



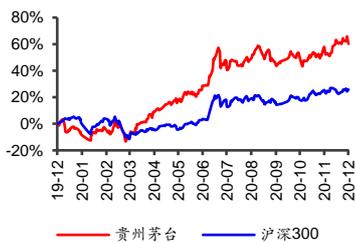
再划转股份或超预期，十四五可展望年增双位数

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-12-24

收盘价(元)	1818.11
近12个月最高/最低(元)	1906/949
总股本(百万股)	1256
流通股本(百万股)	1256
流通股比例(%)	100
总市值(亿元)	22839
流通市值(亿元)	22839

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

《贵州茅台首次覆盖：产能释放新周期，量价提升仍可期》

《贵州茅台点评报告：中报符合预期，唯需紧密关注供给》

事件：

贵州茅台公告，集团拟通过无偿划转方式将持有的本公司5024万股股份（占本公司总股本的4%）划转至贵州省国有资本运营有限责任公司。

主要观点：

第二次划转，或超市场预期。2019年12月26日，贵州茅台第一次发布了类似的股权划转公告，也是集团将持有的5024万股无偿划转至贵州省国有资本运营有限责任公司。尽管此前部分投资人有所考虑，但连续第二年划转，或超了市场预期。本次划转后，集团持有贵州茅台54%的股份，集团技术开发公司也持有2.21%的股份，集团保持绝对控股前提下，未来股权划转空间仍存。

划转股份用途或可参考第一次。截止2020年12月23日，贵州国有资本运营有限责任公司及其母公司贵州金融控股集团有限责任公司（贵州贵民投资集团有限责任公司）合计持有贵州茅台约1207万股，占公司总股本的0.96%。故2019年12月26日至今，贵州国有资本运营有限责任公司至少减持了3817万股，且4Q20在继续减持。贵州金融控股集团有限责任公司（贵州贵民投资集团有限责任公司）是贵州省财政厅全资子公司，合理推断，减持资金或用于补充财政。本次划转数量与2019年12月26日公告相同，合理展望，用途或也可参考第一次。

十四五仍将量价齐升，营收、利润年复合增双位数可期。根据微信公众号“茅台时空”报道，茅台集团十四五将力争成为贵州省首家世界500强企业。《财富》杂志2020年世界500强营收门槛约1767亿元人民币，假设此门槛不变，集团营收同比估计需增长约60%，年复合增约9.9%。考虑未来世界500强营收门槛更可能逐步增长，十四五集团营收年复合增双位数可期，利润增速也应可至少同步，股份公司营收约占集团90%，增速也需同步。为达到此目标，一方面十四五期间茅台将继续扩大产能，另一方面，预计出厂价大概率将上涨1-2次。

维持“买入”评级。维持2020~2022年业绩预测，预计归母净利同增8.9%、6.9%、26.5%，EPS35.73、38.2、48.32元，PE为51.5、48.2、38.1倍。通过渠道、产品结构驱动均价上升，茅台酒厂有望顺利完成2020年营收增10%的计划。展望十四五，茅台仍可通过量、价齐升来维持营收、利润年复合增双位数，维持“买入”评级。

风险提示

白酒行业景气度下行风险，管理层更换易导致业务波动风险，政策风险

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	88,854	97,610	104,301	128,297
收入同比(%)	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
归属母公司净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
净利润同比(%)	17.1%	8.9%	6.9%	26.5%
毛利率(%)	91.6%	91.6%	91.7%	92.2%
ROE(%)	33.1%	30.2%	27.6%	29.7%
每股收益(元)	32.80	35.73	38.20	48.32
P/E	56.1	51.5	48.2	38.1
P/B	17.0	14.3	12.4	10.4
EV/EBITDA	38.3	33.0	30.9	24.6

