贵州茅台 (600519.SS): 2018年业绩和2019年指引符合预期，结构性改革启动

廖绪发, CFA (分析师)
执业证书编号:S1420510120006
+86(21)2401-8902 | xufa.liao@ghsl.cn
北京高华证券有限责任公司

贵州茅台1月1日公布了2018年生产经营状况预告： 2018年实现总营收/净利润人民币750亿/340亿元，同比增长23%/25%，符合我们的预期。公司表示2019年计划安排营业总收入同比增长14%，基本符合我们的预期。此外，据微酒12月28日报道，贵州茅台在12月28-29日的年度全国经销商联谊会上宣布了2019年新政策。我们认为新政意味着茅台开始对销售渠道进行结构性改革。我们的分析和评论如下：

投放量指引应有助于缓解投资者对供应的担忧

公司并未公布2018年茅台酒销量，我们估计为3.1万吨，同比增长5%。在经销商会议上，管理层宣布2019年将对茅台酒按3.1万吨左右的总量投放。这一目标略低于我们3.2万吨的2019年预测，但我们认为公司指引将在很大程度上缓解投资者对于供应紧张的担忧。从管理层过去三年的过往表现来看，实际投放量较当年最初计划高出10-15%。因此，我们认为我们3.2万吨的2019年销量预测有望成为现实，隐含的增速为个位数低端（尽管2014年产量增长停滞以及2015年产量同比下降17%导致投放量受限）。

结构性渠道改革启动

年度经销商大会的亮点是，公司宣布进一步理顺和完善营销体系，我们认为这意味着公司开始对其现有销售渠道体系进行结构性改革。

首先，在2019年3.1万吨计划投放量中，经销合同总量仅为1.7万吨。管理层解释称，1.7万吨的经销合同总量是以现有合规经销商2017年计划量为基础确定的。 值得关注的是，2017年公司最初的年度投放量计划为2.68万吨。若剔除出口计划和直销等其他渠道，2017年计划经销合同总量约为2.2万-2.3万吨，隐含的2019年经销合同总量降幅将约为5,000-6,000吨。管理层表示，有100余家经销商因违反经销条款或不合规而被取消资格。我们认为这是经销合同总量下降的主要原因。

其次，管理层表示今后不会再有对经销商环节的计划追加，将不再新增经销商和专卖店。

第三，管理层表示剩余投放量的流向主要包括四个直销渠道：1) 扩大各省自营专卖店直销渠道的投放，尤其是在贵州省；2) 与大型商超直接合作；3) 与知名电商直接合作；4) 增加机场和高铁站经销店的投放。

最后，管理层还表示适度调增附加值高的产品计划。我们认为这些较高端的产品主要包括精品茅台、茅台年份酒和生肖茅台。

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

盈利能力更强，波动性和风险下降

基于管理层在经销商大会上的讲话，我们认为公司已开始对当前经销商主导的销售体系进行结构性改革，这是公司首次采取此类举措，并将在多个方面对公司产生积极影响:

1) 直接提升公司盈利能力。随着直销模式下的销售占比上升（我们估算2019年将超过35%，而2018年仅为6-8%）、同时产品均价大幅提高，公司将能够从整个价值链上获取更多利润（但具体取决于公司为直销渠道设定的价格）。

2) 减少潜在的腐败问题。目前公司已决定冻结经销商数量和经销商配额，因此尽管当前经销商毛利率较高（为45%，历史均值为28%），寻租现象（即通过不正当渠道获取新经销商资格）有望减少，我们认为运营风险也将随之减弱。

3) 加强价格控制。2017-18年贵州茅台一直致力于控制零售价和一批价涨幅，但定价能力尚未完全恢复。部分原因在于，投放量大多分配给了2800多家经销商，公司对于这些经销商向终端客户和其他经销商的价格没有直接控制权。若新政策很快全面实施，我们估算经销商销量与总销量之比将从2018年的85%以上降至2019年的约55%。因此，公司的定价能力应可完全恢复。我们预计零售价和一批价的波动性将下降，同时也将降低贵州茅台面临的经营风险和市场风险。

公司表示2019年不提价，并不意外

管理层重申，考虑到政治敏感性并为了保持价格承受能力，2019年乃至今后一段时间不会涨价。这与我们的预期相符。我们目前假设，即便2019年不提价，销售均价也将上升8%，得益于产品结构升级和直销相对于经销而言占比上升。我们认为这一预测可能较为保守，因为面向直销渠道的出厂价可能会大幅高于经销商价格（大部分直销基于出厂价，更接近零售价或一批价）。

