

贵州茅台 (600519.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2019-08-09)

962.03 元

交易数据

总市值(百万元)	1,208,499.97
流通市值(百万元)	1,208,499.97
总股本(百万股)	1,256.20
流通股本(百万股)	1,256.20
12个月价格区间	509.02/1035.60 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.82	19.27	45.11
绝对收益	-2.09	13.68	44.37

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

相关报告

- 贵州茅台: 巨人再迈大步, 完成全年目标决心坚定 2019-07-18
- 贵州茅台: 业绩超预期增长, 期待大象继续起舞 2019-05-27
- 贵州茅台: 三季度业绩迎来新高度, 龙头地位稳固 2017-10-30

茅台集团营销方案落地, 期待旺季放量加快

事件: 公司发布《关于上海证券交易所监管工作函的回复公告》和《关于子公司向关联方销售产品的公告》, 2019年遵循不超过2018年末净资产的5% (56亿元), 继续向茅台集团销售茅台酒及系列。

投资要点

- ◆ **控股股东并不全盘直销茅台酒的配额计划, 交易金额不超过2018年末净资产的5% (即56亿元), 销售价格与其他非关联经销商的购货价格相同或定价原则相同。**

第一, 交易金额不超过净资产的5%, 无需股东大会审议通过, 只需要通过董事会决议; 第二, 按照去年的吨价约202万元/吨计算, 对应茅台酒是2776吨; 第三, 除去往年与电商公司及集团其他公司的关联交易 (2018年接近25亿元), 增加了30亿左右的关联交易, 对集团的增量影响有限, 但是公司通过直销加强对市场价格的管控, 更能实现健康可持续发展; 第四, 公司和集团的结算定价方式与经销商969的打款价相同, 这是符合市场预期, 打消了市场关于公司与集团利益输送的疑虑。
- ◆ **直销板块再落一子, 放量规划明确。** 去年收回的不合格经销商份额中, 有2700多吨的关联交易, 剩下的一半将投入直营渠道, 其中600吨商超招商已经于上个月公式完毕。当前, 中标商超最近开始销售, 而且电商招标已经启动, 后期将继续加快放量。整体直营渠道的放量将推动茅台酒的吨价提升。
- ◆ **双节前增加投放, 加强价格的管控。** 茅台此前宣布双节之前增加7400吨的市场投放, 满足旺季消费需求; 茅台目前终端价格超过2700-2800元, 这样的放量有助于批价和终端价格的小幅回落, 但全年还处于紧平衡状态, 预计茅台的批价将保持坚挺。同时, 我们预计三季度的放量中直营占比提高, 有助于收入增速的提升。
- ◆ **投资建议:** 第二届董事会第五次会议决议以7:0通过关联交易的议案, 获得董事会批准后, 意味着成立三个月的茅台集团营销公司将正式加入茅台的营销板块, 助力全年的增长目标完成。我们上调公司2019年至2021年每股收益至33.51, 40.38和45.44元/股。净资产收益率分别为31.8%、32.4%和31.2%, 维持买入-A建议。
- ◆ **风险提示:** 终端消费疲软、提价不及预期、相关税收政策

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	61,062.8	77,199.4	89,145.3	106,888.3	120,492.0
同比增长(%)	52.1%	26.4%	15.5%	19.9%	12.7%
营业利润(百万元)	38,940.0	51,343.0	60,550.8	72,907.4	82,037.8
同比增长(%)	60.5%	31.9%	17.9%	20.4%	12.5%
净利润(百万元)	27,079.4	35,203.6	42,094.8	50,729.9	57,083.0
同比增长(%)	62.0%	30.0%	19.6%	20.5%	12.5%
每股收益(元)	21.56	28.02	33.51	40.38	45.44
PE	40.8	31.3	26.2	21.8	19.3
PB	12.1	9.8	8.3	7.1	6.0

