



2019-06-13

公司点评报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

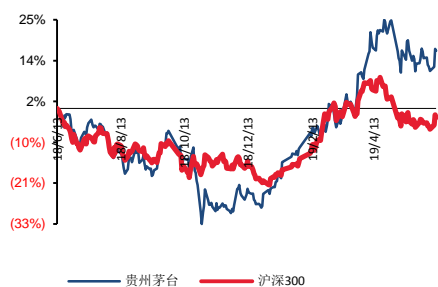
目标价: 1030.0

昨收盘: 906.7

日常消费 食品、饮料与烟草

## 贵州茅台简评：6 月份中下旬放量，平均吨价提升明显

### ■ 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)	1,138,995/1,138,995
12 个月最高/最低(元)	974.95/524.00

### 相关研究报告：

贵州茅台（600519）《贵州茅台：集团分食是短期扰动，北上资金决定短期走势》  
--2019/05/09

贵州茅台（600519）《贵州茅台一季报点评：一季度再超预期，产品升级是主因》  
--2019/04/25

贵州茅台（600519）《贵州茅台：一季报数据超预期，维持目标价 1030 元》  
--2019/04/08

### 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：**贵州茅台管理层在产品招商会表示，茅台酒 2019 年全年投放量约 3 万吨，截至 6 月 12 日已经投放 1.2 万吨，上半年将确保 1.4 万吨的投放量。

### 一、加大茅台酒投放量满足部分现有需求，但长期供不应求仍将延续

根据管理层表述可测 6 月中下旬的茅台酒投放量将达到 2000 吨，日均超过 100 吨。以年初制定的全年计划量 3.18 万吨计算，2019 年日均计划量 87 吨左右；以管理层最新口径 3 万吨左右计算，2019 年日均计划量 82 吨左右。淡季突然放量，一方面与前期发货节奏较慢有关，同时也是为了缓解目前市场上“一瓶难求”而终端价格高企的局面。2000 吨的投放量，平均到各家经销商、直营门店和专卖店，每家销售单元也就不到半吨的量，对应 177 箱，仅够满足部分现有需求。我们判断，长期供不应求，消费者到手价格高企的局面还将延续。

### 二、上半年茅台酒真实发货量有所增长，但低于此前市场的乐观预期

按照今年上半年 1.4W 吨计茅台酒的真实发货量，则同比去年同期实现个位数增长，但对应去年上半年报表所确认的收入，茅台酒销量略有下滑。按照年度股东大会上管理层透露的“时间过半，任务过半”的指引和销售节奏，市场此前形成了较乐观的预期，1.4W 吨略低于预期。我们判断，主要应该是与罚没部分经销商所回收的 6000 多吨配额未能正常投放导致销售进度有所放缓所致。

### 三、单二季度平均吨价有望再提升，产品结构变化和非标涨价是主因

无论年度股东大会上表述的“任务过半”指的是以 2018 年收入算过半，还是以 2019 年收入指引（同增 14%）算过半，均可以推算出单二季度的平均吨价要比一季度的水平更高。茅台酒整体平均吨价的提升明显，我们判断，这与营销体制改革的过程中，产品结构的变化明显，以及部分非标产品去年的提价没有一步到位，今年进一步提价有关。

### 四、盈利预测

目前来看，单二季度公司报表收入仍有望继续保持较快的增长，产品结构和平均吨价提升，盈利能力增强，净利润弹性更好。再往后看，单三季度因为报表前值低基数，预计收入、利润增长情况也会比较好。全年来看，在集团营销公司销售方案最终出台前，我们仍然维持全年“量平价升、利润高增长”的判断，继续看好公司的中长期发展。

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。

我们暂维持 2019 年 EPS 35.52 不变。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%、净利润增长 16%。如果明年普飞提价，则必将继续上调明年的增速。

考虑到定价的合理性和持续性，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。

**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

# 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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@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。