



2017-05-31

公司深度报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

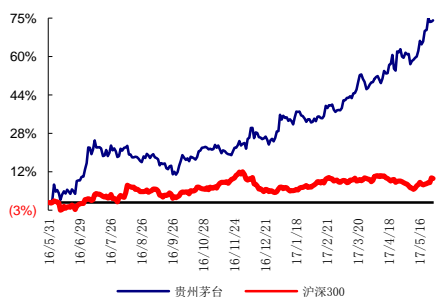
目标价: 500

昨收盘: 451.92

食品饮料 饮料制造

如何定价，疯狂的茅台？

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,256/1,256
总市值/流通(百万元)	567,701/567,701
12 个月最高/最低(元)	454.20/263.79

相关研究报告:

《贵州茅台一季报点评：收入增长超预期，预收款创新高》
--2017/04/24

《贵州茅台年报点评：飞龙在天高歌猛进，消费税拉低净利率》
--2017/04/15

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

报告摘要

今年以来，贵州茅台股价连续强势上涨，成为价值投资的典范，在投资者、分析师和网络大V的推波助澜之下，贵州茅台成为“神话”，我们如何从基本面出发，来看待茅台这家公司，又如何定义茅台的股价？

业绩撑起茅台的神话。贵州茅台自2001年8月上市以来，已近16年时间。2001-2016年15年间，公司的营收由16.18亿元增至401.55亿元，增加25倍。伴随着收入和利润的高增长，茅台的股票价格持续上涨，2016年以来上涨111.59%，市场对以茅台、格力等为首的白马龙头股备受追捧，抱团现象明显。

按月发货成为茅台酒涨价导火索。16年6月开始的按月发货新政成了供应紧张，点燃了涨价的导火索。茅台酒价格被限制，但茅台股价却一骑绝尘，任何的调整都是绝佳买入机会。5月以来，股价上涨9.3%，今年以来上涨35.24%，成为最受追捧的价值白马股。

唯有涨价才能抑制需求的疯狂。2017年，茅台的供应量为2.7万吨，如果终端市场价稳定在1500元左右，茅台的供需应该能平衡。作为消费者都追求的具有一定稀缺性的品牌化消费品，唯有增加供应量和提高价格，才能抑制需求的疯狂，稳定市场的预期。

如何给茅台定价？对于成熟的消费品公司来讲，业绩基本是可预期的，决定股价的惟一变量就是市场给公司的定价，也就是PE。估值随公司发展所处阶段波动，今明两年，公司能保持25%左右的业绩增长，市场给予25倍的PE都是合理的，在当前市场偏好下，给予更高甚至28倍或30倍都可以接受的，但25倍的PE应该是一个合理的中枢。2018年公司出厂价提高是大概率，考虑到当前的市场风格，资金抱团的需求，今明两年的高增长和提价预期，都能支撑茅台较高的估值。**茅台未来的空间？**假设2020年公司茅台酒的销量达到4万吨，则公司的收入将会780亿，考虑到净利润率超过50%，则净利润为400亿。如果考虑到三年后，系列酒的增加，收入超过100亿，尽管净利率水平远低于飞天茅台，但仍有望实现30亿左右的净利润。中性预期给予25倍PE，对应市值为8600亿、对应股价为685元。

茅台有没有隐忧？估值的泡沫化、市场风格的转换、景气度变化或增速回落，是白酒及茅台行情结束的信号，当前还远没看到这些结束的信号，而茅台的关键时间窗口在2018年的一季报。而对于有业绩支撑

的消费品龙头公司，即使抱团资金散场，也不可能像创业板那样以暴跌收场。

盈利预测及未来关键假设：我们认为，今明两年各地经销商库存仍会维持较低的水平，尽管厂家管控批发价，但茅台供需紧张的格局仍会持续，只有加上上涨才能平衡供需。我们维持前期关键假设：18年普飞出厂价提高到999元，预计17~19年EPS为16.64、22.46、25.83元/股。考虑到茅台占领消费者白酒第一品牌心智、产能有限稀缺性因素，给予其一定的估值溢价，今年目标价500元，对应PE 30倍，维持买入。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	40155.08	49757.52	66382.89	75385.35
(+/-%)	20.06%	23.91%	33.41%	13.56%
净利润(百万元)	16718.36	20897.95	28212.23	32444.07
(+/-%)	7.84%	25.00%	35.00%	15.00%
摊薄每股收益(元)	13.31	16.64	22.46	25.83
市盈率(PE)	34	27	20	17

