



2019-04-08

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

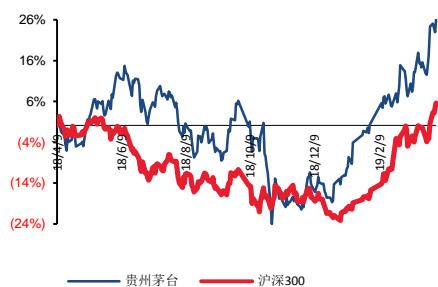
目标价: 1030.00

昨收盘: 865.00

日常消费 食品、饮料与烟草

贵州茅台：一季报数据超预期，维持目标价 1030 元

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	1,086,611/1,086,611
12 个月最高/最低(元)	865.00/524.00

相关研究报告：

贵州茅台(600519)《贵州茅台年报点评：量价齐升再超预期，重新定义空间和风险》--2019/03/29

贵州茅台(600519)《贵州茅台：吨价提升超预期，直营增加保障未来增长》--2019/01/02

贵州茅台(600519)《贵州茅台三季报点评：单季放缓瑕不掩瑜，未来保持合理增长》--2018/10/29

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

点评事件：公司公告 2019 年第一季度主要经营数据，初步核算营收同增 20%左右，归母净利同增 30%左右。

一、第一季度收入略超预期，利润大超预期，预收款有望创新高

在公司公告第一季度经营数据之前，我们预估：一季报收入增长 19.5%、利润增长 26%、预收款有望大幅增长 60 亿以上并创新高。

结合公司目前初步核算的结果，以及茅台集团第一季度的经营情况(收入同增 21%；利润同增 31%) 来看，上市公司第一季度的收入可能略超预期，利润则有望大超预期。

我们坚持原先判断：2019 年茅台酒的销量可能不增不减或者微增，收入和利润的增长主要靠非标产品的进一步提价、结构升级和渠道调整等共同作用下，带动吨价的提升。

基于上述判断及逻辑，我们对贵州茅台 2019 年利润增长的预期要比市场乐观很多。因此，在测算一季报时，我们对利润增长和净利率提升也看得非常乐观。但从公告的数据来看，真实情况可能比我们想象的还要好，净利润增速 30%左右，比我们预估的高 4 个百分点，猜测主要是与渠道调整后，利润回收的幅度超预期有关。同时，去年底精品茅台集中放量(若以年末经销商数 2987 家计，如果每家平均发 50 箱，每瓶以 969*2 计价，则对应 422 吨、14.97 亿收入)，有一种可能性是公司去年四季度精品茅台的部分收入、利润计入在今年一季度，但具体的数量不详，在此暂不做考虑。

为此，我们小幅上修一季报主营业务的测算，更新后如下：

1) 茅台酒销量同增 4.7%，吨价提升至 230 万/吨：

春节前销量增长约 9%，发货进度好于 2018 年同期；2 月份的发货量约 300 吨；3 月份发货情况略微低于预期，特别是直营和直销部分。总体上，一季度发货量同比增加 375 吨左右，实现个位数增长。

2018 年一季度因为非标产品的销售比例较少，且非标产品的提价是逐步实现的，因此茅台酒整体吨价只有 198 万左右。今年一季度的产品结构更好，并且我们判断部分非标产品可能还在进一步提价，而渠道调整也使得对应产品的出厂吨价获得提升。总体上，一季度茅台酒的吨价可能在 230 万/吨左右，同比增长接近 16%。

2) 系列酒销量下滑 5%，吨价提升 17%左右：

2018 年系列酒吨价提升超预期。今年来看，消化价格的同时，重点提升产品结构。为此，我们判断上半年销量同比持平或小幅减少。随着资源更多投放到汉酱等次高端的产品上，产品结构有望改善，吨价也会较快提升。

3) 乐观看，预收款有望大幅增长并创新高：

3 月份发货进度低于预期，经销商大部分在一季度末完成了半年计划量的打款，部分个性化产品已经完成全年的打款，综合以上因素，我们判断一季报预收款有望实现大幅增长，增量或超 60 亿，预收款如果接近 200 亿左右，将创历史新高。

二、2019 年业绩判断：增长逻辑略有变化，利润更加乐观

2019 年收入、利润增长的逻辑略有变化：2018 年茅台酒的销量超预期，但吨价不及预期，因此，在业绩基数被垫高的情况下，想要继续实现收入 14%以上增长，必须加快产品结构升级和渠道调整，这两种措施最终都反应到吨价的提升上来。

