



2019-06-20

公司深度报告

买入/维持

贵州茅台(600519)

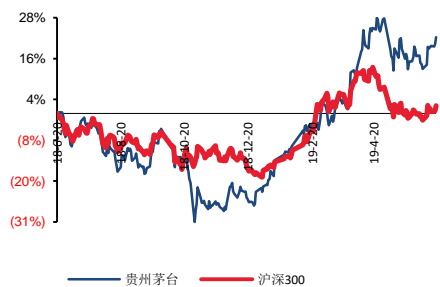
目标价: 1030.00

昨收盘: 932.01

日常消费 食品、饮料与烟草

## 飞天茅台酒的合理价格应多少?

### ■ 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)	1,170,789/1,170,789
12个月最高/最低(元)	974.95/524.00

### 相关研究报告:

《贵州茅台简评: 6月份中下旬放量, 平均吨价提升明显》--2019/06/13

《贵州茅台: 集团分食是短期扰动, 北上资金决定短期走势》--2019/05/09

《贵州茅台一季报点评: 一季度再超预期, 产品升级是主因》--2019/04/25

证券分析师: 郑汉镇

电话: 13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010003

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

### 报告摘要

2016年8月份开始, 以李保芳为代表的管理层接手贵州茅台的经营, 实行按月打款政策, 期间还在2018年初提高了产品出厂价。受此影响, 茅台酒的价格节节攀升! 其中, 普通飞天茅台的价格从850元/瓶左右开始一路上涨, 持续了近三年时间。

当前, 由于公司回收部分经销商的配额, 集团营销公司的经销权还待确立, 包括电商在内的直营渠道也在整合, 渠道管控和营销体制改革导致茅台酒短期内出现供应紧张。同时, 受涨价预期影响, 提前购买和囤货加强, 整体上茅台供不应求, 价格加速上涨。目前, 普通飞天茅台的一批价超过2000元/瓶, 终端价接近2300元/瓶, 且表现坚挺。

关于普通飞天茅台的价格能够达到什么水平, 及其合理的价格区间, 市场上众说纷纭。我们从多个维度, 对飞天茅台的真实价格进行定量的分析, 希望给市场提供一个衡量的视角。

展望未来的价格, 我们几点判断和结论:

1、2019年下半年茅台酒供不应求的局面还将延续, 普通飞天茅台的价格继续小幅上涨, 向购买力等同效果下的2474元进一步靠拢。

2、明后两年量增有限, 在不考虑提高出厂价的前提下, 判断价格分别在2550元和2630元附近。如果公司提高出厂价, 那么终端价大概率冲破2700元。

3、再往后, 随着2022年真实放量, 以及总供给和总需求慢慢匹配, 价格高位企稳。

**风险提示:** QFII和北上资金的短期大规模的退出, 有可能是公司股价未来最大的利空, 而它们卖出的前提是茅台销售遇到问题, 收入利润增速大幅滑坡, 或海外金融波动, 资金紧张继续撤出。

## 一、上一轮景气高点，高端白酒的零售价格创历史新高点

白酒上一轮景气高点，高端白酒产品的价格普遍创历史新高点。2011 年底至 2012 年初，普通飞天茅台、水晶瓶五粮液、国窖 1573 单瓶的零售价格分别达到 2100 元、1200 元、1200 元，其他白酒品牌像水井坊、酒鬼酒、洋河等的一些高端产品，单瓶的零售价格也站上千元。

高端白酒价格创新高的背景：1、居民人均可支配收入 22000 元左右，对应约 10 瓶普通飞天茅台，或 18 瓶水晶瓶五粮液，或 18 瓶国窖 1573；2、当时一线城市住宅的平均价格也大约是 22000 元/平方。之后高端白酒动销受价格影响慢慢变差，三公消费限令出台后景气很快结束。

图表 1：两轮白酒景气高点时高端白酒产品的价格对比

高端白酒产品	2011年		2019年	
	供应量（吨）	价格天花板（元）	计划量（吨）	终端价格（元）
茅台酒（普飞）	15000	2100	31800	2300以上
五粮液（普五）	15000	1200	20000	1100左右
1573	6000-7000	1200	7000	1000左右
其他高价白酒	1500	千元以上	少量	千元以下