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 业绩撑起茅台的神话	5
二、 按月发货成为茅台酒涨价导火索	6
三、 唯有涨价才能抑制需求的疯狂	7
四、 如何给茅台定价?	8
五、 茅台未来的空间?	10
六、 茅台有没有隐忧?	11
七、 盈利预测及未来关键假设:	11

图表目录

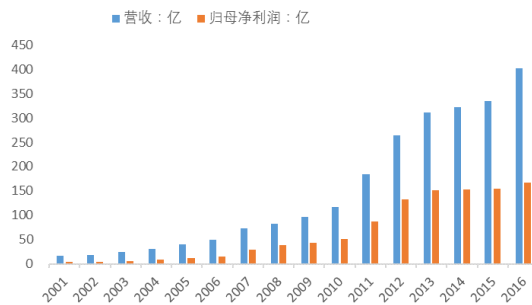
图表 1: 2001-2016 年茅台营收和归母净利润变化	5
图表 2: 2001 年至今茅台市值变化	5
图表 3: 2001-2016 年公司毛利率和净利率增长情况	5
图表 4: 2001 年至今茅台出厂价变化	5
图表 5: 2016 年以来公司累计涨幅	6
图表 6: 2014-2017Q1 机构持仓比例变动	6
图表 7: 2014 年以来茅台一批价和终端价变化	6
图表 8: 茅台酒历年提价幅度	8
图表 9: 茅台酒历年销量情况	8
图表 10: 茅台市盈率变化和净利润增长之间的关系	9
图表 11: 贵州茅台市值变化和对应的营收变化	9
图表 12: 2018 年股价的敏感度分析	10
图表 13: 2020 年茅台市值空间情景分析	11

一、业绩撑起茅台的神话

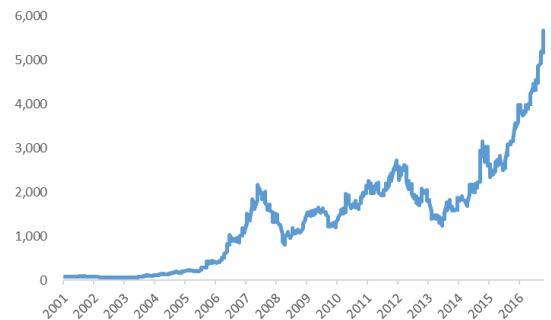
贵州茅台自2001年8月上市以来,已近16年时间。2001-2016年15年间,公司的营收由16.18亿元增至401.55亿元,增加25倍;实现的归母净利润由3.28亿元增至167.18亿元,在A股市场,实现连续十多年的几十倍的增长,没有一年出现下滑,应该是极具稀缺性的。

在这个过程中,公司的市值从上市首日的88亿,到5月26日的5677亿,期间没进行任何再融资。共实施分红16次,累积现金分红351.23亿,累积实现净利润1182.66亿元,在A股市场更是独一无二。

