

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 962.03
合理价格区间(元): 1,144.32~1,215.84

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

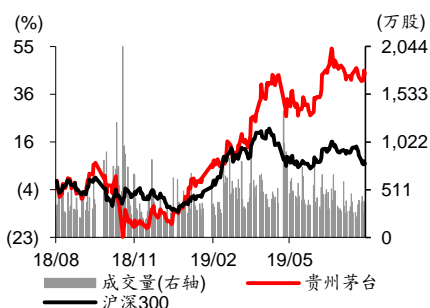
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《贵州茅台(600519,买入): 盈利能力提升, 业绩实现平稳增长》2019.07
- 2《贵州茅台(600519,买入): Q1 实现开门红, 净利率有所提升》2019.04
- 3《贵州茅台(600519,买入): 业绩超预期, 茅台酒销量超规划》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,256
流通 A 股 (百万股)	1,256
52 周内股价区间 (元)	524.00-1031.86
总市值 (百万元)	1,208,500
总资产 (百万元)	165,122
每股净资产 (元)	91.35

资料来源: 公司公告

关联方案终落地, 业绩增长有保证

贵州茅台(600519)

集团营销公司方案落地, 交易金额不超过上年末净资产金额的 5%

8月9日, 贵州茅台发布《贵州茅台酒股份有限公司关于子公司向关联方销售产品的公告》, 公告显示 2019 年度公司遵循不超过 2018 年末净资产金额 5% 的标准, 继续向茅台集团销售公司产品。历经 3 个月时间, 集团营销公司方案终于落地, 交易定价合理, 未损害公司及股东特别是中小股东利益。我们认为, 茅台集团销售公司产品, 将补足公司现有营销体系短板, 有效提升品牌影响力, 增强应对市场波动、熨平经济周期的能力, 助力公司持续、稳定、健康发展。我们预计, 公司 2019-2021 年 EPS 分别为 35.76 元、45.47 元和 54.26 元, 维持“买入”评级。

按 2018 年茅台酒吨价计算, 此次交易金额对应约 2772 吨茅台酒

此次方案公布的 2019 年度交易金额不超过公司 2018 年末净资产金额的 5% (56 亿元), 按照公司 2018 年年报披露茅台酒销售金额和吨数计算, 2018 年茅台酒吨价为 202 万元/吨, 我们假设 2019 年营销公司采购的茅台酒吨价与 2018 年持平, 那么, 56 亿元交易金额对应茅台酒为 2772 吨, 仅占公司年初计划茅台酒销售量 3.1 万吨的 9%。

茅台酒将通过直营和团购形式投放, 600 吨商超渠道已率先落地

公司在回复上交所监管工作函的公告中也显示: 重新统筹因违规被收回的茅台酒经营权, 将其投放到自营、团购等符合公司营销战略布局的渠道和方式。因此, 公司收回的茅台酒将通过直营和团购形式投放市场。今年 4 月 19 日, 贵州茅台酒销售有限公司在贵州省招标投标公共服务平台首次就 600 吨茅台酒公开对全国、贵州省内商超、卖场招商。6 月 21 日, 根据贵州省招标投标公共服务平台公布的公示信息, 物美、华润万家、大润发作为全国商超、卖场首批入围, 贵阳星力百货等首批入围的贵州本地商超、卖场, 彰显出公司直营渠道落地正在有条不紊的推进。

方案明确了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

对于此次交易方案定价原则, 公告明确了“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”, 即集团营销公司享受与经销商相同的出厂价; 对于计算方式, 公告也明确了“结算方式与其他非关联经销商的结算方式相同”。我们认为, 茅台集团营销公司销售公司产品, 能够借助集团在渠道和资源等方面的优势, 进一步拓宽股份公司产品销售渠道, 有利于公司持续、稳定和健康发展。

