



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

贵州茅台 (600519):

集团销售方案落地, 配额好于预期, 利于长期发展

2019年8月12日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 962.03 元

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(百万股): 1,256.20

流通股本(百万股): 1,256.20

流通 A 股市值(亿元): 11,984

每股净资产(元): 91.35

资产负债率(%): 27.56

贵州茅台与上证综指涨跌幅走势



相关报告

- 1、茅台(600519)龙头地位稳固, 机遇与挑战并存

事件: 公司8月10日发布关于交易所监管工作函的回复公告, 并公告关于子公司向关联方销售产品的情况。2019年度, 公司遵循不超过2018年末净资产金额5%的标准, 继续向茅台集团控股子公司和分公司销售公司产品, 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。

靴子落地, 配额方案好于市场预期。以2018年茅台酒吨价为基础估算, 今年公司茅台酒的关联交易量预计在2500-2800吨, 占全年销售量的7-8%。此前公司亦出售商品给关联公司, 2017、18年的出售金额分别为26.79、25.51亿元。根据方案, 2019年公司关联交易的出售商品部分将达到56亿元, 同比增长119.52%, 预计占全年销售额的6-7%, 其中增量占3.5%左右。之前市场上最悲观预期为6000吨收回的经销商额度全部转为集团销售公司额度, 目前这些额度除关联交易、直销、团购及商超渠道公布的额度外还剩余1200吨, 此次方案好于市场预期。

集团销售公司与经销商同价购货, 利于长期发展。方案明确集团销售公司与经销商同价同权, 符合我们的预期。虽然公司不会以1499元的终端建议价全部直销或以高于出厂价的价格销售给集团销售公司, 但从长远来看, 过于依赖直营实际上不利于公司对终端的把控及市场建设, 方案为公司今后的发展留出了余地。

卖方市场稳定, 控价稳市, 中长期业绩确定性强。目前公司卖方市场稳固, 集团关联交易方案符合我们预期, 叠加上周公司召开了市场工作会, 针对茅台酒价格非理性上涨部署多项举措控价稳市, 有利于中长期稳健发展。我们维持此前盈利预测不变, 公司2019-21年EPS分别为34.95、39.89、47.58元, 基于其成长能力以及公司2019年25-30倍PE, 维持“推荐”评级。

风险提示: 食品安全问题; 公司经营业绩低于预期; 公司改革效果不及预期; 人民币汇率波动风险; 国内利率上调风险; 中国宏观经济数据不及预期; 美联储货币政策变化; 国内外资本市场波动风险。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	77199	89449	103803	119373
增长率(%)	26.49	15.87	16.05	15.01
归母净利(百万元)	35203	43910	50106	59770
增长率(%)	30.00	24.73	13.11	19.29
每股收益(元)	28.02	34.95	39.89	47.58

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 2019-2021年业绩为作者预测值。

盈利预测:

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
货币资金	112075	137283	171604	220694	
应收账款及票据	564	368	427	654	
存货	23507	22653	31435	36307	
预付账款	1182	1480	2524	2777	
其他流动资产	534	361	368	402	
流动资产合计	137862	162145	206357	260833	
固定资产合计	15249	32102	46545	60891	
无形资产	3499	4096	4767	5487	
递延所得税资产	1049	1049	1049	1049	
其他非流动资产	2159	4919	5112	3312	
资产总计	159847	204341	263859	331601	
递延所得税资产	1178	1122	1635	1729	
资产总计	13577	9839	10380	11937	
短期借款	2035	3035	4934	5679	
应付票据及应付账款	10771	11628	13494	15518	
预收账款	14878	15322	17554	18288	
应付职工薪酬	42438	40946	47997	53153	
应交税费	1178	1122	1635	1729	
其他流动负债	13577	9839	10380	11937	
流动负债合计	2035	3035	4934	5679	
负债合计	42438	40946	47997	53153	
归属于母公司的所有者权益	112839	156755	206862	266632	
少数股东权益	4570	6639	9000	11816	
股东权益	117408	163394	215862	278449	
负债及股东权益	159847	204341	263859	331601	
现金流量表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流净额	112839	156755	206862	266632	
资本性支出	4570	6639	9000	11816	
投资活动现金流净额	117408	163394	215862	278449	
现金净流量	159847	204341	263859	331601	

财务和估值数据摘要		单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	77199	89449	103803	119373	
营业成本	6659	7402	11474	12621	
毛利	70540	82046	92329	106752	
% 营业收入	91%	92%	89%	89%	
税金及附加	11289	12523	13494	14325	
% 营业收入	15%	14%	13%	12%	
销售费用	2572	4733	4671	4775	
% 营业收入	3%	5%	5%	4%	
管理费用	5326	6709	8304	9550	
% 营业收入	7%	8%	8%	8%	
研发费用	22	36	42	48	
% 营业收入	0%	0%	0%	0%	
财务费用	-4	-3766	-4653	-5905	
% 营业收入	0%	-4%	-4%	-5%	
营业利润	51343	61804	70456	83948	
% 营业收入	67%	69%	68%	70%	
营业外收支	-515	-499	-499	-499	
利润总额	50828	61305	69957	83449	
% 营业收入	66%	69%	67%	70%	
所得税费用	12998	15326	17489	20862	
净利润	37830	45979	52468	62587	
归母净利润	35204	43910	50106	59770	
少数股东损益	2626	2069	2361	2816	
EPS (元/股)	28.02	34.95	39.89	47.58	

基本指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (元)	28.02	34.95	39.89	47.58
PE (倍)	21.05	27.52	24.12	20.22
PEG	0.70	1.11	1.71	1.05
PB (倍)	6.57	7.71	5.84	4.53
EV/EBITDA	11.98	17.96	15.35	12.35
ROE	31%	28%	24%	22%

数据来源: wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2019年8月9日, 2019-2021年业绩为作者预测值。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层