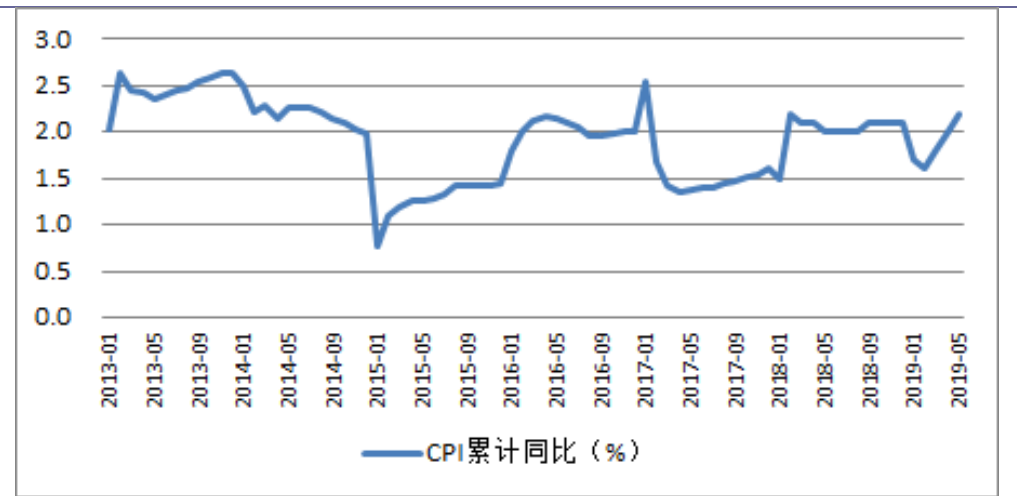
资料来源：WIND，太平洋证券整理

2019 年二季度，高端白酒的产品价格再度走高。目前，普通飞天茅台的零售价超过 2300 元，水晶瓶五粮液和国窖 1573 的价格也分别达到 1100 元和 1000 元左右。区别于 2011-2012 年，现行价格下，茅台酒销量增加但供不应求，五粮液销量有所增长，国窖 1573 销量恢复。

## 二、购买力等同对比，高端白酒价格仍有较大上升空间

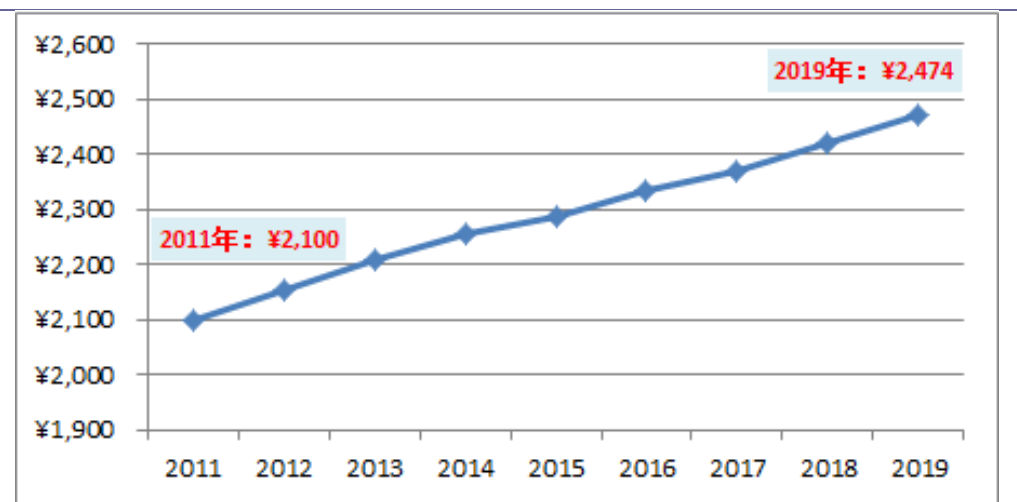
两轮白酒景气的高点间隔八年左右，期间货币持续贬值、真实的购买力下降。对比 2011 年，我们测算截至 2019 年 5 月份的 CPI 累计同比增速约为 17.80%左右。若只考虑 CPI 增长的因素，当前的货币购买力约为 2011 年底的 84.89%，换言之，八年过去后货币购买力下滑了 15%左右。