图表 1: 2001-2016 年茅台营收和归母净利润变化 图表 2: 2001 年至今茅台市值变化



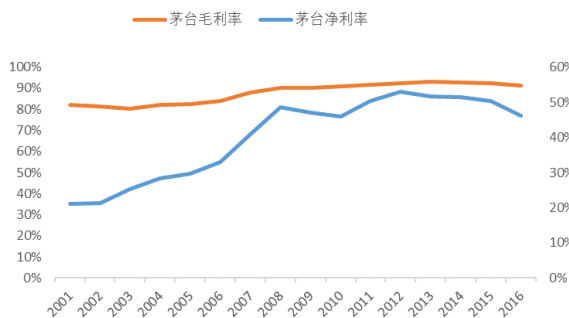
资料来源: WIND、太平洋证券研究院



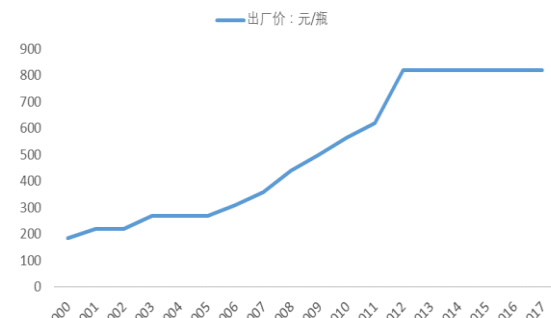
资料来源: WIND、太平洋证券研究院

茅台的高速成长期在2011年和2012年,收入增长58%和44%,利润增速为72%和51%,这期间公司的两次连续提价,带来净利率从20%左右升到50%左右,从而导致贵州茅台盈利能力得到跳跃式提升。尽管2013行业经历三公消费的冲击,但茅台的增长在其后的一年才受到影响,经历2014、2015两年的调整期后,茅台在2016年重新步入的发展的快车道。资本市场在经历了2015年以来多次股灾和市场风格的多轮变换后,日益受到投资者的追捧。

图表 3: 2001-2016 年公司毛利率和净利率增长情况 图表 4: 2001 年至今茅台出厂价变化



资料来源: WIND、太平洋证券研究院



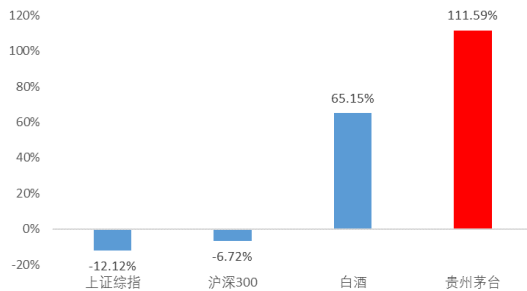
资料来源: WIND、太平洋证券研究院

2016年公司茅台酒销售收入367.14亿,增长16.39%,净利润180亿,增长16%;茅台酒销量2.29万吨,年末预收款175.41亿继续创历史新高。2017年一季度末茅台实现酒类收入133.09

亿增长 33.24%，净利润 65 亿，增长 25%，预收款环比继续增加 14.47 亿、增幅 8%，继续创历史新高，再次大超市场预期。

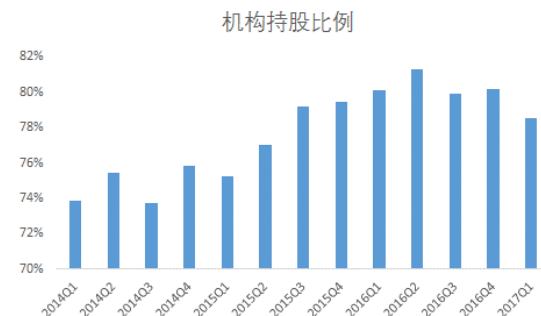
伴随着收入和利润的高增长，茅台的股票价格持续上涨，2016 年以来上涨 111.59%，而同期市场震荡下跌，大量的中小创股票跌出股灾以来的新低，市场对以茅台、格力等为首的白马龙头股备受追捧，抱团现象明显。

