

投资评级 优于大市 维持

关联交易尘埃落定，渐进改革稳以至远

股票数据

08月12日收盘价(元)	1018.63
52周股价波动(元)	509.02-1035.60
总股本/流通A股(百万股)	1256/1256
总市值/流通市值(百万元)	1279601/1279601

相关研究

《治理变化影响深远，营销转型砥砺前行》
2019.04.01

《增长“神话”持续，治理影响深远》
2018.11.07

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.3	14.0	14.0
相对涨幅(%)	6.2	13.8	14.8

资料来源:海通证券研究所

分析师:闻宏伟

Tel:(010)58067941

Email:whw9587@htsec.com

证书:S0850514030001

分析师:唐宇

Tel:(021)23219389

Email:ty11049@htsec.com

证书:S0850517110004

分析师:成珊

Tel:(021)23212207

Email:cs9703@htsec.com

证书:S0850516080006

联系人:程碧升

Tel:(021)23154171

Email:cbs10969@htsec.com

投资要点:

- **事件。**近日公司发布《关于子公司向关联方销售产品的公告》和《关于上海证券交易所监管工作函的回复公告》。
- **公告售酒金额占比较低，售价与非关联经销商相同。**根据公告，贵州茅台股份公司向茅台集团销售产品包括茅台酒及系列酒。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)。占公司2018年营业收入736.39亿元的7.60%，按此比例预计茅台酒销量2470吨(2018年销量3.25万吨*7.60%=2470吨)。按2018年年报制定的2019年收入增长14%计算，占2019年收入计划的6.67%。向茅台集团销售产品的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，结算方式与其他非关联经销商的结算方式也相同。
- **短期控价是第一要务，公告方案无需股东表决效率最高。**根据公司官网信息，8月7日晚贵州茅台酒股份有限公司召开市场工作会，部署当前茅台酒市场工作。这是继2017年4月以来的两年间，公司又一次专门针对价格问题而召开的会议。价格上涨的问题引起了贵州省委省政府的高度关注。7月底至今，贵州省委省政府针对茅台酒市场价格的问题连续召开多次会议，省委主要领导作出指示，要求严格防止茅台酒过度炒作。公司领导表示“要控制价格，而不是稳住价格”，并制定加大市场投放、投放的计划和销售的结果按月挂钩、新渠道和老渠道互为补充等六项措施。
- **股份公司可直营比例上升，但下半年增速预计仍将放缓。**根据2018年年报与2019年中报披露，2018年到2019年6月末，公司茅台酒经销商数量连续下降，累计减少536家。假设所有茅台酒经销商的分配量大致平均并且按照2018年茅台酒总销量计算，我们预计收回额度在5721吨以上。扣除此次关联交易中预计的2470吨，2019年茅台计划销量31000吨，可直营销量占比至少超过10%((5721-2470)/31000)。而公司上半年直营体系销售占比仅3.9%，我们预计第三季度开始直营体系加速推进。上半年公司营业总收入和归母净利润同比增长16.80%和26.56%，高于wind全年一致预期的16.27%和22.20%，意味着下半年增速或将进一步趋缓。我们认为下半年公司为控制普通飞天茅台价格而提高销量占比，可能会相应降低生肖、精品及年份酒等非标产品比例。
- **盈利预测及投资建议。**从行业趋势上看，我们认为白酒行业仍处于平稳上升期。贵州茅台作为行业龙头，品牌影响力深入人心。我们认为(1)公司关联交易尘埃落定，直销、电商、KA多渠道建设下，渠道控价能力有望增强，业

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	61063	77199	89588	105953	125323
(+/-)YoY(%)	52.1%	26.4%	16.0%	18.3%	18.3%
净利润(百万元)	27079	35204	42624	50697	60216
(+/-)YoY(%)	62.0%	30.0%	21.1%	18.9%	18.8%
全面摊薄EPS(元)	21.56	28.02	33.93	40.36	47.94
毛利率(%)	90.1%	91.4%	92.5%	92.8%	92.8%
净资产收益率(%)	29.6%	31.2%	31.9%	32.1%	32.2%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

绩确定性进一步提高; (2) 公司渠道价格与出厂价格价差仍较大, 长期来看出厂价提价空间仍可观; (3) 2016-2018 年公司茅台基酒实际产能分别为 3.93、4.28、4.97 万吨, 2019 年上半年, 茅台基酒及系列酒基酒产量较上年同期均有增长, 为后续销量增长奠定基础。综合上述, 我们预计公司 2019-2021 年 EPS33.93/40.36/47.94 元/股, 可比公司 2019 年 PE 估值 23.44 倍。给予公司 2019 年 27-34 倍 PE, 6 个月合理价值区间在 916.11-1153.62 元, 维持“优于大市”评级。