图表 2: 2012 年以来 CPI 累计同比增速



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 3: 以 2011 年为基础的购买力等同曲线



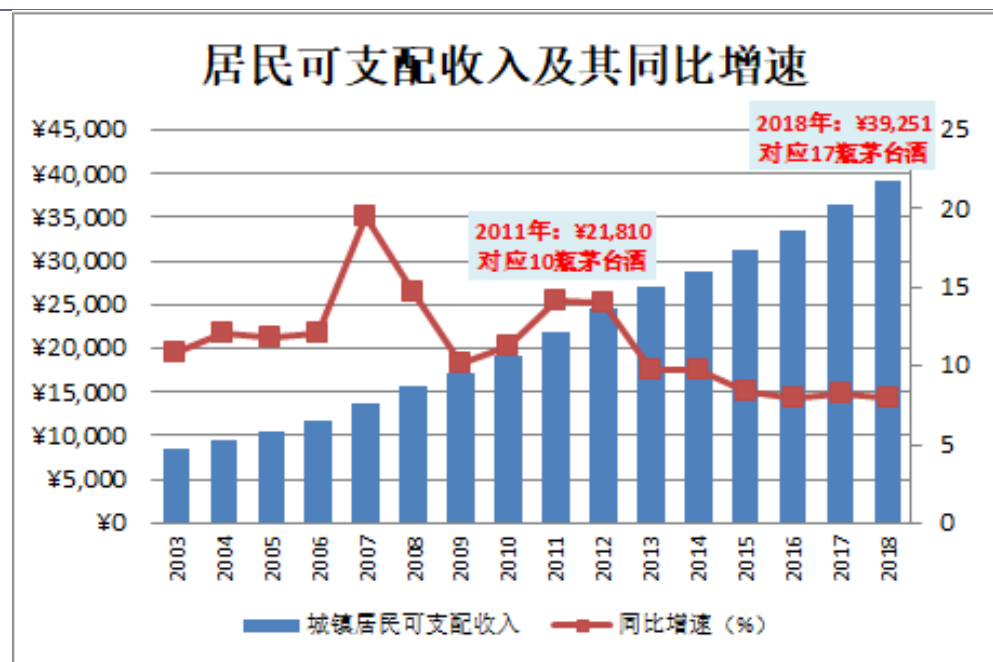
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

绘制购买力等同曲线可得, 2011 年 2100 元的购买力大致等同于现在 2474 元的购买力。从另外一个角度看, 普通飞天茅台、水晶瓶五粮液、国窖 1573 现行价格 2300 元、1100 元、1000 元, 分别对应 2011 年底的 1952 元、934 元、849 元。因此, 高端白酒现行价格的真实购买力比 2011 年弱不少, 价格仍有较大上升空间。

### 三、可支配收入增长，普通老百姓有能力购买更多茅台

2011年至2018年，居民的平均可支配收入增长80%，年均复合增速为8.76%。对比来看，2011年、2018年居民可支配收入分别为21810元、39251元，分别对应大约10瓶普通飞天茅台和17瓶普通飞天茅台。普通消费者现在有能力买更多数量的茅台酒。

