

研究所

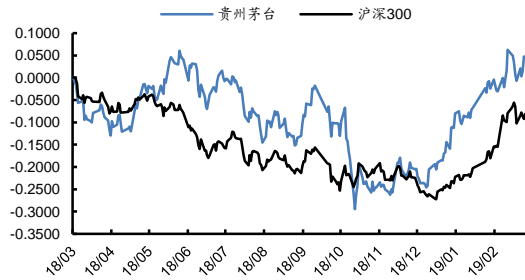
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

厂批价差大，未来仍有放量和提价空间

——贵州茅台（600519）跟踪报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
贵州茅台	7.2	31.1	6.6
沪深300	12.2	18.5	-7.7

市场数据

2019-03-15

当前价格（元）	777.30
52周价格区间（元）	509.02 - 798.33
总市值（百万）	976442.55
流通市值（百万）	976442.55
总股本（万股）	125619.78
流通股（万股）	125619.78
日均成交额（百万）	2809.55
近一月换手（%）	7.58

相关报告

《贵州茅台（600519）动态点评：二季度收入超预期，系列酒快速增长》——2018-08-03

《贵州茅台（600519）动态点评：上半年量价齐升，二季度收入增长超预期》——2018-07-17

《贵州茅台（600519）动态点评：系列酒高速增长，价格基本平稳》——2018-05-04

《贵州茅台（600519）动态点评：业绩符合预期，系列酒高速增长》——2018-03-28

《贵州茅台（600519）动态点评：提价超预期，量价齐升带动业绩增长》——2017-12-28

投资要点：

一季报业绩可能会略低于预期。公司公告称2018年实现营业总收入750亿元左右，同比增长23%左右；实现归属于上市公司股东的净利润340亿元左右，同比增长25%左右，2018年业绩圆满收官。为避免“寻租”现象发生，2018年下半年公司主动砍掉100多家经销商，所多出的配额改为直营，通过增加线上和商超的直供来满足市场需求，但在这个过程中，直供渠道对接尚未顺利和完整。这一方面是2016年推出的“新零售”线上经销模式的进展不及预期，主要归因于未能消除线上/线下套利机会；另一方面直供商超渠道需要公司自己的仓库和物流，这也需要公司提前准备。由于砍掉100多家经销商，导致经销商渠道供货数量减少，而同时直供渠道尚未完全跟进，导致春节前整个市场茅台供货数量减少，部分区域市场出现茅台断货和一批价有较大幅度上涨（飞天茅台从之前的1600-1700元/瓶，上涨到1800-2000元/瓶）。而这个阶段，茅台出厂价尚未调整（2017年年底的提价红利已经消失），供货量又减少，故我们预计2019年一季度贵州茅台业绩增速可能会略低于预期。

厂批价差大，未来仍有放量和提价空间，放量可能会优先考虑。目前飞天茅台一批价格在1700-1800元/瓶，而出厂价在969元/瓶，出厂价和一批价的价差在700-800元/瓶，所产生的价差均为渠道利润。贵州茅台作为贵州省重要的纳税企业，政府要求贵州茅台每年提升业绩增加纳税是大概率事件，因此茅台厂家基于厂批价差大，未来放量和提价的可能性均存在。但基于发改委对产品价格要求控制的监管要求，同时贵州茅台存有大量的基酒（公司公告2018年度生产茅台酒基酒约4.97万吨，同比增长16%）。而公司公告2019年茅台酒销量计划为3.1万吨，基酒储备相当于2019年销售的1.6倍，相当于2020-2023年未来4年每年复合增长12%以上。故我们分析认为，贵州茅台厂家为实现业绩增长采取放量的策略应该是首要考虑的，在放量的基础上，如果一批价仍能企稳，可能会考虑适当提价。而如果茅台放量，一批价下行，则对五粮液、国窖1573及以下次高端酒的业绩都有一定的冲击。整个白酒行业受益于茅台一批价提价带来的结构性提价和结构性升级的机会在短期内将难以再现，白酒行业开始进入挤兑式增长。

