

大众需求推动茅台放量逻辑不变，6个月目标价 283 元

公司简报

◆茅台产能准备充足，大众需求正在主导其放量增长：

茅台高端酒大众需求带动持续放量仍然是茅台增长的核心逻辑，而茅台产能持续增加和积累也是未来 3-5 年茅台放量增长有保证的核心原因，茅台价格下降带来大众需求强劲，性价比持续提升，通过渠道放开使得经销商增加到 3000 个左右，综合来看茅台年度收入 12-13% 的增速是确定的。

2015 年度可售茅台酒吨位预计为 21300 吨左右，年度产能高达 43855 吨，也就是说 5 年后到 2020 年，茅台的可售基酒数量至少为 43855 吨，所以只要市场有需求，茅台可以支撑年度复合增速 17.5% 的放量节奏。

过去两年，剔除政府团购需求的下降，我们测算的民间茅台购买量 2013-2014 年达到 40% 和 25% 增长，我们此前假设民间需求继续按照 22% 的需求增长，也可以持续支撑茅台年度 3000-4000 吨的放量。

◆有别于大众的观点：越来越多过去喝不起喝不到茅台的人开始消费了。

1、茅台承诺 2015 年度不增加销量，但是从我们调研来看，目前大型经销商如苏糖、友谊商贸、中糖德能等发货至 5-6 月计划，2014 年政务团购部分已经见底，那么茅台放量将是市场需求直接推动，可以通过 2016 年度计划以及新增经销商解决茅台增长的问题。

2、茅台系列酒预期增长幅度达到 80-100% 左右，预期 2015 年度增加到 20 亿元，得益于战略调整，推动赖茅和王子迎宾酒深度分销和全国招商，酱酒目前销量占比行业 3%，品类提升空间较大，茅台具备品牌、资源和品类的多重优势。

3、高端酒茅台占比 50%，虽然价格远高于五粮液和泸州老窖，这是品牌溢价和市场需求推动的结果，渠道目前的批发价格 835-840 元左右，虽然渠道赚钱少，但是一流产品力和品牌影响力之下，渠道仍然极为顺畅。

◆继续看好茅台的估值提升，上调目标价格到 283 元：

上调贵州茅台 2015 年度的盈利预测至 14.16 元，给予 2015 年度 20XPE 的估值水平，6 个月目标价 283 元，维持“买入”评级。

◆风险提示：

如果茅台因为过于严格执行年度计划，那么销量可能不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	26,455	30,922	29,908	33,541	38,079
营业收入增长率	43.76%	16.88%	-3.28%	12.15%	13.53%
净利润(百万元)	13,308	15,137	14,376	16,171	18,822
净利润增长率	51.86%	13.74%	-5.02%	12.48%	16.40%
EPS(元)	11.65	13.25	12.59	14.16	16.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.97%	35.51%	27.41%	25.55%	25.00%
P/E	19	17	18	16	14
P/B	8	6	5	4	3

买入(维持)

当前价/目标价：226.27/283.00 元

目标期限：6 个月

分析师

邢庭志 (执业证书编号：S0930513030001)

021-22169078

xingtzh@ebsecn.com

联系人

左勇

021-22169049

zuoyong@ebsecn.com

市场数据

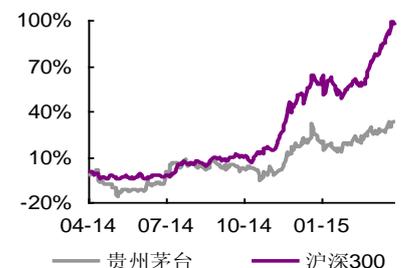
总股本(亿股)：11.42

总市值(亿元)：2584.00

一年最低/最高(元)：139.22/226.27

近 3 月换手率：25.96%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.62	-3.63	-55.89
绝对	19.15	21.60	46.56

相关研报

茅台依赖降价带动高端扩容和销量增长
..... 2015-01-11
茅台高端定价权和品牌力将带来持续的消费群扩容
..... 2014-11-05
计划外有效供给加大，看好明年继续放量
..... 2014-10-30