在我们最新的量价拆分中，吨价对收入、利润增长的贡献明显加大。判断茅台酒和系列酒的销量不增加，费用率平稳下行，在此前提下，利润弹性会更大，净利率有望提升。

因此，在判断 14%的收入增长大概率实现的基础上，我们还认为：2019 年的利润可以看得更加乐观，有可能会再度超市场预期。

三、盈利预测

2018 年茅台酒提前放量，业绩超预期，基数被垫高。2019 年实现收入目标主要依靠产品结构升级和渠道调整。同时，非标产品也有进一步提价的可能。归结起来，收入增量主要来自吨价提升，而利润对吨价的弹性将更大。

2019 年是茅台集团冲刺千亿的关键年，上市公司对集团收入、利润的贡献比例非常高。上市公司实现收入增长 14% 的既定目标大概率会实现，公司管理层也表现出充分的信心。同时，根据目标任务的拆分，我们也认为实现的难度不大。我们不同于市场的判断在于，2019 年的净利润受益于吨价的提升，弹性将会更大。

综合考虑公司的经营计划和增长逻辑，我们预测公司 2019-2021 年的收入增速分别为 15%、13%、14%，净利润增速分别为 27%、16%、16%，对应 EPS 为 35.52、41.32、47.94 元。

在不考虑普飞继续提价的前提下，我们预测 2020 年公司收入增长 13%、利润增长 16%。如果明年普飞提价，则必将要继续上调明年的增速。

四、未来的估值和定价

考虑外资已经夺取了茅台的定价权，不会轻易减持，且可能持续买入，以及未来几年茅台仍会保持一定的增速，出酒量从当前的 3.2 万吨，提升到 5 年后的 4.5 万吨，以及更远期的 5 万吨以上；出厂价仍会有较大的提升空间，净利润率仍会相应提高。因此，未来几年茅台维持 25 倍左右的估值中枢，都是合理的。

2019 年当年茅台 PE 为 23 倍左右，考虑到定价合理性和持续性，我们按照 2020 年的合理估值水平，即 25 倍 PE 对公司进行定价，目标价为 1030 元，对应 2019 年的 PE 为 29 倍。

考虑到 2017 年和 2018 年当年茅台股价的高点对应当年业绩的 PE 分别为 35 倍和 30 倍，在当下蓝筹股和内外资金蜂拥买入的背景下，给予 2020 年 25 倍 PE 或 2019 年 29 倍 PE 的定价都是相对合理的。

按照我们的盈利预测，1030 元的目标价对应的市值是 1.3 万亿，对应的 2021 年的业绩 PE 为 21.5 倍。这个目标价和对应的市值，也可能是茅台相当长时期将维持的一个水平。除非公司继续大幅提高出厂价和供应量大幅放大，进而带动利润重新加速增长，不然公司的估值水平难再继续提高，成为未来两年的估值和市值天花板。

五、理性看待价格和风险

尽管绝对股价和目标价非常高，但相对于当前 865 元的股价，距离目标价 1030 元的空间也仅 19%，这可能也是今年全年或明年的增长空

间。就像茅台的分红绝对金额是 182.64 亿元，但股息率仅为 1.7%，在食品饮料的高分红公司里是比较低的水平。

我们应该理性、客观地看待茅台，无论是酒的价格还是股票价格。但由于茅台已经成为一个标杆、全社会关注的焦点，所以很多事情容易被放大。这同时也孕育了一定的风险，**未来茅台股价最大的不确定性还是估值水平。**

我们看到 2018 年下半年股价的调整，是估值回归的。如果未来，市场情绪和资金偏好变化，茅台的估值中枢又从 25 倍回落到 20 倍左右，那么股价的压力就相对较大。

风险提示：QFII 和北上资金的短期大规模的退出，有可能是公司股价未来最大的利空，而它们卖出的前提是茅台销售遇到问题，收入利润增速大幅滑坡，或海外金融波动，资金紧张继续撤出。其他基本面很难构成对公司的不利影响。

单位：百万元

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199	88779	100321	114365
收入同比(%)	26%	15%	13%	14%
归属母公司净利润	35204	44625	51901	60219
净利润同比(%)	30%	27%	16%	16%
每股收益(元)	28.02	35.52	41.32	47.94
P/E	28.79	22.71	19.53	16.83

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。