图表 5: 2016 年以来公司累计涨幅



资料来源: WIND、太平洋证券研究院

图表 6: 2014-2017Q1 机构持仓比例变动



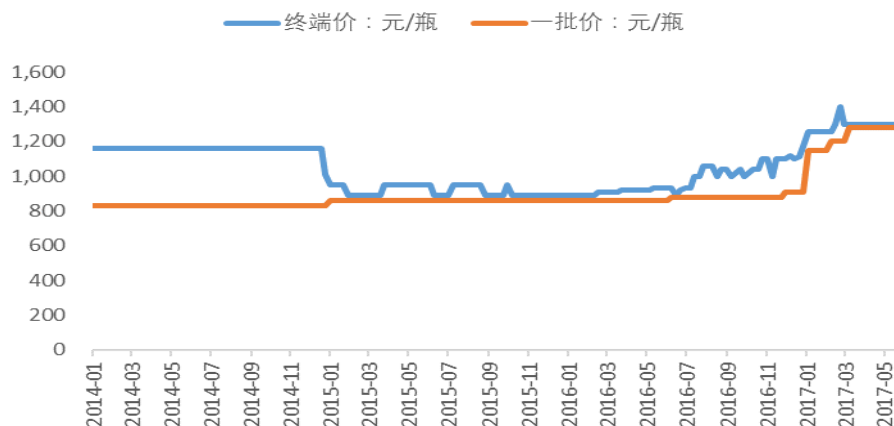
资料来源: WIND、太平洋证券研究院

二、按月发货成为茅台酒涨价导火索

16 年 6 月开始的按月发货新政成了供应紧张，点燃了涨价的导火索。

2015 年初茅台开始恢复以来，到 16 年 6 月之前，茅台酒的终端价和一批价都相对稳定，基本都在 850-900 之间。自从 2016 年 6 月份茅台按月发货以来，茅台酒就开始紧张，一批价很快从 850 元附近上涨到去年底的 1100 元，再到今天的 1300 元左右。这期间就伴随着茅台股票价格的快速上涨，到今天成为全社会的焦点。

图表 7: 2014 年以来茅台一批价和终端价变化



资料来源: WIND、太平洋证券研究院

茅台酒的紧张背后是消费升级、品牌集中度提升的前提下，地产火爆、PPP 大扩张、基建的增加等都催生了茅台的大量需求，这类活跃的商务需求直接导致了茅台的供需严重失衡。在价的

预期下，消费者提前购买囤货，经销商惜售等都加剧了茅台的紧张。

为了抑制茅台酒价格的非理性上涨，公司出台了“限价令”，对违反规定扰乱价格的经销商进行处罚，甚至取消经销资格，这在茅台的发展史上实属罕见。限价令的实施，将茅台的一批价和终端价控制在 1300 附近，进而避免价格的过快上涨，形成泡沫，重蹈 2012 年的覆辙。另一方面，保持价格的稳定，茅台可以继续扩大高端酒的市场份额，保持收入的健康增长。

茅台酒价格被限制，但茅台股价却像脱缰的白马，一骑绝尘，任何的调整都是绝佳买入机会。5 月以来，股价上涨 9.3%，今年以来上涨 35.24%，成为最受追捧的价值白马股。

三、唯有涨价才能抑制需求的疯狂

春节期间茅台酒需求量放大，一批价站上 1200 元，3 月前后公司持续不断传递出来供应紧张、17 年缺货将成为全年常态等信息，一批价逼近公司要求的零售价不得超过 1300 的心理防线，近期公司频频加大市场管控力度，加大惩罚措施及范围，同时增大生肖鸡茅的供应量来应对快速上涨的价格态势。我们认为这个背后反映的实质是：基建加码、商务活动增加、地产持续活跃，消费快速升级，消费者对高品质强品牌商品需求的大增所致，通过行政手段干预只能缓解一时，而解决不了长期供需失衡带来的价格上涨。

根据公开信息显示，其最新的市场应对措施是提高飞天茅台的市场投放量，渠道投放上侧重视面消费者的商超等、品种上供应上侧重大众化产品的量、加大各个省自营公司投放量，为价格降温再加筹码。但当前一批价和终端价价差较小，经销商没有意愿向市场投放产品，这就导致当前无论是线上还是线下，茅台出现断货的情况。尽管公司一再宣称今年不提价，但明年提高出厂价的预期强烈，终端价未来继续上涨是大概率事件，进而会导致经销商惜售，消费者提前购买，这就会进一步加剧茅台紧缺的局面。当前经销商均出现缺货状态，库存极低，如果公司日均实际投放量能按照翻倍目标进行，在随之而来的淡季销售期将缓解价格进一步的上涨。

但作为市场化的商品，供需紧张局面下，只有通过价格手段调节，任何人人为的压制都会扭曲价格，并形成畸形的市场。缓解茅台紧张的核心仍是涨价，终端价上涨自动调整需求。我们认为，飞天茅台的终端价达到 1500 元附近，便可极大缓解供需矛盾。当终端价达到 1500 元左右，飞天茅台的出厂价从 819 元提高到 999 元附近，将经销商计划外和计划内的飞天茅台价格统一也就水到渠成。