1、茅台到 2020 年可投放基酒达到 43855 吨

1.1、大众需求一直强劲，厂家主动市场化招商是催化剂

茅台的产能到 2015 年将达到 43855 吨，可以支撑茅台持续的放量。

表 1：茅台的产能和销量及库存数据预测

年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
茅台基酒产能(吨)	21359	25760	27671	31411	35164	36541	43855	43856	45000	48000	50000	52000
茅台酒(基酒)可投放量(吨)	7553	8342	11432	14584	18420	21359	25760	27671	31411	35164	36541	43855
年度销售基酒酒吨数	10195	10930	13700	16145	17290	17382	19540	22180	24530	26983	29681	32649
可能剩余基酒吨数	64344	79174	93145	108411	126284	145444	169758	191434	211904	232921	253240	272590
自制半成品价值(万元)	227977	301646	391542	492170	619180	720635	859689	993567	1130113	1281524	1439615	1602217

资料来源：光大证券研究所

公司 2014 年销售茅台酒预计为 17382 吨，远低于茅台当年可投放基酒 21359 吨，可见茅台 2015 年开始的放量空间受到产能和前期市场影响而双重受益。同时茅台过去三年超过 130 亿元的资本开支，使得公司有放量增长动力。

1.2、2015 年茅台大众需求 20% 增长符合逻辑

过去两年虽然政府反腐，但是茅台大众需求保持强劲增长，2013 年由于价格大幅度下降，出现短期激增，预计 2015 年保持 20% 增长将带动整体销量稳定增长 18.8%。

实际上过去两年的分析预测模型是支撑茅台销量稳定增长的逻辑的。

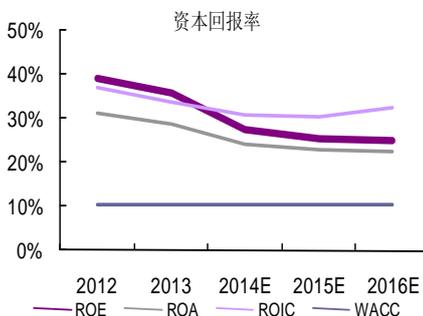
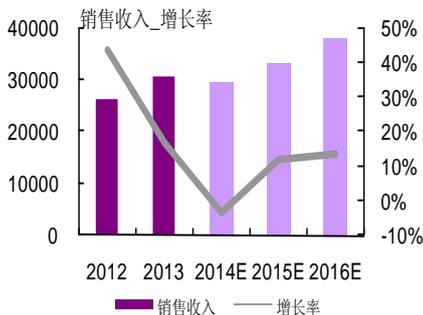
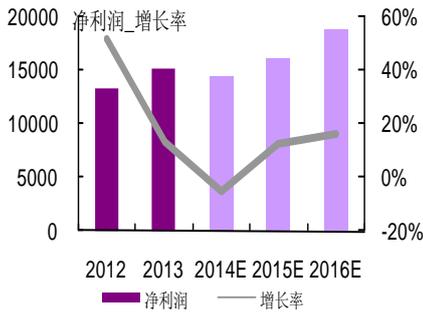
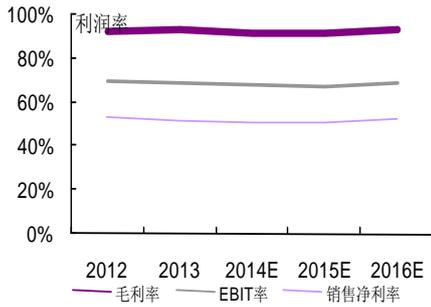
表 2：茅台的政务和大众需求拆分

	政府相关占		非政府相关		总量(吨)	整体量增长	新增量(吨)			
	低度)	比	销量(吨)	销量增速				占比	销量(吨)	销量增速
2012 年假设	40.0%		6,458	20.0%	60.0%	9,687	25.0%	16,145	20.0%	2691
2013 年假设	20.0%		3,378	-47.7%	80.0%	13,512	39.5%	16,890	4.6%	745
2014 年假设	9.6%		1,800	-46.7%	90.4%	16,890	25.0%	18,690	10.7%	1800
2015 年假设	7.2%		1,600	-11.1%	92.8%	20,606	22.0%	22,206	18.8%	3516
2016 年假设	6.1%		1,600	0.0%	93.9%	24,727	20.0%	26,327	18.6%	4121
2017 年假设	4.9%		1,500	-6.3%	95.1%	29,178	18.0%	30,678	16.5%	4351

