国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

贵州茅台（600519）

国酒飘香 醉美茅台

——贵州茅台深度报告

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
编号 S0880511010015

本报告导读：

从奢侈品的发展看茅台，提供了新的视角；探讨了公司未来最优价量策略和渠道发展模式，对十二五规划进行了详细解读。坚定信心，建议继续增持。

投资要点：

- **高档酒成长空间被打开：**受益于高收入人群快速增加，高档消费品购买力增强。茅台价格突破千元后销售依然供不应求，有必要提高对高档酒未来增长空间的预期，参考国外奢侈品牌近几年提价幅度及在亚洲地区增速，我们认为应该给予高档酒终端价和销量更高想象空间。
- **十二五期间“适当提价+持续放量”：1）价格：**参考国外奢侈品持续提价的策略和幅度，以及目前茅台酒的大幅终端出厂价差，出厂价不断提高是大趋势。按照出厂价年均提高 10%来计算，到 2015 年茅台酒出厂价有望提高至 900 元/瓶。**2）销量：**十一五期间年增 2000 吨产量进入释放期，预计至 2015 年茅台酒销量达 2 万吨，5 年复合增长率 12%；假定彼时高档白酒市场容量扩容至 5 万吨，茅台占比仍不到 50%。
- **销售模式：**团购+专卖店模式符合高档酒运作战略，茅台在全国现有 1424 家经销网点，按一个县级市场布局一家专卖店来看至少还有一倍空间。从海外奢侈品在中国的直营趋势看，茅台开始直营试水并逐步推广的战略正确，直营或许会成为部分解决高额渠道利润的良方。
- **年内高增速目标仍有望超预期：**公司计划 2011 年收入增长 45%，贵州省委省政府支持茅台做大做强，并积极给予各方面支持，茅台释放业绩动力充足，预计 55%左右的利润增速预测仍有超预期的可能。
- **150%左右大幅价差条件下继续提价预期强烈：**如此大幅价差也保障了公司拥有在未来多年持续提价的空间。本着谨慎的原则，我们预期今年底提价 10%-15%左右，对应提价幅度 60-100 元。如果提价幅度超过 100 元，市场关于茅台 2012 年利润增速 30%左右的预期有望再次上调。
- **盈利预测与投资建议：**预测 2011-12 年 Eps7.52、9.87 元，对应利润增速分别为 55%、31%，目标价 245 元（对应于 11 年 33 倍、12 年 25 倍 PE），建议增持，等待业绩逐步兑现和年底提价刺激。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	9,670	11,633	16,926	21,476	26,513
(+/-)%	*17%*	*20%*	*45%*	*27%*	*23%*
经营利润（EBIT）	5,940	6,981	10,836	14,243	18,091
(+/-)%	*12%*	*18%*	*55%*	*31%*	*27%*
净利润	4,312	5,051	7,811	10,245	13,001
(+/-)%	*14%*	*17%*	*55%*	*31%*	*27%*
每股净收益（元）	4.15	4.87	7.52	9.87	12.52
每股股利（元）	1.08	2.09	3.50	5.00	6.50

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	61.4%	60.0%	64.0%	66.3%	68.2%
净资产收益率(%)	29.8%	27.5%	34.5%	37.0%	38.3%
投入资本回报率(%)	30.4%	28.2%	34.8%	36.8%	37.6%
EV/EBITDA	29.7	24.7	17.6	13.1	10.1
市盈率	49.0	41.9	27.1	20.6	16.3
股息率 (%)	0.6%	1.1%	1.7%	2.5%	3.2%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	245.00
上次预测：	236.36
当前价格：	203.65

2011.07.27

交易数据

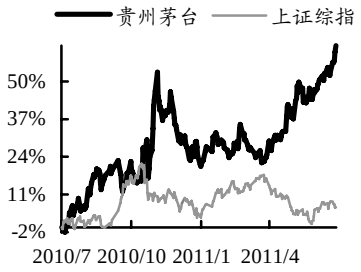
52 周内股价区间（元）	137.50-222.
总市值（百万元）	211,425
总股本/流通 A 股（百万股）	1,038/1,038
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	3
日均成交值（百万元）	572

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	20,283
每股净资产	19.54
市净率	10.4
净负债率	0%

EPS（元）	2010A	2011E
Q1	1.22	1.81
Q2	1.77	2.63
Q3	1.03	1.73
Q4	0.84	1.35
全年	4.87	7.52