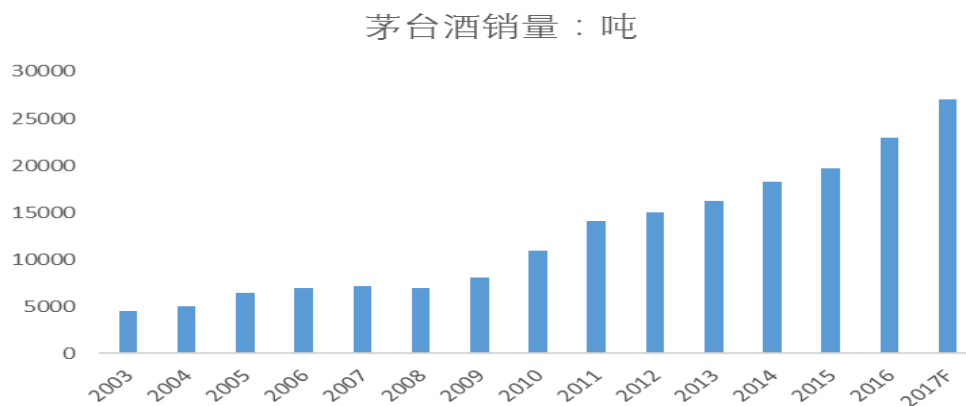
图表 8：茅台酒历年提价幅度

	出厂价:53 度茅台:500ml	提价幅度
2001-08-10	218.00	
2003-10-01	268.00	22.94%
2006-02-10	308.00	14.93%
2007-04-01	358.00	16.23%
2008-01-11	439.00	22.63%
2010-01-01	499.00	13.67%
2011-01-01	619.00	24.05%
2012-09-01	819.00	32.31%

资料来源：WIND、太平洋证券研究院

2012 年，在茅台量价齐升的高景气时期，茅台全年的销量 1.5 万吨，终端均衡的价格为 1700 元左右。2017 年，茅台的供应量为 2.7 万吨，如果终端市场价稳定在 1500 元左右，茅台的供需应该能平衡。作为消费者都追求的具有一定稀缺性的品牌化消费品，唯有增加供应量和提高价格，才能抑制需求的疯狂，稳定市场的预期。

图表 9：茅台酒历年销量情况



资料来源：WIND、太平洋证券研究院

四、如何给茅台定价？

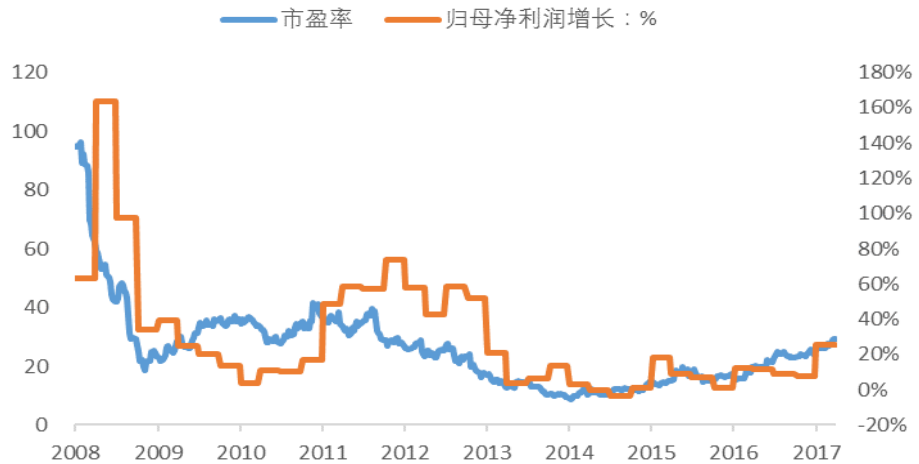
茅台股价突破 450 元，500 元指日可待，茅台的股价有没有天花板？如何给贵州茅台定价？

对于成熟的消费品公司来讲，业绩基本是可以预期的，决定股价的惟一变量就是市场给公司的定价，也就是 PE。从历史上来看，茅台的 PE 波动幅度也是很大的。对于公司来讲，不同的发展阶段对应不同的估值，高速增长起的必然是高估值，平稳期和衰退期是低估值。