资料来源：光大证券研究所

茅台放量直接受经销商数量和终端价格的影响，从我们持续分析来看，茅台 880 元的价格，考虑到城镇职工工资的提升，购买能力是持续提升的。

茅台的批发价格较底，但是我们认为不会出现倒挂现象，原因是目前的市场需求远远超过茅台计划内的任务量，不会出现压货导致经销商大幅度亏损抛货现象。



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	26,455	30,922	29,908	33,541	38,079
营业成本	2,044	2,194	2,614	2,927	2,818
折旧和摊销	435	556	840	959	1,091
营业税费	2,573	2,791	2,692	3,019	3,427
销售费用	1,225	1,858	1,376	1,677	1,904
管理费用	2,204	2,835	2,991	3,354	3,808
财务费用	-421	-429	-90	-308	-515
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
营业利润	18,831	21,792	20,333	22,875	26,639
利润总额	18,700	21,432	20,278	22,820	26,584
少数股东损益	700	828	820	930	1,100
归属母公司净利润	13,308.08	15,136.64	14,376.42	16,171.09	18,822.37

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	44,998	55,454	62,574	74,930	88,307
流动资产	36,225	41,932	48,267	59,082	71,050
货币资金	22,062	25,185	32,497	40,855	53,456
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	18	1	5	5	6
应收票据	204	296	299	319	343
其他应收款	138	120	45	50	57
存货	9,666	11,837	12,545	14,634	14,088
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	50	50	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产	6,807	8,523	9,957	11,575	13,151
无形资产	863	3,563	3,385	3,216	3,055
总负债	9,544	11,325	7,803	8,376	8,671
无息负债	9,544	11,325	7,803	8,376	8,671
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	35,454	44,129	54,771	66,554	79,635
股本	1,038	1,038	1,142	1,142	1,142
公积金	4,411	5,596	5,596	5,596	5,596
未分配利润	28,700	35,975	45,707	56,559	68,541
少数股东权益	1,304	1,507	2,327	3,257	4,357

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	11,921	12,655	14,223	15,865	21,424
净利润	13,308	15,137	14,376	16,171	18,822
折旧摊销	435	556	840	959	1,091
净营运资金增加	11,790	4,822	1,633	5,154	3,155
其他	-13,612	-7,860	-2,626	-6,419	-1,645
投资活动产生现金流	-4,199	-5,339	-2,447	-2,497	-2,497
净资本支出	-4,212	-5,406	-2,500	-2,500	-2,500
长期投资变化	4	4	0	0	0
其他资产变化	8	62	53	3	3
融资活动现金流	-3,915	-7,386	-4,464	-5,011	-6,326
股本变化	0	0	104	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	47	1,781	-3,522	574	295
净现金流	3,807	-70	7,312	8,357	12,602

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.76%	16.88%	-3.28%	12.15%	13.53%
净利润增长率	51.86%	13.74%	-5.02%	12.48%	16.40%
EBITDA/EBITDA 增长率	52.81%	15.72%	-3.32%	11.59%	15.68%
EBIT/EBIT 增长率	53.62%	15.43%	-4.74%	11.48%	15.77%
估值指标					
PE	19	17	18	16	14
PB	8	6	5	4	3
EV/EBITDA	13	11	12	11	9
EV/EBIT	13	11	12	11	9
EV/NOPLAT	17	15	17	15	12
EV/Sales	9	8	8	7	6
EV/IC	6	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	92.27%	92.90%	91.26%	91.27%	92.60%
EBITDA 率	71.22%	70.51%	70.48%	70.13%	71.47%
EBIT 率	69.58%	68.71%	67.67%	67.27%	68.60%
税前净利润率	70.69%	69.31%	67.80%	68.04%	69.81%
税后净利润率 (归属母公司)	50.30%	48.95%	48.07%	48.21%	49.43%
ROA	31.13%	28.79%	24.29%	22.82%	22.56%
ROE (归属母公司) (摊薄)	38.97%	35.51%	27.41%	25.55%	25.00%
经营性 ROIC	37.12%	33.87%	30.84%	30.26%	32.39%
偿债能力					
流动比率	3.80	3.71	6.20	7.07	8.21
速动比率	2.79	2.66	4.59	5.32	6.58
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	11.65	13.25	12.59	14.16	16.48
每股红利	5.84	3.98	4.66	5.99	7.85
每股经营现金流	10.44	11.08	12.45	13.89	18.76
每股自由现金流(FCFF)	-1.56	5.39	10.39	8.94	13.14
每股净资产	29.90	37.32	45.92	55.43	65.92
每股销售收入	23.17	27.08	26.19	29.37	33.34