- **风险提示。** 价格过高过快上涨抑制开瓶率、地方政府上调消费税税基、明年售酒关联交易额扩大。

表 1 贵州茅台业务分项收入预测与假设 (百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	77199.38	89587.66	105952.52	125322.76	毛利	70540.02	82910.01	98309.81	116344.32
茅台酒	65487.37	76063.58	90363.53	107351.88	茅台酒	61388.86	71918.11	85529.08	101608.55
系列酒	8077.30	9359.49	10810.21	12485.80	系列酒	5738.96	7019.62	8215.76	9489.21
其他业务	74.20	70.00	70.00	70.00	其他业务	-11.87	21.00	21.00	21.00
其他金融业务	3560.5	4094.59	4708.77	5415.09	其他金融业务	3424.07	3951.28	4543.97	5225.56
营业成本	6659.36	6677.65	7642.71	8978.44	毛利率	91.37%	92.55%	92.79%	92.84%
茅台酒	4098.51	4145.47	4834.45	5743.33	茅台酒	93.74%	94.55%	94.65%	94.65%
系列酒	2338.35	2339.87	2594.45	2996.59	系列酒	71.05%	75.00%	76.00%	76.00%
其他业务	86.07	49.00	49.00	49.00	其他业务	-15.99%	30.00%	30.00%	30.00%
其他金融业务	136.44	143.31	164.81	189.53	其他金融业务	96.17%	96.50%	96.50%	96.50%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

代码	公司名称	股价(元) 截至 8 月 9 日	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000858.SZ	五粮液	122.84	4768.16	3.45	4.41	5.36	35.61	27.85	22.92
000568.SZ	泸州老窖	79.97	1171.37	2.38	3.14	3.92	33.60	25.47	20.40
002304.SZ	洋河股份	106.25	1601.17	5.38	6.25	7.23	19.75	17.00	14.70
可比公司平均							29.65	23.44	19.34

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注 1: 股价与市值截止日为 2019 年 8 月 12 日, 估值来自 Wind 一致预测

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	77199	89588	105953	125323
每股收益	28.02	33.93	40.36	47.94	营业成本	6659	6678	7643	8978
每股净资产	89.83	106.25	125.75	149.01	毛利率%	91.4%	92.5%	92.8%	92.8%
每股经营现金流	32.94	34.37	44.59	51.45	营业税金及附加	11289	12721	15045	17796
每股股利	14.54	17.51	20.86	24.68	营业税金率%	14.6%	14.2%	14.2%	14.2%
价值评估 (倍)					营业费用	2572	2956	3443	4010
P/E	21.05	30.02	25.24	21.25	营业费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
P/B	6.57	9.59	8.10	6.84	管理费用	5326	5958	7014	8133
P/S	16.58	14.28	12.08	10.21	管理费用率%	6.9%	6.7%	6.6%	6.5%
EV/EBITDA	11.98	18.72	15.35	12.55	EBIT	51331	61249	72777	86369
股息率%	2.5%	1.7%	2.0%	2.4%	财务费用	-4	-12	-15	-18
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	91.4%	92.5%	92.8%	92.8%	资产减值损失	1	0	0	0
净利率	45.6%	47.6%	47.8%	48.0%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	31.2%	31.9%	32.1%	32.2%	营业利润	51343	61261	72792	86387
资产回报率	22.0%	23.4%	23.6%	23.6%	营业外收支	-515	-388	-388	-388
投资回报率	720.2%	534.9%	711.3%	777.5%	利润总额	50828	60873	72404	85999
盈利增长 (%)					EBITDA	52507	61285	72848	86475
营业收入增长率	26.4%	16.0%	18.3%	18.3%	所得税	12998	15218	18101	21500
EBIT 增长率	32.0%	19.3%	18.8%	18.7%	有效所得税率%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	30.0%	21.1%	18.9%	18.8%	少数股东损益	2626	3031	3606	4283
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	35204	42624	50697	60216
资产负债率	26.5%	22.4%	21.3%	20.5%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	3.2	3.9	4.2	4.4	货币资金	112075	132454	161470	194312
速动比率	2.7	3.3	3.5	3.8	应收账款及应收票据	564	0	0	0
现金比率	2.6	3.3	3.5	3.7	存货	23507	24698	28268	34438
经营效率指标					其它流动资产	1716	2295	2644	3090
应收帐款周转天数	4.2	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	137862	159448	192381	231841
存货周转天数	1248.7	1350.0	1350.0	1400.0	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	固定资产	15249	15714	16144	16539
固定资产周转率	5.1	5.8	6.7	7.7	在建工程	1954	1854	1754	1654
					无形资产	3499	3519	3528	3527
					非流动资产合计	21985	22369	22709	23003
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	159847	181817	215090	254844
净利润	35204	42624	50697	60216	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2626	3031	3606	4283	应付票据及应付账款	1178	1098	1256	1476
非现金支出	1177	35	71	106	预收账款	13577	13438	15893	18798
非经营收益	354	388	388	388	其它流动负债	27683	26211	28768	31897
营运资金变动	2025	-2898	1253	-363	流动负债合计	42438	40746	45917	52171
经营活动现金流	41385	43180	56014	64630	长期借款	0	0	0	0
资产	-1607	-808	-798	-788	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	-22	0	0	0	负债总计	42438	40746	45917	52171
投资活动现金流	-1629	-808	-798	-788	实收资本	1256	1256	1256	1256
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	112839	133469	157966	187183
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	4570	7601	11207	15490
其他	-16441	-21993	-26200	-31000	负债和所有者权益合计	159847	181817	215090	254844
融资活动现金流	-16441	-21993	-26200	-31000					
现金净流量	23315	20379	29016	32842					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 12 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业
唐宇 食品饮料行业
成珊 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 贵州茅台, 洋河股份, 伊力特, 双汇发展, 澳优, 伊利股份, 中炬高新, 汤臣倍健, 今世缘, 青岛啤酒, 金禾实业, 重庆啤酒, 安井食品

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 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。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。