■ **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级** 基于目前飞天茅台厂批价差大，未来仍有放量和提价空间，公司中长期业绩可持续性增长

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

无忧。预测公司 2018/19/20 年 EPS 分别为 27.48/32.16/36.69 元，对应 2018/19/20 年 PE 为 28.28/24.17/21.19 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**宏观经济下行，企业和居民购买力下降，公司产能释放不达预期，食品安全。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	61063	74497	85671	96808
增长率(%)	52%	22%	15%	13%
归母净利润（百万元）	27079.4	34523	40405	46087
增长率(%)	62%	27%	17%	14%
摊薄每股收益（元）	21.56	27.48	32.16	36.69
ROE(%)	28.20%	28.15%	26.27%	24.34%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：贵州茅台盈利预测表

证券代码:	600519.sh				股票价格:	777.30	投资评级:	增持		日期:	2019/3/16
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	28.20%	28.15%	26.27%	24.34%	EPS	21.56	27.48	32.16	36.69		
毛利率	90%	91%	92%	92%	BVPS	72.80	92.04	114.55	140.23		
期间费率	26%	34%	33%	33%	估值						
销售净利率	44%	46%	47%	48%	P/E	36.06	28.28	24.17	21.19		
成长能力					P/B	10.68	8.45	6.79	5.54		
收入增长率	52%	22%	15%	13%	P/S	15.99	13.11	11.40	10.09		
利润增长率	62%	27%	17%	14%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	0.45	0.44	0.42	0.39	营业收入	61063	74497	85671	96808		
应收账款周转率	48.73	48.73	48.73	48.73	营业成本	5940	6615	7282	8132		
存货周转率	0.65	0.65	0.65	0.65	营业税金及附加	8404	10253	11791	13324		
偿债能力					销售费用	2986	3933	4294	4758		
资产负债率	29%	28%	25%	23%	管理费用	4721	5721	6418	7165		
流动比	2.91	3.28	3.65	4.04	财务费用	(56)	(1725)	(2268)	(2861)		
速动比	2.34	2.71	3.07	3.46	其他费用 / (-收入)	8	(10)	(10)	(10)		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	38940	49690	58144	66281		
现金及现金等价物	87869	118032	152548	191078	营业外净收支	(200)	(290)	(290)	(290)		
应收款项	1253	3592	1913	2253	利润总额	38740	49400	57854	65991		
存货净额	22057	25938	29328	32992	所得税费用	9734	12419	14574	16624		
其他流动资产	1070	1305	1501	1696	净利润	29006	36980	43280	49366		
流动资产合计	112249	148867	185290	228019	少数股东损益	1927	2457	2875	3280		
固定资产	15244	13760	12424	11221	归属于母公司净利润	27079	34523	40405	46087		
在建工程	2016	2026	2036	2046	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	3459	3459	3113	2767	经营活动现金流	22153	28002	40643	44351		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	29006	36980	43280	49366		
资产总计	134610	169754	204505	245696	少数股东权益	1927	2457	2875	3280		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	1116	1870	1722	1554		
应付款项	992	1167	1319	1484	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	14429	17604	20244	22876	营运资金变动	(9896)	(13305)	(7235)	(9849)		
其他流动负债	23154	26655	29189	32043	投资活动现金流	(1121)	1474	1326	1192		
流动负债合计	38575	45425	50753	56403	资本支出	(62)	1474	1326	1192		
长期借款及应付债券	0	1670	(65)	(65)	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	16	16	16	16	其他	(1059)	0	0	0		
长期负债合计	16	1686	(49)	(49)	筹资活动现金流	9131	(8687)	(13857)	(13826)		
负债合计	38590	47111	50703	56354	债务融资	0	1670	(1735)	0		
股本	1256	1256	1256	1256	权益融资	6	0	0	0		
股东权益	96020	122643	153802	189342	其它	9125	(10357)	(12122)	(13826)		
负债和股东权益总计	134610	169754	204505	245696	现金净增加额	30163	20790	28112	31717		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，9年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。