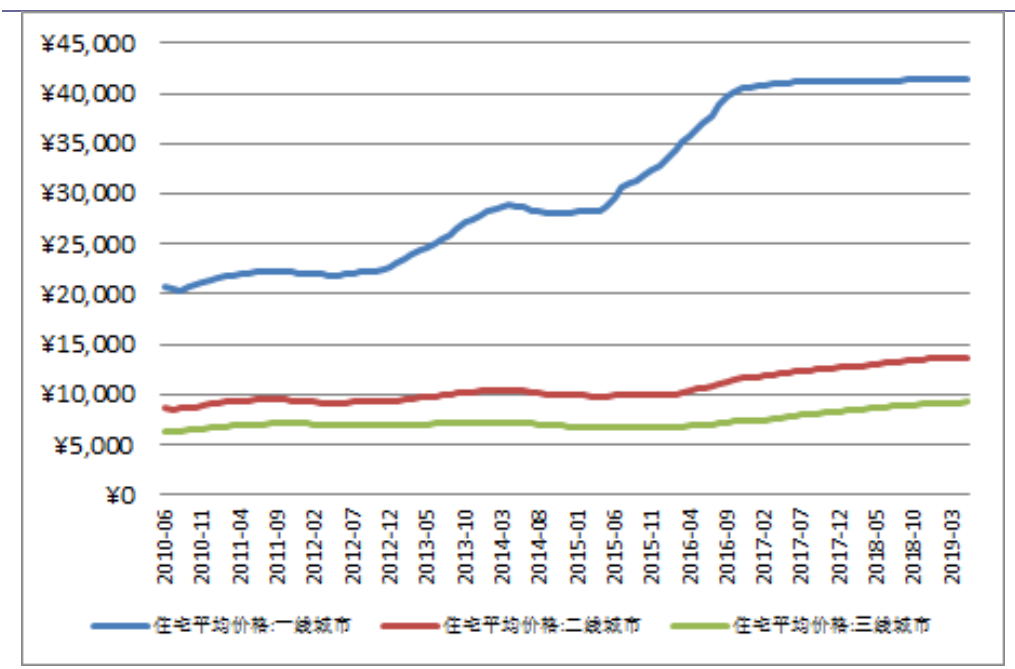
图表4：居民平均可支配收入及其同比增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

前文分析中提到，2011年居民平均可支配收入22000元左右，大致与当时一线城市住宅的平均价格持平。2019年5月份一线、二线、三线住宅的平均价格分别为41455元、13749元、9248元，相比2011年底分别增长87.38%、46.65%、30.31%。一线城市房价涨幅领先于可支配收入的增幅。房价的暴涨创造了更多的富人阶层，财富效应有效刺激高端消费；同时，高位房价也突显其他投资品的性价比，茅台酒的投资属性更加受重视。

图表 5：百城住宅平均价格走势图



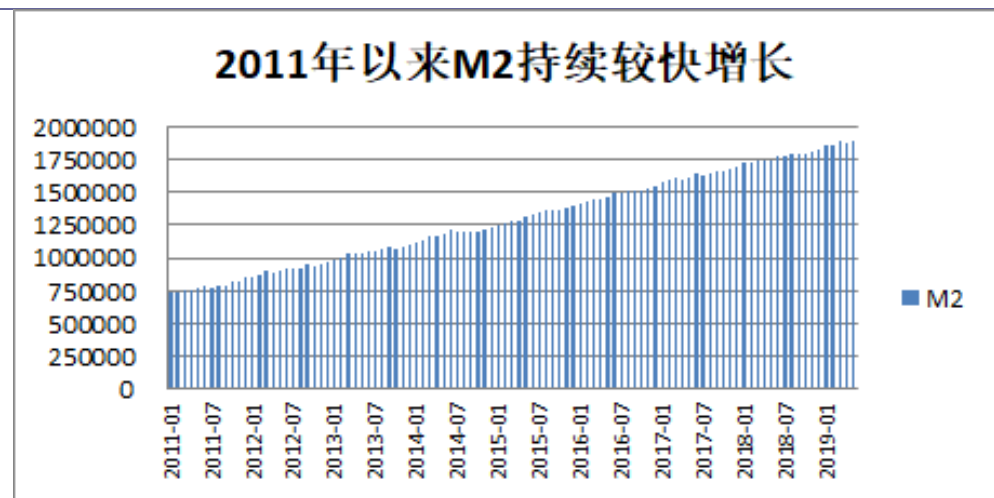
资料来源：WIND，太平洋证券整理

#### 四、 投资品属性增强，扩张性 M2 突显茅台硬通货优势

2011 年以来 M2 持续较快增长，并且从 2018 年 1 月开始，M2 增速反超 M1 增速，投资和中间市场开始活跃，在资产泡沫的预期下，茅台酒的稀缺属性以及抗通胀、硬通货的优势开始受重视。通胀预期渐抬头，茅台酒通过年份化、逐年提价的方式增强了增值、保值功能，未来随着老酒交易市场更加成熟，茅台酒的投资属性还会更强。

