

证券研究报告—动态报告/公司快评
食品饮料
饮料
贵州茅台（600519）
重大事件快评
买入

（维持评级）

2019年07月15日

Q2 预告增速放缓，需求批价保持坚挺

证券分析师：陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
证券分析师：郭尉 15210587234 guowei1@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100001

事项：

公司公告经初步核算，2019年上半年，公司完成茅台酒基酒产量3.44万吨、系列酒基酒产量1.09万吨；实现营业总收入412亿元、同比增长16.9%，归属于上市公司股东的净利润199亿元、同比增长26.2%。

国信观点：

我们认为二季度报表增速放缓是公司渠道体系调整、发货及确认节奏不确定因素导致，但不影响公司长期逻辑，即茅台在市场中将保持供需紧平衡状态，预计批价将保持坚挺，公司作为白酒龙头具备通过调整非标产品占比和渠道结构优化收获稳定发展空间的能力和优势，长期价值充分。预计2019-2021年EPS为33.56/38.82/44.56元，分别对应29/25/22倍PE，一年期目标估值1165元，维持“买入”评级。

点评：

■ 预告增速放缓，渠道调整期确认节奏有所波动，终端需求批价仍坚挺

经测算，茅台单Q2实现总收入187亿元同增约11%，归母净利润86.8亿元同增约20%，增速环比Q1有所回落，实现时间过半任务过半目标，公司此前要求经销商提前执行3、4季度打款计划，市场前期认为确认节奏也将相应加快，预计Q2报表增速回落受去年同期报表高基数、确认节奏调整和近期部分经销商退款影响，在渠道整顿与公司管理层更替期间报表增速有所波动，建议结合中报实际业绩及预收款情况判断。渠道调研显示茅台的需求当前飞天批价普遍在2050-2100元左右，从4、5月来看发货同比有所增加，淡季不淡，6月保芳书记讲话后批价渐稳，而7月以来货源紧俏，中秋行情提前启动，发货量渐入旺季，根据讲话6月底销量要超过1.4万吨，7月额度提前执行，Q2实际发货量预计超7000吨同比增长30%，下半年按计划茅台酒的投放量约1.8万吨，预计市场仍将维持供应紧缺状态，即使放量增加、批价回调幅度亦较为有限。

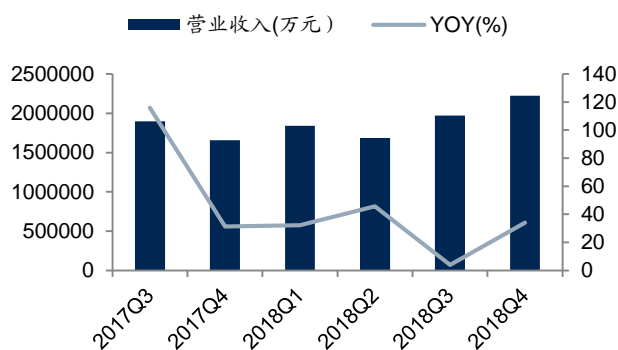
■ 市场信心强化，强调文化建设，品牌精简调整

公司前期股东会积极表态增强市场信心，公司强调营销公司这边大股东不会与中小股东争利，最终的方案和结果一定是守法的、符合反腐要求的，一定是保障股东权益的。其具体运作模式会与各方沟通，征得各家赞同，尽早提交临时股东大会审议。另外，公司拟建设两个库房项目，保证生产节奏稳定，熨平经济周期影响。近期经销商会强调文化茅台建设，强调价格要让消费者满意，而非厂商要求的价格。此外通过“瘦身规范改革”优化生产经营整体结构。集团Q1营业利润率同比提升4个百分点，纳入整顿计划的56家子公司已清理完成28家，9月底将全面完成。品牌监管进一步加强，全面停止各子公司定制、贴牌产品，精简子公司品牌，有望持续提高集中度和经营效益；

■ 盈利预测评级

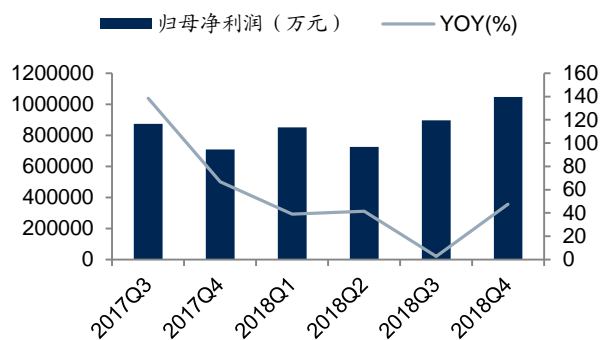
我们认为茅台市场中保持供应需求维持紧平衡状态，批价持续上行，公司发货量稳定，同时具备通过调整产品和渠道结构实现均价提升和更高业绩弹性。预计 2019-2021 年 EPS 为 33.56/38.82/44.56 元，分别对应 29/25/22 倍 PE，一年期目标估值 1165 元，维持“买入”评级。

