

投资评级：增持(维持评级)

当前价格(元): 963.5

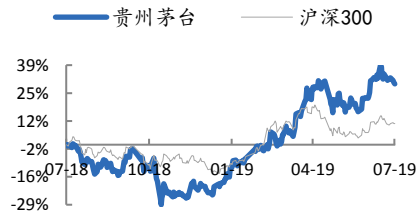
合理价格区间(元): 904.0~1043.1

证券分析师
张梦甜

资格编号: S0120518060002

电话: 021-68761616-8610

邮箱: zhangmt@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.7	6.3	1.2
相对涨幅(%)	1.6	2.0	8.1

资料来源: 德邦研究

相关研究

 《龙头壁垒深厚, 量价兼具空间》
2019.06.06

增长放缓非需求影响, 维持全年业绩预期 贵州茅台(600519)

投资要点:

- **事件:** 茅台公布 2019 年半年报, 上半年实现总收入 411.7 亿元, 同比增长 16.8%; 实现归母净利润 199.5 亿元, 同比增长 26.6%; 其中, Q2 实现收入 186.9 亿元, 同比增长 10.9%; 实现归母净利润 87.30 亿元, 同比增长 20.3%; 完成基酒产量 4.53 万吨, 其中茅台酒基酒产量 3.44 万吨, 系列酒基酒产量 1.09 万吨;
- **高基数背景下 Q2 增速有所放缓, 不影响全年业绩目标。** 2019Q2 收入及净利润增速同比及环比均有所放缓, 一方面受去年二季度高基数影响, 2018Q2 收入及净利润增速高达 45.6%/41.5%, 另一方面公司进行渠道调整影响了发货量确认。公司称上半年发货量完成了全年任务的一半, 预计公司上半年报表确认发货量在 1.55 万吨以上, 收入增长主要由均价提升拉动;
- **下半年直销有望放量, 预计收入增长提速。** Q1 茅台酒经销商减少 437 家, Q2 茅台酒经销商减少约 78 家, 预计经销商调整接近尾声。上半年直销占比仅 3.9%, 同比去年 7.3% 明显下降。公司当前重视价格管控, 预计随着下半年直销方案逐步落地, 下半年直销有望放量、收入增长有望提速;
- **受益吨价上涨, 盈利能力稳步提升。** 上半年毛利率 91.9%, 同比提升 0.9%, 主要受益于吨酒价格提升。上半年渠道调研显示飞天茅台紧缺, 非标酒放量。公司对系列酒的策略由重“量”转为重“质”, Q2 系列酒经销商数量减少 494 家, 上半年系列酒收入增速明显放缓至 16.6%; 销售费用率同比下降 1.4% 至 4.8%, 预计受益于系列酒费用投放有所减少;
- **预收款增长, 现金流表现较好。** 上半年预收款较去年年底增长了 23.2 亿元, 环比增长了 8.7 亿元, 与公司 6 月的提前打款政策有关; 上半年销售回款 433.3 亿元, 同比增长 25.2%; 经营性现金流净额 240.9 亿元, 同比增长 35.8%;
- **飞天茅台批价坚挺, 下半年有望保持稳定。** 目前飞天茅台一批价在 2050-2100 元左右, 6 月份茅台酒供应量有所加大但批价没有明显回落, 说明需求强劲。在全年可供销售茅台酒量增非常有限的背景下, 预计下半年批价回落的空间有限;
- **投资建议: 维持“增持”评级。** 茅台目前仍是板块内业绩确定性最强、需求最强劲的高端白酒龙头, 公司季度的业绩波动不影响其长期投资逻辑, 我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 899/1025/1167 亿元, 同比增速 16.5%、14.1%、13.8%; 归母净利润分别为 437/504/587 亿元, 同比增速 24.1%、15.5%、16.4%; 对应 EPS 分别为 34.77/40.16/46.75 元;
- **风险提示:** 经济严重低迷; 行业政策风险; 食品安全事件;

股票数据

总股本(百万)	1,256.20
流通 A 股(百万)	1,256.20
52 周内股价区间(元)	1031.86-524.0
总市值(百万)	1,210,346.58
总资产(百万)	165,121.65
每股净资产(元)	91.35

