心业务市盈率(倍)	44.5	27.5	21.7	17.7	14.5
市净率 (倍)	10.2	8.1	6.6	5.4	4.4
价格/现金流 (倍)	18.6	24.8	17.1	14.8	12.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.2	17.6	13.2	10.1	7.9
周转率					
存货周转天数	181.4	133.8	117.6	108.9	104.9
应收帐款周转天数	44.7	6.7	6.8	6.8	6.9
应付帐款周转天数	9.0	6.4	5.3	4.9	4.7
回报率					
股息支付率(%)	49.9	32.9	40.0	40.0	40.0
净资产收益率 (%)	24.4	33.0	33.7	33.8	33.7
资产收益率 (%)	17.3	21.9	23.1	23.4	23.1
已运用资本收益率(%)	32.5	42.1	43.3	43.6	42.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371