

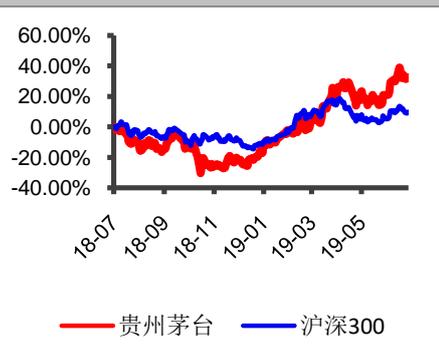
投资评级

谨慎推荐

公司基本情况

收盘价(元)	975.93
52周最高(元)	1035.60
52周最低(元)	501.59
总市值(亿元)	12260
流通市值(亿元)	12260
总股本(亿股)	12.56
流通股本(亿股)	12.56

股价走势图



研发部

首席分析师：程毅敏
SAC 执业证书编号：S1340511010001
Email: chengyimin@cnpsec.com

研究助理：高贺
SAC 执业证书编号：S1340118070002
Email: gaohe@postoa.com.cn
电话：010-67017788-9510

相关研究报告

- 贵州茅台(600519.SH): 茅台酒成功的秘诀—塑品牌、重渠道、传工艺 2018-12-20
- 贵州茅台(600519.SH): 白酒龙头增长稳定, 毛利率高位可持续 2018-8-6

贵州茅台(600519.SH):

存在成长空间, 增速虽有下行, 不必过分担心

事件:

6月13日, 公司公布2019年上半年主要经营数据。初步核算, 2019年上半年, 公司完成茅台酒基酒产量3.44万吨、系列酒基酒产量1.09万吨; 实现营业总收入412亿元、同比增长16.9%, 归属于上市公司股东的净利润199亿元、同比增长26.2%。

核心观点:

● **基酒产量再创新高, 成长逻辑依旧存在**

白酒迅猛发展, 茅台市场占有率提升明显。2001年白酒产量420.2万吨, 2018年白酒产量871.2万吨, 白酒产量增长一倍以上。同期, 贵州茅台的基酒产量由0.86万吨增至7.02万吨, 增长近7.2倍, 远超市场规模增长; 市场占有率显著提升; 营收由16.18亿元增至771.99亿元, 增长了46.71倍。今年上半年, 公司基酒产量继续提升, 茅台酒基酒、系列酒基酒分别同比增长13%、20%, 系列酒基酒突破1万吨。

除了销量增长外, 茅台的成长逻辑还有两: 其一, 核心产品茅台酒的出厂价与零售价差距较大, 出厂价有很大提升空间; 其二, 以王子酒、迎宾酒、赖茅等构成的系列酒具有较高成长性, 打开酱香型中端白酒消费市场空间。在核心单品涨价带动下, 上半年王子、迎宾系列产品价格皆有所上涨。

● **收入增速下行, 不必过分担心**

根据初步核算数据, 2019年二季度, 公司实现营业收入196亿元, 同比增长16%, 归母净利润87亿元, 同比增长19%, 较一季度增速略有放缓。(2019年一季度, 公司营业收入216.44亿元, 同比增长23.92%, 归母净利润112.21亿元, 同比增长31.91%。)

公司销售策略使然, 不必过分担心增速下行。2019年年初, 公司初步制定了3.1万吨茅台酒的销售计划, 微少于2018年实际销量3.2万吨。面对火热的白酒市场, 公司采取了高端产品控量、整顿营

销渠道等措施，避免竭泽而渔，为长期发展打下基础。

● 系列酒打开成长空间

在供需关系影响下，飞天茅台市场零售价格不断上移。也是在产品价值不断提升中，系列酒王子、赖茅在中端酒领域获得了更多市场。茅台系列酒打开价格、销量成长空间，多款王子酒升级产品随着核心飞天的热卖，在中端酒领域更具竞争力。

上半年公司净利率 48%，比同期上升约 3 个百分点，在飞天价格稳定的背景下，我们认为主要由系列酒出厂价格提升和增值税降低导致，预期利润率同比改善可持续。

● 盈利预测与投资评级

茅台形成了独特的高端酒文化，生产工艺不可复制，渠道控制力极强。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 34.38 元、40.54 元和 47.22 元，对应的市盈率分别为 28.39 倍、24.07 倍和 20.67 倍。维持“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

白酒行业需求增速放缓，放量难度加大。

盈利预测

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	77199	92613	108746	125658
增长率	26.43%	19.97%	17.42%	15.55%
归母净利润（百万）	35340	43184	50923	59315
增长率	30.00%	22.67%	17.92%	16.48%
EPS（元）	28.13	34.38	40.54	47.22
PE	34.69	28.39	24.07	20.67

数据来源：公司公告、中邮证券研发部

财务预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	112075	133612	157759	185759	营业总收入	77199	92613	108746	125658
应收款及预付款	1746	2025	2378	2748	营业总成本	25730	29992	34778	39637
存货	23507	27268	32018	36998	营业成本	6523	7942	9541	11116
其他流动资产	534	534	534	534	税金及附加	11289	12745	15041	17447
金融资产	65	65	65	65	销售费用	2572	2864	3159	3482
长期应收款	0	0	0	0	管理费用	5348	6244	6696	7196
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-4	0	0	0
固定资产、无形资产	20702	20765	20724	20811	资产减值损失	1	59	202	255
其他非流动资产	1218	1218	1218	1218	其他经营收益	10	10	10	10
资产合计	159847	185487	214696	248133	投资净收益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他收益	10	10	10	10
应付票据及应付账款	1178	1296	1426	1568	营业利润	51479	62631	73978	86031
预收款项及合同负债	13577	14934	16428	18070	加: 营业外收入	12	13	14	15
其他应付款	16210	16210	16210	16210	减: 营业外支出	527	580	638	701
一年内到期债务及其他流动负债	0	0	0	0	利润总额	50964	62064	73354	85345
金融负债	11473	11473	11473	11473	减: 所得税	12998	15733	18677	21682
长期借款和应付债券	0	0	0	0	净利润	37966	46331	54677	63663
其他长期负债	0	0	0	0	减: 少数股东损益	2626	3147	3755	4348
负债合计	42438	43914	45537	47322	归母净利润	35340	43184	50923	59315
股本	1256	1256	1256	1256					
资本公积	1375	1375	1375	1375	财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	110207	133851	160830	191887	成长能力				
归属于母公司所有者权益	112839	136482	163461	194518	营业收入增长率	26.43%	19.97%	17.42%	15.55%
少数股东权益	4570	5091	5699	6292	利润总额增长率	31.85%	21.98%	18.12%	16.29%
权益合计	117408	141573	169159	200810	归母净利润增长率	30.00%	22.67%	17.92%	16.48%
负债权益合计	159847	185487	214696	248133	盈利能力				
					毛利率	91.55%	91.42%	91.23%	91.15%
					归母净利率	45.60%	46.63%	46.83%	47.20%
					ROE	32.34%	32.73%	32.32%	31.70%
					偿债能力				
					资产负债率	26.55%	23.67%	21.21%	19.07%
					利息保障倍数	-	-	-	-
					营运能力				
					存货周转率	0.28	0.29	0.30	0.30
					应收账款周转率	42.17	43.91	44.13	44.30
					总资产周转率	0.48	0.50	0.51	0.51
					每股指标与估值				
					EPS	28.13	34.38	40.54	47.22
					每股经营性现金流	32.94	35.83	41.87	48.99
					每股净资产	89.83	108.65	130.12	154.85
					PE	34.69	28.39	24.07	20.67
					PB	10.86	8.98	7.50	6.30

数据来源: wind、公司公告、中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。