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	61063	77199	89900	102577	116735
(+/-) YoY (%)	52.1	26.4	16.5	14.1	13.8
净利润(百万元)	27079	35204	43682	50445	58731
(+/-) YoY (%)	62.0	30.0	24.1	15.5	16.4
全面摊薄 EPS	21.56	28.02	34.77	40.16	46.75
毛利率(%)	90.1	91.4	92.7	93.0	94.0
净资产收益率	29.6	31.2	31.6	30.3	29.4

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	77199	89900	102577	116735
每股收益	28.02	34.77	40.16	46.75	营业成本	6659	6607	7135	7035
每股净资产	89.83	110.20	132.62	158.90	毛利率%	91.4	92.7	93.0	94.0
每股经营现金流	32.94	40.67	44.94	54.29	营业税金及附加	11289	12586	14361	16343
每股股利	11.00	14.29	17.73	20.48	营业税金率%	14.6	14.0	14.0	14.0
价值评估 (倍)					营业费用	2572	2247	2359	2335
P/E	33.82	27.25	23.59	20.26	营业费用率%	3.3	2.5	2.3	2.0
P/B	6.57	8.74	6.70	5.59	管理费用	5326	5394	5949	6304
P/S	15.41	13.24	11.60	10.19	管理费用率%	6.9	6.0	5.8	5.4
EV/EBITDA	11.98	16.60	12.67	10.43	研发费用	22	27	31	35
股息率%	1.9	1.5	2.0	2.3	研发费用率%	0.0	0.0	0.0	0.0
盈利能力指标 (%)					EBIT	51331	63038	72804	84754
毛利率	91.4	92.7	93.0	94.0	财务费用	-4	-6	-8	-10
净利润率	45.6	48.6	49.2	50.3	财务费用率%	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	31.2	31.6	30.3	29.4	资产减值损失	1	0	0	0
资产回报率	22.0	22.9	22.4	22.0	投资收益	0	0	0	0
投资回报率	720.2	2069.2	4753.6	-2232.7	营业利润	51343	63044	72812	84764
盈利增长 (%)					营业外收支	-515	-248	-246	-245
营业收入增长率	26.4	16.5	14.1	13.8	利润总额	50828	62797	72565	84519
EBIT 增长率	32.0	22.8	15.5	16.4	EBITDA	52507	64256	74070	86071
净利润增长率	30.0	24.1	15.5	16.4	所得税	12998	15922	18424	21475
偿债能力指标					有效所得税率%	25.6	25.4	25.4	25.4
资产负债率%	26.5	23.5	21.1	19.2	少数股东损益	2626	3193	3696	4313
流动比率	3.2	3.8	4.3	4.8	归属母公司所有者净利润	35204	43682	50445	58731
速动比率	2.7	3.2	3.8	4.3					
现金比率	2.6	3.2	3.7	4.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	112075	143895	176891	218182
应收帐款周转天数	4.2	4.1	4.1	4.0	应收款项	564	1010	1152	1279
存货周转天数	1248.7	1259.8	1256.1	1257.3	存货	23507	22806	24554	24232
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	其它流动资产	1716	1720	1798	1873
固定资产周转率	5.1	5.9	6.8	7.9	流动资产合计	137862	169430	204395	245566
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	15249	15094	14881	14611
					在建工程	1954	1854	1754	1654
					无形资产	3499	3484	3475	3470
					非流动资产合计	21985	21634	21275	20840
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	159847	191065	225670	266406
净利润	35204	43682	50445	58731	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2626	3193	3696	4313	应付账款	1178	1086	1170	1154
非现金支出	1177	1218	1267	1316	预收账款	13577	14923	15387	16927
非经营收益	354	317	276	295	其它流动负债	27683	28857	31051	32946
营运资金变动	2025	2680	772	3540	流动负债合计	42438	44866	47607	51027
经营活动现金流	41385	51090	56457	68195	长期借款	0	0	0	0
资产	-1607	-1195	-1192	-1186	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	-22	11	8	9	负债总计	42438	44866	47607	51027
投资活动现金流	-1629	-1184	-1184	-1177	实收资本	1256	1256	1256	1256
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	112839	138435	166603	199607
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	4570	7763	11459	15773
其他	-16441	-18085	-22278	-25727	负债和所有者权益合计	159847	191065	225670	266406
融资活动现金流	-16441	-18085	-22278	-25727					
现金净流量	23315	31821	32995	41291					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-7-18

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。