

投资评级：买入(维持)

贵州茅台(600519)

目标价:1066.2元

二季度增速放缓，静待直营方案落地

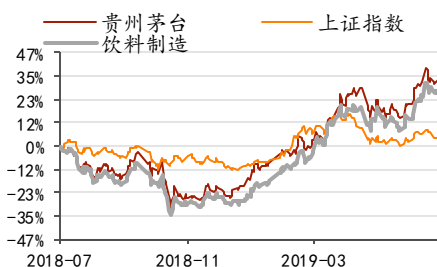
## 市场数据 2019-07-12

收盘价(元)	986.09
一年内最低/最高(元)	509.02/1035.60
市盈率	32.3
市净率	9.88

## 基础数据

净资产收益率(%)	34.46
资产负债率(%)	26.5
总股本(亿股)	12.56

## 最近12月股价走势



## 联系信息

张文录	分析师
SAC 证书编号: S0160517100001	
zhangwenlu@ctsec.com	
刘鸷飞	联系人
liuaf@ctsec.com	

## 相关报告

- 《贵州茅台(600519):年报业绩表现亮眼, 2019年保持乐观》 2019-04-09
- 《贵州茅台(600519):全年增速稳健, 结构升级继续》 2019-01-02
- 《贵州茅台(600519):高基数致使增速下降, 白酒龙头未来换挡前行》 2018-10-29

● **事件:** 贵州茅台发布 2019 年上半年主要经营数据公告: 报告期内实现营业收入 412 亿元, 同比增长 16.9%; 实现归属于上市公司股东的净利润 199 亿元, 同比增长 26.2%。实现茅台酒基酒产量 3.44 万吨, 系列酒基酒产量 1.09 万吨。

● **Q2 单季度低于预期, 发货量小幅增长。** 测算公司 Q2 实现营业收入 187 亿元, 同比增长 11.0%; 实现归母净利润 87 亿元, 同比增长 19.6%。二季度收入略低于预期, 原因在于发货量同比未有增长, 而直营公司方案暂未落地。上半年茅台酒执行计划 1.4 万吨, 而据渠道调研, 部分经销商已提前执行 7 月份计划, 因此总发货量同比小幅增长。由于茅台直销方案仍未落地, 因此在发货量小幅增长的情况下, 业绩增速放缓属于正常。上半年基本面情况仍需等待报表端现金流以及应收账款科目进一步确认。

● **批价持续上涨, 渠道库存仍低。** Q2 普茅一批价持续提升, 目前已经突破 2000 元/瓶, 部分地区达到 2100 元/瓶以上, 但近期上涨趋缓。另外根据渠道调研来看, 在 7 月份计划执行完后经销商库存仍然偏紧。批价的高企以及渠道低位仍然反映茅台酒终端需求旺盛, 而接下来的双节备货旺季仍值得期待。

● **中长期逻辑不变, 静待直销方案落地。** 我们预计今年茅台的增量主要来自于直销比例提升, 但市场目前担忧的点尚未落地, 即公司将以何种价格供给直销公司。我们认为由于涉及多方面利益关系, 方案的确定影响重大, 因此尚需谨慎斟酌。但公司长期逻辑不会因此而改变, 原因在于需求端旺盛与供给端偏紧的现状仍未打破, 同时公司属于国内品牌溢价能力最强的消费品公司, 长期利润仍有保障。

## ● 盈利预测及投资建议

预计 2019-2021 年 EPS 为 35.54 元、41.47 元、49.89 元, 对应 PE 为 27.7 倍、23.8 倍、19.8 倍。维持“买入”评级, 维持目标价 1066.2 元。

**风险提示:** 白酒行业政策性风险; 市场需求变化风险; 直营公司方案不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	61,063	77,199	90,617	105,506	124,979
增长率	52.1%	26.4%	17.4%	16.4%	18.5%
归属母公司股东净利润(百万)	27,079	35,204	44,650	52,092	62,674
增长率	62.0%	30.0%	26.8%	16.7%	20.3%
每股收益(元)	21.56	28.02	35.54	41.47	49.89
市盈率(倍)	45.7	35.2	27.7	23.8	19.8

