

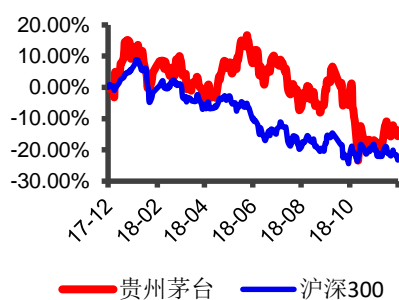
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	574.50
52周最高(元)	792.26
52周最低(元)	509.02
总市值(亿元)	7217
流通市值(亿元)	7217
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
SAC 执业证书编号：S1340118070002
Email: gaohe@postoa.com.cn
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

贵州茅台(600519.SH)：白酒龙头增长稳定，毛利率高位可持续 2018-8-6

贵州茅台(600519.SH)：

茅台酒成功的秘诀-塑品牌、重渠道、传工艺

核心观点：

● **成长迅速，酒行业巨头诞生**

贵州茅台酒逐步成长为白酒龙头，市场占有率提升明显。2001年白酒产量420.2万吨，2017年白酒产量1198.1万吨，市场扩容了185%，年复合增长率3.92%。同期贵州茅台的产量由8610吨增至63787.61吨，增长6.4倍，市场占有率明显提升，营收由16.18亿元增至610.62亿元，增长了36.7倍。我们归结茅台成功的原因在于“塑品牌、重渠道、传工艺”。

● **塑品牌-从简单的广告促销到形成历史文化**

在品牌文化和宣传投放方面，贵州茅台做足了功夫。茅台是好酒，但好酒不怕巷子深的理论并不适用于茅台，因为贵州茅台在宣传上下足了功夫。从巴拿马金奖到国内的大小奖项，从毛主席批示何不搞它个一万吨到今日的国酒之争，茅台酒总能在出现在历史中，并为人所津津乐道。早期茅台通过报纸、海报、电视等途径进行广告，而近年来茅台通过与历史、人物等绑定进行推广，已经超出了简单的广告效果，形成了品牌文化、品牌历史。

● **重渠道-丰厚的利润提高经销商热情**

白酒的销售离不开渠道，酒企的繁荣离不开渠道。茅台十分重视销售渠道建设，让批发商和经销商有钱赚，从而形成良性循环，是茅台一直以来的行动方针。按照定价销售，经销商依旧可获得不错的利润，我们测算茅台渠道的瓶酒售价净利润率超20%，对经销商有很大的吸引力。在供不应求的背景下，渠道对茅台信心十足，以至于市场上很多人把茅台缺货的矛头指向了经销商的囤货行为。

● **传工艺-制造不可复制**

茅台酒具有特定的生产工艺，与酿酒的环境有关，更与酿酒的人有关。茅台镇处于亚热带气候，地处特殊的低热河谷地带，地理风貌、赤水河水、特殊的土壤，适合微生物的繁衍，同时茅台镇千百年

以来的酿酒活动培育了特殊的微生物环境，这些独特的微生物是酿造茅台酒的重要因素。如果离开了茅台镇，茅台酒中的某些香味成分就无法产生，是茅台无法异地复制的重要原因。历史上不管是官方还是民间企图复制茅台酒生产的，都以失败告终，只有贵州茅台产出的才叫茅台酒。

● 盈利预测与投资评级

茅台形成了独特的高端酒文化，生产工艺不可复制，在利益的诱导下，渠道控制力极强。当下，有酒有茅台，产出不愁卖，值得推荐。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 28.04 元、33.54 元和 40.11 元，对应的动态市盈率分别为 20.49 倍、17.13 倍和 14.32 倍。给予“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

酒文化受到意外冲击；经济下行严重，压制高端酒销量。

盈利预测

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿)	582.18	733.55	880.26	1056.31
增长率	49.81%	26.00%	20.00%	20.00%
归母净利润 (亿)	290.07	378.07	452.20	540.70
增长率	49.24%	30.34%	19.61%	19.57%
EPS (元)	21.56	28.04	33.54	40.11
PE	26.65	20.49	17.13	14.32

数据来源：贵州茅台公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行业或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。