从历史来看，2009—2012 年，贵州茅台的 P/E 在 28-48 倍的区间内剧烈波动，期间的高估值伴随着公司当年的高增长，自 2012 年开始茅台的 P/E 一路震荡下行，直至 2014 年 1 月触底回升。2012—2014 年初，茅台市盈率持续下行主要是三方面原因：一是公司业绩持续释放；二是 2012.07—2014.01 公司股价一路下行，三是受行业调整以及“三公消费”限令和反腐影响，市场给予的估

值也相应下调。在 2013 年末至 2014 年初，茅台 P/E 一度低至 9 倍左右。

图表 10: 茅台市盈率变化和净利润增长之间的关系



资料来源: WIND、太平洋证券研究院

2014 年到 2016 年公司股价从底部以来的上涨，这个上涨周期，主要是估值的提升，贵州茅台的估值从 9 倍 P/E，到当前动态的 27 倍 P/E，也对应公司营收的增长和白酒行业景气度的提升。2014 年茅台的收入和净利润分别是 322 亿和 163 亿，而 2016 年公司的收入和利润是 401 亿和 179 亿，基本没增长，估值的提升几乎贡献了其股价的全部上涨，这背后主要是行业景气的恢复和市场风格的转化。

图表 11: 贵州茅台市值变化和对应的营收变化

时间段	市值跨越阶段 (亿元)	营收变化 (亿元)
2001.08—2007.12	89—2000	16.18—72.37
2008.01—2016.03	2000—3000	82.42—326.60 (2015 年)
2016.04—2016.07	3000—4000	-

资料来源: WIND、太平洋证券研究院

2017 年以来，随着茅台业绩的高增长，茅台的静态估值也从 22 倍上升到 30 倍，动态估值也从去年的 25 倍提高到了今年的 27 倍。因此决定茅台股票价格的就是两个因素，一个是业绩(EPS)，一个是市场给的估值 (PE)。茅台的业绩基本是可以测算的，和实际不会有太大偏差，最大的变量就是 PE，即市场愿意给公司多少的溢价，因此公司的股价完全取决于市场给公司多少倍的定价。

我们认为，今明两年，公司能保持 25% 左右的业绩增长，市场给予 25 倍的 PE 都是合理的，在当前市场偏好下，给予更高甚至 28 倍或 30 倍都可以接受的，但 25 倍的 PE 应该是一个合理的中枢。

从业绩看，2017 年集团给出收入、利润目标分别增长 19.52%、23.46%，给予股份公司业绩很强的指引作用。预计 17 年销量增速 15%，由于产品结构带动茅台酒平均价格个位数上涨，全年收入接近 500 亿，EPS 有望接近 17 元。当前股价对应 27 倍 PE，处在合理估值的上限，如果按照今年 30 倍 PE 进行定价，对应股价接近 510 元。

对于 2018 年的业绩，我们分两种假设情况，极端情况下 18 年不提价，只通过产品结构调整来带动个位数的平均价格上涨，我们预测 EPS 为 19 元；假设 18 年普飞出厂价提高到 999 元，则 EPS 能到 22 元，考虑到公司较好的成长性和稀缺性，给予 2018 年 25 倍 PE，则股价分别为：475 和 550 元。

我们认为，2018 年公司出厂价提高是大概率，考虑到当前的市场风格，资金抱团的需求，今明两年的高增长和提价预期，都能支撑茅台较高的估值。2018 年初，茅台股价超过 500 元，达到 550 元都是有可能的。如果风险偏好提升，市场给更高的估值溢价，股价达到或超过 600 元也有可能。如果股价到 600 元，对应的 2018 年的乐观业绩预测的 PE 是 27 倍，达到当下市场风格的较高估值水平。

图表 12：2018 年股价的敏感度分析

PE \ EPS (元)	19	20	21	22
	15	285	300	315
18	342	360	378	396
20	380	400	420	440
25	475	500	525	550
28	532	560	588	616
30	570	600	630	660

资料来源：太平洋证券研究院

茅台会不会有更高的溢价？我认为明年的茅台应该是整个景气度相对较高的时期，应该是估值的高点，2019 年之后，在没有涨价预期的背景下，茅台的增速依靠结构调整和小幅放量维持，增速必然低于 2017 和 201 年这两年的增长。如果这个判断成立，那么茅台 2018 年的股价高点应该在提价兑现的时间窗口。