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>61,063</b>	<b>77,199</b>	<b>90,617</b>	<b>105,506</b>	<b>124,979</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	5,940	6,523	5,608	6,560	6,730	营业收入增长率	52.1%	26.4%	17.4%	16.4%	18.5%
营业税费	8,404	11,289	9,968	11,606	13,748	营业利润增长率	60.5%	31.9%	25.5%	16.7%	20.5%
销售费用	2,986	2,572	3,019	4,063	4,380	净利润增长率	62.0%	30.0%	26.8%	16.7%	20.3%
管理费用	4,721	5,326	7,569	8,082	9,545	EBITDA 增长率	58.8%	31.2%	24.6%	16.4%	20.2%
财务费用	-56	-4	-18	-22	-27	EBIT 增长率	60.2%	32.0%	25.1%	16.7%	20.5%
资产减值损失	-8	1	21	22	26	NOPLAT 增长率	60.5%	31.2%	26.0%	16.6%	20.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-7.3%	-37.8%	54.0%	15.7%	14.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	26.5%	22.3%	22.2%	22.3%	22.6%
<b>营业利润</b>	<b>38,940</b>	<b>51,343</b>	<b>64,449</b>	<b>75,193</b>	<b>90,577</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-200	-515	-341	-352	-403	毛利率	90.3%	91.6%	93.8%	93.8%	94.6%
<b>利润总额</b>	<b>38,740</b>	<b>50,828</b>	<b>64,108</b>	<b>74,841</b>	<b>90,174</b>	营业利润率	63.8%	66.5%	71.1%	71.3%	72.5%
减: 所得税	9,734	12,998	16,210	18,956	22,900	净利率	44.3%	45.6%	49.3%	49.4%	50.1%
<b>净利润</b>	<b>27,079</b>	<b>35,204</b>	<b>44,650</b>	<b>52,092</b>	<b>62,674</b>	EBITDA/营业收入	65.7%	68.2%	72.4%	72.4%	73.4%
						EBIT/营业收入	63.9%	66.7%	71.1%	71.2%	72.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	87,869	112,075	135,600	167,304	206,016	固定资产周转天数	88	71	59	47	37
交易性金融资产	-	-	-	-	-	<b>流动营业资本周转天数</b>	-82	-72	-60	-44	-32
应收账款	31	-	35	6	44	流动资产周转天数	597	583	586	610	625
应收票据	1,222	564	3,464	586	4,968	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	791	1,182	625	1,198	1,420	存货周转天数	126	106	80	81	74
存货	22,057	23,507	16,998	30,746	20,847	总资产周转天数	730	687	673	682	683
其他流动资产	279	534	525	446	502	投资资本周转天数	40	25	20	23	22
可供出售金融资产	29	29	29	29	29	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	29.6%	31.2%	32.9%	31.8%	31.5%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	21.5%	23.7%	26.8%	25.3%	26.5%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	414.7%	587.0%	1188.4%	899.6%	935.4%
固定资产	15,244	15,249	14,329	13,393	12,440	<b>费用率</b>					
在建工程	2,016	1,954	2,010	2,077	2,160	销售费用率	4.9%	3.3%	3.3%	3.9%	3.5%
无形资产	3,459	3,499	3,565	3,627	3,686	管理费用率	7.7%	6.9%	8.4%	7.7%	7.6%
其他非流动资产	1,613	1,254	1,527	1,314	1,171	财务费用率	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>134,610</b>	<b>159,847</b>	<b>178,811</b>	<b>220,942</b>	<b>253,624</b>	三费/营业收入	12.5%	10.2%	11.7%	11.5%	11.1%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	4,032	1,178	4,164	2,684	4,111	资产负债率	28.7%	26.5%	19.7%	20.6%	15.1%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	40.2%	36.1%	24.6%	25.9%	17.9%
其他流动负债	34,543	41,260	31,146	42,173	33,707	流动比率	2.91	3.25	4.45	4.46	6.18
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.34	2.69	3.97	3.78	5.63
其他非流动负债	16	-	-	550	600	利息保障倍数	-700.25	-14,622.31	-3,609.40	-3,443.24	-3,365.33
<b>负债总额</b>	<b>38,590</b>	<b>42,438</b>	<b>35,311</b>	<b>45,408</b>	<b>38,418</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	4,568	4,570	7,818	11,613	16,212	DPS(元)	11.00	11.00	16.74	18.99	21.97
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256	分红比率	51.0%	39.2%	47.1%	45.8%	44.0%
留存收益	89,602	110,801	134,426	162,666	197,737	股息收益率	1.1%	1.1%	1.7%	1.9%	2.2%
<b>股东权益</b>	<b>96,020</b>	<b>117,408</b>	<b>143,500</b>	<b>175,535</b>	<b>215,206</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	21.56	28.02	35.54	41.47	49.89
净利润	29,006	37,830	44,650	52,092	62,674	BVPS(元)	72.80	89.83	108.01	130.49	158.41
加: 折旧和摊销	1,126	1,175	1,183	1,201	1,218	PE(X)	45.7	35.2	27.7	23.8	19.8
资产减值准备	-8	1	21	22	26	PB(X)	13.5	11.0	9.1	7.6	6.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	44.9	32.9	29.2	24.0	20.1
财务费用	-	-	-18	-22	-27	P/S	20.3	16.0	13.7	11.7	9.9
投资收益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	28.7	21.5	16.9	14.2	11.4
少数股东损益	1,927	2,626	3,248	3,794	4,600	CAGR(%)	24.4%	21.2%	38.8%	24.4%	21.2%
营运资金的变动	-4,064	9,673	-3,335	-1,657	-1,790	PEG	1.9	1.7	0.7	1.0	0.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>22,153</b>	<b>41,385</b>	<b>45,750</b>	<b>55,430</b>	<b>66,702</b>	ROIC/WACC	39.5	55.9	113.2	85.7	89.1
投资活动产生现金流量	-1,121	-1,629	-435	-447	-463	REP	4.5	5.0	1.6	1.7	1.4
融资活动产生现金流量	-8,899	-16,441	-21,789	-23,279	-27,526						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。