中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

食品饮料
2019 年 04 月 25 日

贵州茅台 (600519)

中长期价值仍被明显低估

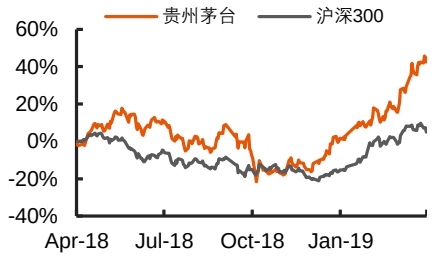
推荐（维持）

现价：952.37 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）	11,963.65
流通 A 股市值(亿元)	11,963.65
每股净资产(元)	98.76
资产负债率(%)	19.1

行情走势图



相关研究报告

《贵州茅台*600519*1Q19 略超预期，全年计划达成无忧》 2019-04-08
《贵州茅台*600519*4Q18 加速释放预收款，19、20 年增长主要靠涨价》 2019-03-29
《贵州茅台*600519*18 年营收超预期，19 年计划符合预期》 2019-01-02
《贵州茅台*600519*计划增量超预期，结构提价可期待》 2018-12-28
《贵州茅台*600519*中周期增速放缓，长周期成长不变》 2018-10-28

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

投资要点

事项：

公司发布19年一季报，公司实现营业收入216.4亿元，同比增长23.9%；实现归属于上市公司股东的净利润112亿元，同比增长31.9%。

平安观点：

■ **1Q19 营收、净利增速略高于 4 月初业绩预告的 20%、30%。**

■ **估算 1Q19 报表确认茅台酒出货量同增约 5%，均价涨约 18%。**其中，直营销量同降约 22%，海外销量同增约 42%，经销商销量同增约 7%。均价上涨驱动了 1 季度营收增长，我们估算，18 年初涨价翘尾效应导致 1Q19 均价上涨约 10%，产品组合中高价的精品、生肖等占比上升带动均价上涨约 7%。系列酒同比增 26%至约 21 亿元。

■ **预收款回归正常，或推动出货节奏加快。**1Q19 酒厂预收款余额约 114 亿元，环比 4Q18 降约 22 亿元，同比 1Q18 降约 18 亿元。至 3 月末，茅台酒经销商减少了 476 家，据草根调研了解，其中约 45%仍执行了 19 年 1 月计划。故扣除 476 家之后，剩余经销商 19 年总计划量或明显低于 18 年 12 月酒厂宣布的经销商 19 年计划量 1.7 万吨。按经销商总计划量 1.5 万吨估，2 季度计划量占全年比率为 20%，合计 3000 吨。3 月末，经销商基本打完 2Q19 所有货款，估计有 10%已提到 4 月货物，则正常预收款是 2700 吨，按 18 年均价算约 63 亿元。开发产品经销商 3 月底集中打完了全年款项，按 2000 吨估，正常预收款约 47 亿元，两者合计约 107 亿元。再考虑系列酒正常经营预收款，1Q19 末预收款余额 114 亿基本正常。预收款正常后，酒厂必须出货才能实现报表营收，出货节奏或加快，这与 17、18 年的情况截然不同，也可解释为何酒厂 4 月中旬开始加快推进直营落地，预计最迟 6 月直营出货量必然超过千吨。

■ **税率、销售费用率降推动利润高增。**1Q19，营业税金及附加占收入比例为 10.71%，同比 1Q18 降约 3.02Pct，显著低于正常值。应是两方面原因：一是酒厂 4Q18 多生产了茅台酒，实际销售在 1Q19；二是 1Q19 确认了之前留存的预收款余粮，但估计不超 1 千吨。1Q19 销售费用率 3.88%，同比降 1.26Pct，

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61,063	77,199	89,406	97,787	107,079
YoY(%)	52.1	26.4	15.8	9.4	9.5
净利润(百万元)	27,079	35,204	41,622	45,530	49,915
YoY(%)	62.0	30.0	18.2	9.4	9.6
毛利率(%)	90.3	91.6	92.1	92.1	92.2
净利率(%)	47.5	49.0	50.1	50.1	50.3
ROE(%)	29.6	31.2	30.6	28.4	26.7
EPS(摊薄/元)	21.56	28.02	33.13	36.24	39.74
P/E(倍)	44.2	34.0	28.7	26.3	24.0
P/B(倍)	13.1	10.6	8.8	7.5	6.4