五、茅台未来的空间？

茅台酒除核心产品飞天茅台外，个别价格更高的产品占比微小，因此我们基于保守测算的目的忽略不计，若茅台酒出厂价提高至 919 元，经过我们的测算，茅台酒的销售净利率至少为 55.50%。

2017 年茅台的销量约为 2.7 万吨，产能达到 4 万吨，一吨茅台酒折合包装成品酒约 353 箱，每箱 6 瓶，按照 919 元的出厂价计算，每销售一万吨的茅台酒可实现营收 195 亿元。如果 2020 年，公司茅台酒的销量达到 4 万吨，则公司的收入将会 780 亿，考虑到净利润率超过 50%，则净利润为 400 亿。如果考虑到三年后，系列酒的增加，收入超过 100 亿，尽管净利率水平远低于飞天茅台，但仍有望实现 30 亿左右的净利润。

如果市场仍给茅台 25 倍的 PE，那么市值有望超过 1 万亿，对应股价位：800 元；如果考虑到公司庞大的市值和未来的成长性较低，取保守的预期给予 15 倍的 PE，那么整体市值在 6450 亿，对应股价为：513 元。参考国外的消费品龙头公司的定价，取中性的预期，给予 20 倍 PE，那么市值为 8600 亿，对应股价为：685 元。

图表 13：2020 年茅台市值空间情景分析

净利润估计（2020 年）	估值假设	对应市值：亿	对应股价：元/股
茅台酒：收入 780 亿，净利润约 400 亿； 系列酒：收入超 100 亿，净利润约 30 亿； 合计：收入超 880 亿，净利润约 430 亿。	15	6450	513
	20	8600	685
	25	10750	800

资料来源：太平洋证券研究院

我们相信，茅台未来收入、利润的持续增长是确定的，但市值能否突破 1 万亿，股价能否永增长，不取决于收入和利润，完全取决于市场给她多少倍的 PE，背后就是市场的风格和投资者的预期。

六、茅台有没有隐忧？

近十年来，贵州茅台的股价经历过两次危机，现在看来，这也是难得的两次抄底茅台的机会。一次发生在 2008 年，是经济危机带来的系统性风险，股价跌至 80 多元。一次是 2013 年“三公消费”限令导致的行业性危机，贵州茅台股价一路下跌最低至 118 元。发生在 2013 年的危机比较典型，造成市场对白酒行业的极度悲观的预期，市场极度悲观时，也就是股价的最低点。

我们认为，估值的泡沫化、市场风格的转换、景气度变化或增速回落，是白酒及茅台行情结束的信号，当前还远没看到这些结束的信号。但茅台的关键时间窗口在 2018 年的一季报，主要有几个信号：1、明年初的股价涨到当年的 25 倍后，茅台提高出厂价，涨价预期兑现；2、市场对 2019 年的业绩预期，如果显著低于 2018 年，那么很难支撑较高的估值。从长期看，茅台的隐忧是他不再是一家纯正的高端酒公司，随着公司对中低端系列酒的重视，销量的提升和占比的提高，市场对公司的估值溢价也将回落。3、QFII 的退出，在茅台低迷的 2014-2015 年，海外的投资机构开始大举买入贵州茅台，经历蛰伏后，获利丰厚，如果这类资金获利推出，由于持股数量较大，股价会承受一定波动。

当然，对于有业绩支撑的消费品龙头公司，即使抱团资金散场，也不可能像创业板那样以暴跌收场。

七、盈利预测及未来关键假设：

我们认为，今明两年各地经销商库存仍会维持较低的水平，尽管厂家管控批发价，但茅台供需紧张的格局仍会持续，只有加上上涨才能平衡供需。我们维持前期关键假设：18 年普飞出厂价提高到 999 元，预计 17~19 年 EPS 为 16.64、22.46、25.83 元/股。考虑到茅台占领消费者白酒第一品牌心智、产能有限稀缺性因素，给予其一定的估值溢价，今年目标价 500 元，对应 PE 30 倍，维持买入。

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。