

贵州茅台 (600519)

计划增量超预期，结构提价可期待

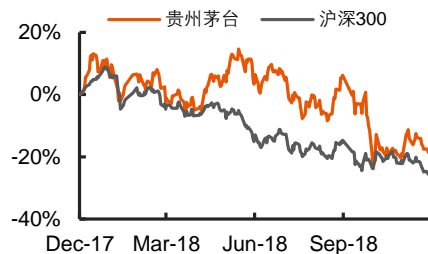
推荐 (维持)

现价: 563 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.moutaichina.com
大股东/持股	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司/61.99%
实际控制人	贵州省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,256
流通 A 股(百万股)	1,256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	7,072.39
流通 A 股市值(亿元)	7,072.39
每股净资产(元)	81.49
资产负债率(%)	27.90

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋真秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司12月28日公告, 2019年度茅台酒销售计划为3.1万吨左右。

平安观点:

- **计划增量超预期, 但符合我们预期。**市场此前担心, 因 15 年产量下降, 19 年酒厂可出售茅台酒量会不足。本次公告 19 年销售计划为 3.1 万吨, 较 18 年计划量 2.8 万吨同增约 11%, 超市场预期。茅台 17 年报公告, 茅台酒销量约 3.02 万吨, 我们此前预计 19 年计划量在 3.1 万吨左右, 故本次公告符合我们预期。
- **结构提价可期待。**酒厂多次明确, 2019 年要达成千亿目标。同时, 19 年普飞出厂价未调整, 即使考虑计划增量、18 年初提价效果仍有少量会体现在 19 年报表、生肖精品等更高价位产品占比上升, 我们测算酒厂达成目标仍有压力。18 年末, 酒厂回收了部分经销商的茅台酒经销商权、4Q18 起基本取消了计划外批条、19 年实际出厂会增量, 汇总估算, 19 年酒厂有约 0.8-1 万吨茅台酒需重新确定销售渠道。我们判断, 其中有部分会转为股份公司直营, 带动整体出厂均价上升, 从而助力集团达成千亿目标。
- **上调 19 年业绩预测, 维持“推荐”评级, 增速压力主要在 2020 年。**考虑酒厂可能加大直营力度, 从而提升产品均价, 上调 19 年 EPS 预测约 4%, 18-20 年预测 EPS 为 26.20、31.24、32.66 元, 同比+21.5%、19.2%、4.5%, 动态 PE 为 22、18、17 倍。因经济、囤货、报表周期性, 茅台 2020 年增速压力会显著增大。茅台一批价较出厂价、主竞品一批价高 70%+、100%+, 长周期看, 渠道利差、消费升级抢量足以支撑价、量翻倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高, 如果白酒价格下降, 可能导致企业营收增速大幅放缓。2)管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大, 如更换管理层, 可能会导致企业营收、利润大幅波动。3)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大, 如相关政策出现变动, 可能会对企业营收、利润有较大影响。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	40,155	61,063	73,570	85,854	89,941
YoY(%)	20.1	52.1	20.5	16.7	4.8
净利润(百万元)	16,718	27,079	32,915	39,244	41,022
YoY(%)	7.8	62.0	21.5	19.2	4.5
毛利率(%)	91.5	90.3	91.7	92.3	92.4
净利率(%)	44.7	47.5	48.1	49.1	49.0
ROE(%)	24.4	33.0	32.6	32.2	28.6
EPS(摊薄/元)	13.31	21.56	26.20	31.24	32.66
P/E(倍)	42.3	26.1	21.5	18.0	17.2
P/B(倍)	9.7	7.7	6.4	5.3	4.6

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	112,249	139,182	159,952	182,038
现金	87,869	98,694	118,736	137,929
应收账款	1,222	2,207	2,147	2,474
其他应收款	31	90	74	94
预付账款	791	1,341	1,170	1,355
存货	22,057	35,983	37,123	39,290
其他流动资产	279	866	702	897
非流动资产	22,361	23,767	23,613	23,856
长期投资	0	0	0	0
固定资产	17,261	18,381	18,369	18,428
无形资产	3,459	3,547	3,550	3,554
其他非流动资产	1,642	1,839	1,694	1,874
资产总计	134,610	162,950	183,565	205,894
流动负债	38,575	45,368	40,616	38,849
短期借款	0	0	0	0
应付账款	992	1,440	1,336	1,495
其他流动负债	37,583	43,928	39,280	37,354
非流动负债	16	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	18	18	18
负债合计	38,590	45,385	40,634	38,867
少数股东权益	4,568	7,008	9,916	13,004
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375
留存收益	88,227	107,332	129,791	150,799
归属母公司股东权益	91,452	110,557	133,015	154,024
负债和股东权益	134,610	162,950	183,565	205,894

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	22,153	26,940	37,954	40,461
净利润	27,079	32,915	39,244	41,022
折旧摊销	1,035	1,035	1,102	1,101
财务费用	-56	-27	-32	-38
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	820	-9,487	-5,393	-4,703
其他经营现金流	-6,726	2,505	3,034	3,079
投资活动现金流	-1,121	-2,335	-1,159	-1,293
资本支出	1,109	2,335	1,159	1,293
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,230	-4,670	-2,318	-2,586
筹资活动现金流	-8,899	-13,780	-16,754	-19,975
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8,899	-13,780	-16,754	-19,975
现金净增加额	12,133	10,825	20,042	19,193

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	61,063	73,570	85,854	89,941
营业成本	5,940	6,099	6,629	6,833
营业税金及附加	8,404	10,607	12,525	13,121
营业费用	2,986	3,882	4,076	4,280
管理费用	4,721	5,570	6,127	6,617
财务费用	-56	-27	-32	-38
资产减值损失	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	38,940	47,440	56,528	59,127
营业外收入	12	12	12	11
营业外支出	212	276	276	248
利润总额	38,740	47,176	56,265	58,890
所得税	9,734	11,822	14,112	14,780
净利润	29,006	35,354	42,152	44,109
少数股东损益	1,927	2,439	2,909	3,088
归属母公司净利润	27,079	32,915	39,244	41,022
EBITDA	40,010	48,513	57,724	60,182
EPS (元)	21.56	26.20	31.24	32.66

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	52.1	20.5	16.7	4.8
营业利润(%)	60.5	21.8	19.2	4.6
归属于母公司净利润(%)	62.0	21.5	19.2	4.5
获利能力				
毛利率(%)	90.3	91.7	92.3	92.4
净利率(%)	47.5	48.1	49.1	49.0
ROE(%)	33.0	32.6	32.2	28.6
ROIC(%)	261.0	209.6	165.3	142.2
偿债能力				
资产负债率(%)	28.7	27.9	22.1	18.9
净负债比率(%)	-91.5	-83.9	-83.1	-82.6
流动比率	2.91	3.07	3.94	4.69
速动比率	2.34	2.27	3.02	3.67
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.49	0.50	0.46
应收账款周转率	-	-	-	-
应付账款周转率	5.8	5.0	4.8	4.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	21.56	26.20	31.24	32.66
每股经营现金流(最新摊薄)	17.63	21.45	30.21	32.21
每股净资产(最新摊薄)	72.80	88.01	105.89	122.61
估值比率				
P/E	26.1	21.5	18.0	17.2
P/B	7.7	6.4	5.3	4.6
EV/EBITDA	17.6	14.6	12.3	11.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033