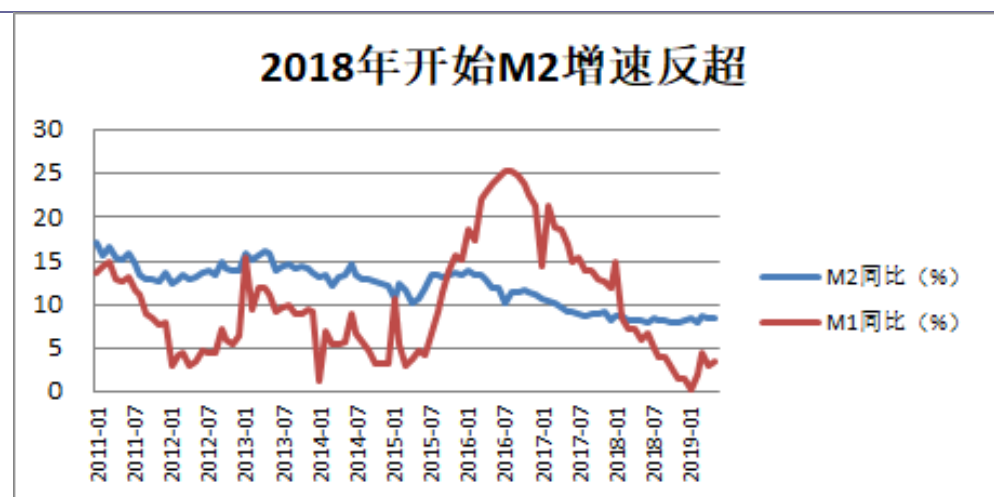
从投资回报的角度上看，2015 年下半年普通飞天茅台价格出现倒挂，如果精准地从底部购买 800 元/瓶的茅台酒并持有至今，价格增幅为 187.50%，年均复合回报率 36.22%，跑赢同期市场绝大部分理财产品。同期，全国住宅平均房价增幅也只有 35.12%，年均复合回报率 9.21%。

图表 6: 2011 年以来 M2 持续扩张



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 7: 2018 年开始 M2 增速反超



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

## 五、 未来价格仍有较大空间，茅台独占鳌头，其他高端性价比高

综上所述，茅台酒的真实价格其实不算贵，居民也有能力消费更多的茅台酒，茅台酒保值、增值的投资属性也是其价格上涨的重要原因。未来茅台酒的价格仍然看涨。

对比来看,普通飞天茅台现行价格的真实购买力比2011年2100元相差148元,但水晶瓶五粮液、国窖1573分别还差266元、351元。五粮液和国窖的价格带下行,高价酒的竞争中茅台独占鳌头,难逢敌手!而五粮液和国窖1573的性价比提高后,也会受益于茅台酒价格上涨。即使普通飞天茅台的价格维持在2300元左右,理论上五粮液和国窖1573的价格也大约还有百元以上的上涨空间。

茅台酒的总需求量,茅台通过2017年中秋节放量测验敏感性的方式,大致测算出来是4万吨左右。总供给层面,茅台酒基酒2019年扩建至5.6万吨后不再扩产,基本上锁定2024年往后成品酒的总产量约47600吨。目前,茅台酒2019年的计划量为3.18万吨,无法满足市场的全部需求,所以短期内供不应求的局面还将延续。在2022年真实放量之前,价格有望在目前2300元的基础上更进一步上涨。未来,随着总产量和总需求的同步增长,供需才逐步实现均衡。

## 六、 我们的判断和结论

近期茅台加强打款节奏,经销商在6月份提前打下半年的货款,可能出现一定的资金压力,茅台酒的价格短期可能适度降温,但不会改变未来几年整体价格向上的趋势。

此外,尽管公司公开表态短期内不会提高出厂价,但市场还是蕴含着今年底、明年初继续提高出厂价的预期,因此,未来整体的价格有望继续保持这个温度向上,但急速、大幅的上涨概率较低。

展望未来的价格,我们几点判断:

- 1、2019年下半年茅台酒供不应求的局面还将延续,普通飞天茅台的价格继续小幅上涨,向购买力等同效果下的2474元进一步靠拢。
- 2、明后两年量增有限,在不考虑提高出厂价的前提下,判断价格分别在2550元和2630元附近。如果公司提高出厂价,那么终端价大概率冲破2700元。
- 3、往后随着2022年真实放量,以及总供给和总需求慢慢匹配,价格高位企稳。

## 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；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com





## 研究院

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

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。