盈利预测和风险

总体而言，我们认为结构性改革对于公司长期发展十分有利。我们维持对贵州茅台的买入评级（位于强力买入名单），我们的盈利预测未作调整。我们的12个月目标价格仍为人民币708元，基于2021年预期退出市盈率22倍并以10%的行业股权成本贴现计算得出。

主要风险：宏观经济进一步放缓、政府控价、反腐政策。

600519.SS	12个月目标价格: **Rmb708.00**	股价: **Rmb590.01**	上涨空间: **20.0%**

买入 CL

市值: Rmb741.2bn / $107.9bn
企业价值: Rmb637.7bn / $92.8bn
3个月日均成交量: Rmb2.9bn / $414.4mn
中国
A股食品饮料
并购概率: 3
AEJ强力买入/卖出名单
GS Sustain 50关注名单

预测

	12/17	12/18 E	12/19 E	12/20E
主营业务收入 (Rmb mn)	61,062.8	75,823.3	86,919.7	98,347.8
EBITDA (Rmb mn)	40,010.1	49,827.4	57,357.9	65,166.6
每股盈利 (Rmb)	21.56	26.97	31.12	35.42
市盈率 (X)	22.2	21.9	19.0	16.7
市净率 (X)	6.6	6.8	5.8	4.9
股息收益率 (%)	2.3	2.3	2.6	3.0
净负债/EBITDA (X)	(2.2)	(2.2)	(2.4)	(2.5)
CROCI (%)	33.4	33.4	32.1	30.7
自由现金流收益率 (%)	3.5	4.9	5.6	6.4

	9/18	12/18 E	3/19 E	6/19 E
每股盈利 (Rmb)	7.14	7.28	7.44	6.94

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价截至2018年12月28日收盘）

信息披露附录

申明

本人，廖绪发, CFA，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。 回报是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。 估值倍数根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。 波动性根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN是一项侧重于通过发现优质行业领先企业而实现长期超额收益的全球投资策略。GS SUSTAIN 50关注名单列出了我们认为凭借出色的资本回报、具有可持续性的竞争优势和对ESG（环境、社会和企业治理）风险的有效管理而有望在长期内相对于全球同业表现出色的行业领军企业。候选企业主要基于对企业在这三方面表现的综合量化分析筛选而出。

相关的股票研究范围

廖绪发, CFA：A股传媒、A股食品饮料。

A股食品饮料：Anhui Gujing Distillery Co.、Jiangsu King’s Luck Brewery、Jiangsu Yanghe、Kweichow Moutai、Luzhou Laojiao、Qinghai Huzhu Barley Wine Co.、Shanxi Xinghuacun Fen Wine、Sichuan Swellfun Co.、Tsingtao Brewery (A)、Wuliangye Yibin。

A股传媒：Alpha Group、Beijing Enlight Media Co.、Beijing Gehua CATV、Beijing Hualubaina Film & TV Co.、BlueFocus Communication、China South Publishing & Media、Focus Media Information Tech、Guangdong Advertising、Huayi Brothers Media、IMAX China Holding、Jiangsu Phoenix、Oriental Pearl、Ourpalm Co.、Wanda Film、Zhejiang Huace Film & TV。

信息披露

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： Kweichow Moutai (Rmb590.01)

高盛高华在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系： Kweichow Moutai (Rmb590.01)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级（即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票）的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定分析师所覆盖行业中买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。此外，每个地区投资评估委员会管理着地区强力买入或卖出名单，该名单以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入或卖出名单并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报：代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度，包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：每个行业研究的所有股票名单可登陆http://www.gs.com/research/hedge.html通过主要分析师、股票和行业进行查询。分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及／或估值对研究对象的投资前景的看法。 具吸引力(A)：未来12个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及／或估值。 中性(N)：未来12个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及／或估值持平。 谨慎(C)：未来12个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及／或估值。

暂无评级(NR)：在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高盛的政策予以除去。 暂停评级(RS)：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 暂停研究(CS)：我们已经暂停对该公司的研究。 没有研究(NC)：我们没有对该公司进行研究。 不存在或不适用(NA)：此资料不存在或不适用。 无意义(NM)：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部门、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地根据适用的法律和法规对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高华证券的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高华证券全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高华证券提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关一个或多个证券、市场或资产类别（包括相关服务）的研究报告、模型或其它数据，请联络您的高华销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2019年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。