图 1：公司分季度营业收入及同比增速



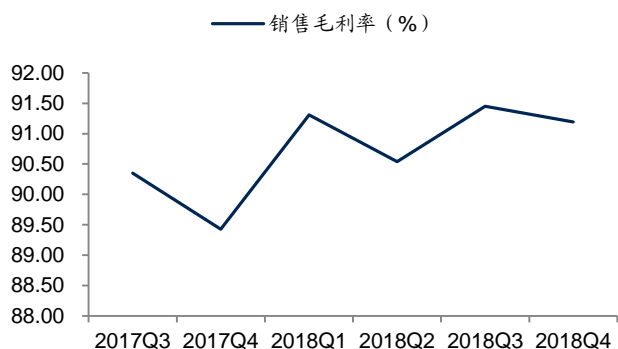
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度归母净利润及同比增速



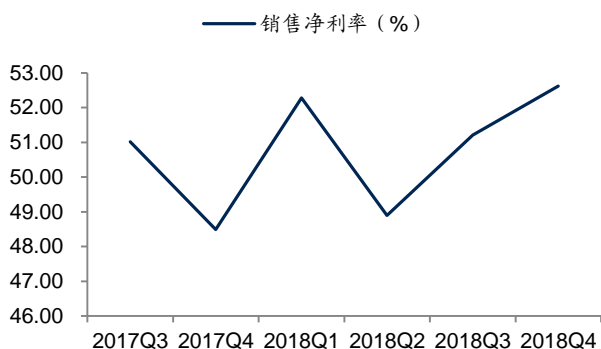
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度毛利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度净利率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-7-14	EPS		PE	
				2019E	2020E	2019E	2020E
泸州老窖	买入	1296	88.45	3.14	3.98	28.2	22.2
五粮液	买入	4875	125.58	4.35	5.28	28.9	23.8
平均						28.5	23.0
贵州茅台	买入	12387	986.09	33.56	38.82	29.4	25.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

行业景气度波动；渠道拓展缓慢；产能建设不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	100620	124267	152441	181781
应收款项	564	1592	866	1929
存货净额	23507	30142	28746	38064
其他流动资产	1372	1329	1613	1688
流动资产合计	126063	157330	183666	223461
固定资产	15249	17105	17007	16910
无形资产及其他	3499	3499	3499	3499
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	146998	178084	204237	243935
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	1178	1377	1428	1754
其他流动负债	28412	35076	33155	40361
流动负债合计	29590	36453	34583	42115
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	29590	36453	34583	42115
少数股东权益	4570	7715	11353	15530
股东权益	117408	141631	169655	201820
负债和股东权益总计	146998	178084	204237	243935

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	28.02	33.56	38.82	44.56
每股红利	0.00	16.78	19.41	22.28
每股净资产	89.83	106.60	126.02	148.30
ROIC	230%	250%	277%	317%
ROE	31%	31%	31%	30%
毛利率	91%	91%	92%	92%
EBIT Margin	69%	65%	66%	66%
EBITDA Margin	71%	65%	66%	66%
收入增长	26%	15%	14%	14%
净利润增长率	51%	51%	52%	52%
资产负债率	20%	20%	17%	17%
息率	0.0%	2.1%	2.4%	2.8%
P/E	35.2	29.4	25.4	22.1
P/B	9.0	7.6	6.4	5.4
EV/EBITDA	17.7	15.5	13.0	11.1

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	77199	88920	101392	115288
营业成本	6523	7680	8430	9564
营业税金及附加	11289	13516	15209	17063
销售费用	2572	3112	3447	3805
管理费用	5326	6402	7199	8070
财务费用	(14)	(100)	(100)	(100)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	3402	0	0	0
营业利润	51333	60740	70220	80547
营业外净收支	(515)	(340)	(340)	(340)
利润总额	50818	60399	69880	80206
所得税费用	12996	15100	17470	20052
少数股东损益	2626	3145	3639	4176
归属于母公司净利润	35204	42154	48771	55978

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	35204	42154	48771	55978
资产减值准备	1	0	0	0
折旧摊销	1175	182	182	98
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(14)	(100)	(100)	(100)
营运资本变动	3474	5878	(1428)	6395
其它	1556	(5665)	2277	(8546)
经营活动现金流	41396	42450	49702	53825
资本开支	(1607)	0	0	0
其它投资现金流	(22)	(255)	(255)	(255)
投资活动现金流	(1629)	(255)	(255)	(255)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(16441)	(18547)	(21273)	(24229)
其它融资现金流	0	0	(0)	0
融资活动现金流	(16441)	(18547)	(21273)	(24229)
现金净变动	23326	23647	28174	29340
货币资金的期初余额	74928	100620	124267	152441
货币资金的期末余额	100620	124267	152441	181781
企业自由现金流	37087	42929	50355	54626
权益自由现金流	37101	44827	52690	57446

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《贵州茅台-600519-2018 年年报点评: 业绩超预期, 回款积极望迎开门红》——2019-03-30
- 《贵州茅台-600519-2018 年三季报点评: 高基数影响业绩, 预收款环增》——2018-10-30
- 《贵州茅台-600519-2018 年半年报点评: 业绩稳增长价格坚挺, 系列酒表现靓丽》——2018-08-02
- 《贵州茅台-600519-2018 年一季报点评: 降费增利业绩稳健, 货量平稳景气延续》——2018-05-02
- 《贵州茅台-600519-2017 年年报点评: 业绩超预期, 量价稳健, 渠道强化》——2018-03-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行