公司业绩或将持续提升, 维持“买入”评级

我们认为, 随着直销渠道逐渐落地, 公司业绩将保持较快增长。我们预计贵州茅台 2019~2021 年分别实现销售收入 927.81 亿元、1151.5 亿元和 1357.41 亿元, 分别同比增长 20%、24%和 18%; EPS 分别为 35.76 元、45.47 元和 54.26 元, 分别同比增长 28%、27%和 19%。可比公司平均 PE 为 31.4 倍, 给予公司 2019 年 32~34 倍 PE 估值, 目标价范围为 1144.32 元~1215.84 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 经营业绩低于目标、行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	61,063	77,199	92,781	115,150	135,741
+/-%	52.07	26.43	20.18	24.11	17.88
归属母公司净利润 (百万元)	27,079	35,204	44,922	57,119	68,157
+/-%	61.97	30.00	27.61	27.15	19.32
EPS (元, 最新摊薄)	21.56	28.02	35.76	45.47	54.26
PE (倍)	44.63	34.33	26.90	21.16	17.73

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

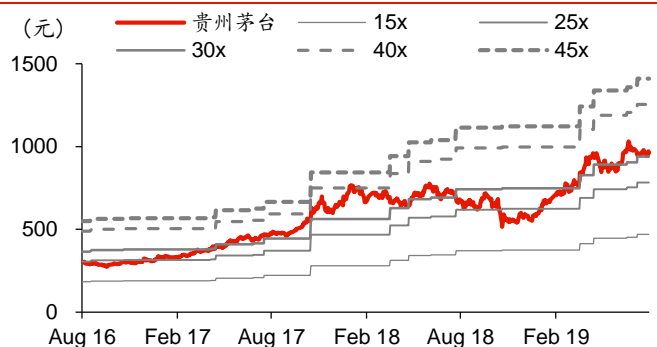
图表1: 贵州茅台可比公司一致预期

代码	公司	PE (TTM)	PE (2019E)	PE (2020E)	PE (2021E)
000858.SZ	五粮液	30.77	26.74	22.04	18.52
000568.SZ	泸州老窖	28.76	24.63	19.73	16.24
600887.SH	伊利股份	25.25	23.60	21.10	18.30
603288.SH	海天味业	57.56	50.79	42.64	36.23
		35.59	31.44	26.38	22.32

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2019年8月10日

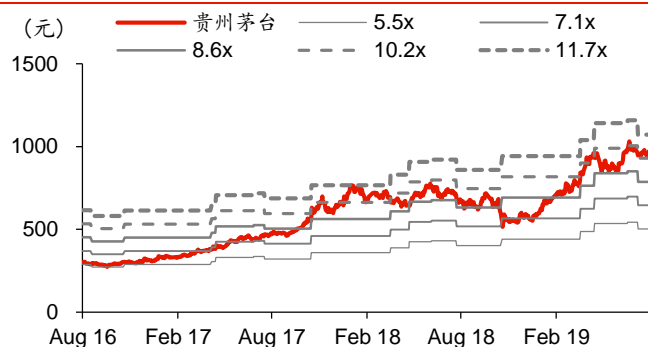
PE/PB - Bands

图表2: 贵州茅台历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 贵州茅台历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	112,249	137,862	184,558	233,552	292,485
现金	87,869	112,075	154,541	199,408	253,641
应收账款	0.00	0.00	1.64	1.36	1.87
其他应收账款	272.78	393.89	449.67	567.08	666.32
预付账款	790.81	1,182	780.88	884.98	1,007
存货	22,057	23,507	27,330	31,280	35,481
其他流动资产	1,259	703.82	1,455	1,410	1,687
非流动资产	22,361	21,985	25,863	29,376	32,920
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	15,244	15,249	18,677	22,009	25,372
无形资产	3,459	3,499	3,421	3,356	3,287
其他非流动资产	3,658	3,237	3,765	4,011	4,261
资产总计	134,610	159,847	210,421	262,928	325,405
流动负债	38,575	42,438	44,815	49,852	55,517
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	992.06	1,178	1,411	1,599	1,819
其他流动负债	37,583	41,260	43,405	48,253	53,697
非流动负债	15.57	0.00	7.79	4.76	5.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	15.57	0.00	7.79	4.76	5.55
负债合计	38,590	42,438	44,823	49,856	55,522
少数股东权益	4,568	4,570	7,837	12,010	16,995
股本	1,256	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	1,375	1,375	1,375	1,375	1,375
留存公积	88,227	109,426	155,130	198,430	250,257
归属母公司股东权益	91,452	112,839	157,761	201,062	252,888
负债和股东权益	134,610	159,847	210,421	262,928	325,405