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,062.8	77,199.4	89,145.3	106,888.3	120,492.0	年增长率					
减:营业成本	5,940.4	6,522.9	7,513.0	8,625.8	9,780.7	营业收入增长率	52.1%	26.4%	15.5%	19.9%	12.7%
营业税费	8,404.2	11,288.9	13,251.7	15,968.7	18,091.0	营业利润增长率	60.5%	31.9%	17.9%	20.4%	12.5%
销售费用	2,986.1	2,572.1	2,496.1	2,992.9	3,373.8	净利润增长率	62.0%	30.0%	19.6%	20.5%	12.5%
管理费用	4,720.5	5,325.9	5,348.7	6,413.3	7,229.5	EBITDA 增长率	58.8%	31.2%	16.5%	20.2%	12.4%
财务费用	-55.7	-3.5	-15.0	-19.8	-20.7	EBIT 增长率	60.2%	32.0%	17.6%	20.4%	12.5%
资产减值损失	-8.1	1.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	60.5%	31.2%	18.8%	20.4%	12.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.3%	-37.8%	-71.4%	432.7%	-93.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	26.5%	22.3%	19.2%	19.9%	18.5%
营业利润	38,940.0	51,343.0	60,550.8	72,907.4	82,037.8	盈利能力					
加:营业外净收支	-199.9	-515.4	-341.0	-341.0	-341.0	毛利率	90.3%	91.6%	91.6%	91.9%	91.9%
利润总额	38,740.1	50,827.6	60,209.8	72,566.4	81,696.8	营业利润率	63.8%	66.5%	67.9%	68.2%	68.1%
减:所得税	9,733.6	12,998.0	15,052.5	18,141.6	20,424.2	净利润率	44.3%	45.6%	47.2%	47.5%	47.4%
净利润	27,079.4	35,203.6	42,094.8	50,729.9	57,083.0	EBITDA/营业收入	65.7%	68.2%	68.8%	69.0%	68.8%
						EBIT/营业收入	63.9%	66.7%	67.9%	68.2%	68.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	28.7%	26.5%	24.9%	23.6%	21.8%
货币资金	87,868.9	112,074.8	137,472.4	160,274.6	197,088.8	负债权益比	40.2%	36.1%	33.1%	31.0%	27.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.91	3.25	3.52	3.77	4.17
应收帐款	31.3	-	36.2	7.2	41.7	速动比率	2.34	2.69	3.04	3.14	3.63
应收票据	1,221.7	563.7	1,417.3	958.0	1,719.6	利息保障倍数	-700.25	-14,622	-4,047	-3,685	-3,955
预付帐款	790.8	1,182.4	1,029.8	1,486.1	1,366.6	营运能力					
存货	22,057.5	23,507.0	22,405.6	32,703.4	29,784.1	固定资产周转天数	88	71	62	53	47
其他流动资产	279.0	534.0	534.0	534.0	534.0	流动营业资本周转天数	-82	-72	-76	-62	-57
可供出售金融资产	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0	流动资产周转天数	597	583	607	604	637
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	126	106	93	93	93
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	730	687	699	683	708
固定资产	15,244.1	15,248.6	15,573.3	15,741.7	15,535.3	投资资本周转天数	40	25	11	12	10
在建工程	2,016.4	1,954.3	2,987.1	3,295.3	3,366.1	费用率					
无形资产	3,458.6	3,499.2	3,439.0	3,378.6	3,318.0	销售费用率	4.9%	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	1,612.8	1,253.8	1,236.9	1,220.1	1,203.3	管理费用率	7.7%	6.9%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	134,610.1	159,846.7	186,160.5	219,628.0	253,986.6	财务费用率	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.5%	10.2%	8.8%	8.8%	8.8%
应付帐款	4,032.0	1,178.3	4,781.1	2,013.1	5,636.4	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	29.6%	31.2%	31.8%	32.4%	31.2%
其他流动负债	34,542.9	41,259.9	41,484.1	49,928.0	49,644.6	ROA	21.5%	23.7%	24.3%	24.8%	24.1%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	414.7%	587.0%	1120.8	4724.8	998.1%
其他非流动负债	15.6	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	38,590.5	42,438.2	46,265.2	51,941.0	55,281.0	DPS(元)	11.00	14.54	17.43	21.20	24.08
少数股东权益	4,568.1	4,569.9	7,632.5	11,327.5	15,517.0	分红比率	51.0%	51.9%	52.0%	52.5%	53.0%
股本	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	1,256.2	股息收益率	1.3%	1.7%	2.0%	2.4%	2.7%
留存收益	89,601.9	110,801.1	131,006.6	155,103.3	181,932.3						
股东权益	96,019.6	117,408.5	139,895.3	167,687.0	198,705.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	29,006.4	37,829.6	42,094.8	50,729.9	57,083.0	EPS(元)	21.56	28.02	33.51	40.38	45.44
加:折旧和摊销	1,125.8	1,175.4	811.6	855.1	882.8	BVPS(元)	72.80	89.83	105.29	124.47	145.83
资产减值准备	-8.1	1.3	-	-	-	PE(X)	40.8	31.3	26.2	21.8	19.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.1	9.8	8.3	7.1	6.0
财务费用	-	-	-15.0	-19.8	-20.7	P/FCF	40.0	29.3	24.5	24.1	17.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	18.1	14.3	12.4	10.3	9.2
少数股东损益	1,927.1	2,626.0	3,062.6	3,694.9	4,189.6	EV/EBITDA	25.4	18.9	15.9	12.9	11.1
营运资金的变动	-4,063.7	9,673.2	4,208.1	-4,573.1	5,599.5	CAGR(%)	23.3%	17.4%	36.1%	23.3%	17.4%
经营活动产生现金流量	22,153.0	41,385.2	50,162.0	50,687.0	67,734.2	PEG	1.7	1.8	0.7	0.9	1.1
投资活动产生现金流量	-1,120.6	-1,629.0	-2,108.9	-1,271.3	-686.7	ROIC/WACC	58.1	82.2	157.0	661.7	139.8
融资活动产生现金流量	-8,899.2	-16,441.1	-22,655.6	-26,613.4	-30,233.3						

资料来源: 贝格数据、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com