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	159,024	194,753	224,545	275,721	营业收入	88,854	97,610	104,301	128,297
现金	13,252	46,178	76,524	121,616	营业成本	7,430	8,168	8,681	10,027
应收账款	1,463	1,160	1,478	1,672	营业税金及附加	12,733	15,300	16,348	20,109
其他应收款	77	74	84	100	销售费用	3,279	3,279	3,443	3,615
预付账款	1,549	1,592	1,751	1,989	管理费用	6,119	6,608	7,135	7,770
存货	25,285	28,616	29,976	34,877	财务费用	7	-2	-5	-9
其他流动资产	117,399	117,132	114,731	115,467	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	24,018	24,122	24,207	24,287	公允价值变动收益	-14	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	17,663	17,791	17,863	17,940	营业利润	59,041	64,204	68,639	86,782
无形资产	4,728	4,705	4,714	4,722	营业外收入	9	9	9	9
其他非流动资产	1,627	1,625	1,630	1,626	营业外支出	268	268	268	268
资产总计	183,042	218,874	248,752	300,008	利润总额	58,783	63,946	68,380	86,523
流动负债	41,093	48,548	50,110	61,064	所得税	14,813	16,048	17,166	21,738
短期借款	0	0	0	0	净利润	43,970	47,897	51,214	64,785
应付账款	1,514	1,570	1,718	1,956	少数股东损益	2,764	3,018	3,226	4,081
其他流动负债	39,580	46,978	48,392	59,108	归属母公司净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
非流动负债	73	73	73	73	EBITDA	60,292	65,407	69,854	87,996
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	32.80	35.73	38.20	48.32
其他非流动负债	73	73	73	73					
负债合计	41,166	48,621	50,183	61,136					
少数股东权益	5,866	8,884	12,110	16,192					
股本	1,256	1,256	1,256	1,256					
资本公积	1,375	1,375	1,376	1,378					
留存收益	132,488	157,848	182,936	219,155					
归属母公司股东权益	136,010	161,370	186,459	222,680					
负债和股东权益	183,042	218,874	248,752	300,008					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	45,211	53,779	54,532	70,878
净利润	41,206	44,880	47,988	60,704
折旧摊销	1,150	1,106	1,114	1,119
财务费用	7	-2	-5	-9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-	4,678	2,102	4,877
其他经营现金	124,228	3,117	3,334	4,187
投资活动现金流	-3,166	-1,334	-1,293	-1,310
资本支出	-1,621	-1,334	-1,293	-1,310
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-1,544	0	0	0
筹资活动现金流	-19,284	-19,518	-22,894	-24,476
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	-19,284	-19,518	-22,894	-24,476
现金净增加额	22,761	32,927	30,345	45,092

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	15.1%	9.9%	6.9%	23.0%
营业利润	15.0%	8.7%	6.9%	26.4%
归属于母公司净利润	17.1%	8.9%	6.9%	26.5%
获利能力				
毛利率(%)	91.6%	91.6%	91.7%	92.2%
净利率(%)	49.5%	49.1%	49.1%	50.5%
ROE(%)	33.1%	30.2%	27.6%	29.7%
ROIC(%)	62.1%	36.6%	40.1%	51.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	22.5%	22.2%	20.2%	20.4%
净负债比率(%)	-9.3%	-27.1%	-38.5%	-50.9%
流动比率	3.87	4.01	4.48	4.52
速动比率	3.25	3.42	3.88	3.94
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.49	0.45	0.47
应收账款周转率	87.68	74.43	79.06	81.46
应付账款周转率	5.52	5.30	5.28	5.46
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	32.80	35.73	38.20	48.32
每股经营现金流(最新摊薄)	35.99	42.81	43.41	56.42
每股净资产(最新摊薄)	108.27	128.46	148.43	177.27
估值比率				
P/E	56.1	51.5	48.2	38.1
P/B	17.0	14.3	12.4	10.4
EV/EBITDA	38.3	33.0	30.9	24.6

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，一年研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

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%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。