资料来源：光大证券、上市公司

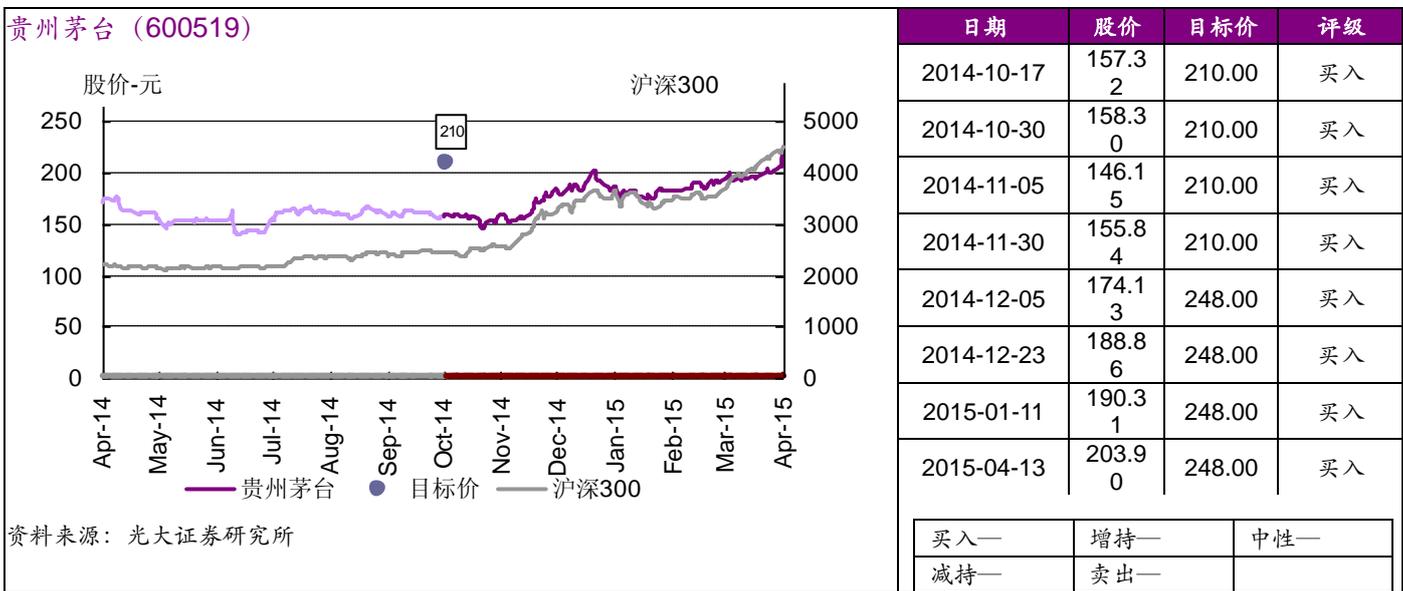
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邢庭志，光大证券研究所食品饮料高级分析师，重点关注酒类、乳业、调味品和健康食品板块。2011-2012年4月任职齐鲁证券食品饮料高级分析师，重点研究酒类、乳业。2007-2010年北京盛初咨询，为公司项目咨询资深合伙人，深度研究服务酒类饮料行业多家知名公司，对酒类饮料等行业的运营盈利模式、产业竞争格局和产品升级模式有深度的洞察和研究框架。合肥工业大学管理学士，上海交大高级金融学院在职MBA。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com