因酒厂减少了系列酒费用投入。税率必然回归正常，全年净利增速或仅略高于营收。

■ **中长期价值仍被低估，维持“推荐”评级。**维持业绩预测，预计 19、20 年 EPS 同增 18.2%、9.4% 至 33.13 元、36.24 元，动态 PE 约为 28.7、26.3 倍。展望 2020 年，茅台增长或主要靠涨价，但 2020 年是十三五最后一年，考虑为下个五年计划开门红做准备是惯例，会否涨价需观察。中长周期看，超强品牌力保障，茅台可靠收渠道利差、消费升级抢量来实现价、量再翻倍，价值仍被明显低估，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。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	137,862	169,591	202,102	237,240
现金	112,075	141,306	171,288	203,830
应收票据及应收账款	564	1,221	1,025	1,292
其他应收款	394	428	483	521
预付账款	1,182	1,109	1,308	1,363
存货	23,507	25,419	27,851	30,089
其他流动资产	140	109	148	146
非流动资产	21,985	22,277	22,262	22,375
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15,249	14,554	13,991	13,515
无形资产	3,499	3,505	3,513	3,520
其他非流动资产	3,237	4,217	4,758	5,341
资产总计	159,847	191,868	224,364	259,615
流动负债	42,438	47,951	52,674	57,309
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,178	1,226	1,370	1,466
其他流动负债	41,260	46,725	51,304	55,843
非流动负债	0	18	18	18
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	18	18	18
负债合计	42,438	47,968	52,692	57,327
少数股东权益	4,570	7,703	11,182	15,113
股本	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,376
留存收益	109,426	132,785	157,077	183,762
归属母公司股东权益	112,839	136,197	160,490	187,175
负债和股东权益	159,847	191,868	224,364	259,615

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	41,385	48,730	52,452	57,031
净利润	35,204	41,622	45,530	49,915
折旧摊销	1,085	1,085	1,113	1,152
财务费用	-4	-27	-36	-45
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	2,809	2,838	2,282	1,995
其他经营现金流	2,291	3,212	3,563	4,014
投资活动现金流	-1,629	-1,281	-1,269	-1,303
资本支出	1,038	1,281	1,269	1,303
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,667	-2,561	-2,537	-2,607
筹资活动现金流	-16,441	-18,219	-21,201	-23,186
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	-16,441	-18,219	-21,201	-23,186
现金净增加额	23,315	29,231	29,982	32,542

利润表 单位：百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	77,199	89,406	97,787	107,079
营业成本	6,523	7,054	7,728	8,349
营业税金及附加	11,289	13,210	14,473	15,848
营业费用	2,572	2,675	2,809	2,949
管理费用	5,326	6,008	6,608	7,269
研发费用	22	24	27	29
财务费用	-4	-27	-36	-45
资产减值损失	1	1	1	3
其他收益	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	51,343	60,471	66,187	72,686
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	527	527	527	527
利润总额	50,828	59,956	65,672	72,171
所得税	12,998	15,201	16,662	18,324
净利润	37,830	44,755	49,010	53,846
少数股东损益	2,626	3,133	3,480	3,931
归属母公司净利润	35,204	41,622	45,530	49,915
EBITDA	52,504	61,598	67,337	73,864
EPS（元）	28.02	33.13	36.24	39.74

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	26.4	15.8	9.4	9.5
营业利润(%)	31.9	17.8	9.5	9.8
归属于母公司净利润(%)	30.0	18.2	9.4	9.6
获利能力				
毛利率(%)	91.6	92.1	92.1	92.2
净利率(%)	49.0	50.1	50.1	50.3
ROE(%)	31.2	30.6	28.4	26.7
ROIC(%)	32.5	31.3	28.7	26.7
偿债能力				
资产负债率(%)	26.5	25.0	23.5	22.1
净负债比率(%)	-95.4	-98.2	-99.8	-100.8
流动比率	3.25	3.54	3.84	4.14
速动比率	2.69	3.01	3.31	3.61
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.51	0.47	0.44
应收账款周转率	86	100	87	92
应付账款周转率	6.0	5.9	6.0	5.9
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	28.02	33.13	36.24	39.74
每股经营现金流(最新摊薄)	32.94	38.79	41.75	45.40
每股净资产(最新摊薄)	89.83	108.42	127.76	149.00
估值比率				
P/E	34.0	28.7	26.3	24.0
P/B	10.6	8.8	7.5	6.4
EV/EBITDA	22.7	19.4	17.8	16.3

平安证券研究所投资评级：

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：

此报告旨为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 2019 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼 邮编：518033	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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033