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	22,153	41,385	47,385	63,732	75,869
净利润	29,006	37,830	48,189	61,292	73,142
折旧摊销	1,126	1,175	1,240	1,547	1,872
财务费用	(55.72)	(3.52)	(66.65)	(88.49)	(113.26)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(8,318)	2,025	(1,861)	936.91	981.83
其他经营现金	394.70	359.12	(116.76)	44.39	(13.59)
投资活动现金	(1,121)	(1,629)	(4,979)	(5,137)	(5,418)
资本支出	1,125	1,607	5,000	5,100	5,400
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	4.37	(22.21)	21.17	(36.99)	(17.60)
筹资活动现金	(8,899)	(16,441)	60.20	(13,728)	(16,218)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8,899)	(16,441)	60.20	(13,728)	(16,218)
现金净增加额	12,133	23,315	42,466	44,867	54,233

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	61,063	77,199	92,781	115,150	135,741
营业成本	5,940	6,523	7,809	8,850	10,071
营业税金及附加	8,404	11,289	12,989	16,121	19,004
营业费用	2,986	2,572	2,783	2,994	3,258
管理费用	4,702	5,326	4,639	4,951	5,430
财务费用	(55.72)	(3.52)	(66.65)	(88.49)	(113.26)
资产减值损失	(8.05)	1.29	0.51	0.21	(0.31)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	38,940	51,343	64,626	82,322	98,092
营业外收入	12.20	11.62	13.00	14.00	15.00
营业外支出	212.14	527.00	386.93	404.49	419.06
利润总额	38,740	50,828	64,252	81,931	97,688
所得税	9,734	12,998	16,063	20,639	24,546
净利润	29,006	37,830	48,189	61,292	73,142
少数股东损益	1,927	2,626	3,267	4,173	4,985
归属母公司净利润	27,079	35,204	44,922	57,119	68,157
EBITDA	40,010	52,515	65,800	83,780	99,851
EPS (元, 基本)	21.56	28.02	35.76	45.47	54.26

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	52.07	26.43	20.18	24.11	17.88
营业利润	60.47	31.85	25.87	27.38	19.16
归属母公司净利润	61.97	30.00	27.61	27.15	19.32
获利能力 (%)					
毛利率	90.27	91.55	91.58	92.31	92.58
净利率	44.35	45.60	48.42	49.60	50.21
ROE	29.61	31.20	28.47	28.41	26.95
ROIC	438.17	935.02	499.54	499.52	493.61
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.67	26.55	21.30	18.96	17.06
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	2.91	3.25	4.12	4.68	5.27
速动比率	2.34	2.69	3.51	4.06	4.63
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.52	0.50	0.49	0.46
应收账款周转率	18,824	47,598	112,947	76,709	84,081
应付账款周转率	5.85	6.01	6.03	5.88	5.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	21.56	28.02	35.76	45.47	54.26
每股经营现金流(最新摊薄)	17.64	32.94	37.72	50.73	60.40
每股净资产(最新摊薄)	72.80	89.83	125.59	160.06	201.31
估值比率					
PE (倍)	44.63	34.33	26.90	21.16	17.73
PB (倍)	13.21	10.71	7.66	6.01	4.78
EV_EBITDA (倍)	27.52	20.96	16.73	13.14	11.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com