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	24%	61%
相对指数	12%	33%	57%

相关报告

《坚定信心 分享茅台新一轮高增长!》 2011.05.27

《季报靓丽强化业绩释放预期》 2011.04.24

《预收款再创新高 继续提价预期强烈》 2011.03.21

《预期内的提价幅度与预期外的提价时 2010.12.15

《销售情况非常好，但利润释放不尽人意》 2010.10.29

模型更新时间：2011.07.25

股票研究

必需消费

食品饮料

贵州茅台（600519）

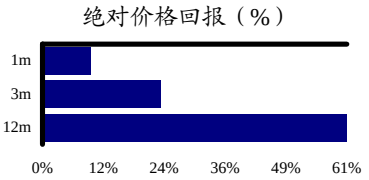
评级:	**增持**
上次评级:	增持
目标价格:	**245.00**
上次预测:	236.36
当前价格:	203.65

公司网址

www.moutaichina.com

公司简介

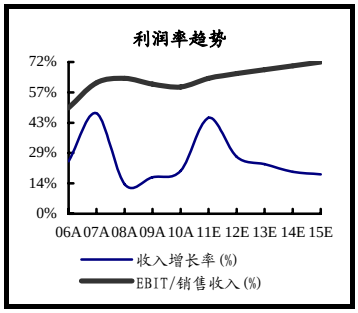
公司是国内白酒行业的标志性企业，主要生产销售世界三大名酒之一的茅台酒，同时进行饮料、食品、包装材料的生产和销售，防伪技术开发，信息产业相关产品的研制开发。茅台酒历史悠久，源远流长，是酱香型白酒的典型代表，享有“国酒”的美称。目前，公司茅台酒年生产量已突破一万吨，43°、38°、33°茅台酒拓展了茅台酒家族低度酒的发展空间，茅台王子酒、茅台迎宾酒满足了中低档消费者的需求，15年、30年、50年、80年陈年茅台酒填补了我国极品酒、年份酒、陈年老窖的

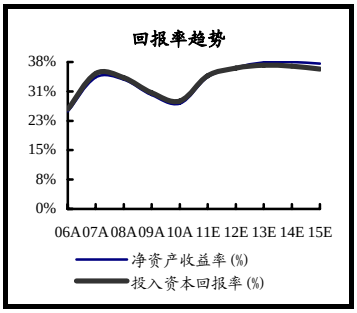


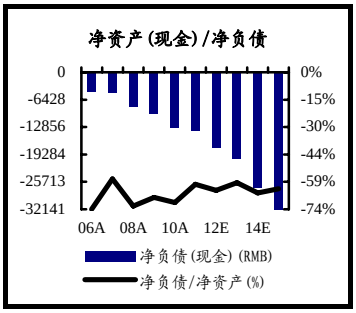
52 周价格范围	137.50-222.00
市值（百万）	211,425

财务预测（单位：百万元）

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业总收入	**4,903**	**7,237**	**8,242**	**9,670**	**11,633**	**16,926**	**21,476**	**26,513**	**31,777**	**37,707**
营业成本	787	872	800	951	1,053	1,418	1,692	1,979	2,287	2,616
税金及附加	575	604	682	941	1,577	2,133	2,642	3,182	3,718	4,299
销售费用	585	560	532	621	677	846	966	1,087	1,176	1,244
管理费用	496	723	941	1,217	1,346	1,693	1,933	2,174	2,352	2,489
EBIT	**2,461**	**4,478**	**5,287**	**5,940**	**6,981**	**10,836**	**14,243**	**18,091**	**22,245**	**27,060**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	1	1	0	1	1	1	1	1
财务费用	-25	-45	-103	-134	-177	-239	-282	-341	-426	-534
营业利润	**2,487**	**4,525**	**5,390**	**6,076**	**7,161**	**11,075**	**14,526**	**18,433**	**22,672**	**27,595**
所得税	872	1,556	1,385	1,528	1,823	2,819	3,697	4,692	5,771	7,023
少数股东损益	72	135	201	240	289	446	585	743	914	1,112
净利润	**1,545**	**2,831**	**3,799**	**4,312**	**5,051**	**7,811**	**10,245**	**13,001**	**15,990**	**19,461**
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	4,474	4,723	8,094	9,743	12,888	13,696	17,636	20,201	27,084	32,152
其他流动资产	0	4	3	19	43	40	40	40	40	40
长期投资	47	62	46	14	64	64	64	64	64	64
固定资产合计	2,259	2,833	2,835	3,388	4,474	6,496	8,657	11,024	13,657	16,709
无形及其他资产	326	262	455	487	471	502	531	558	585	610
资产合计	**9,571**	**10,481**	**15,754**	**19,770**	**25,588**	**32,171**	**39,540**	**48,441**	**58,600**	**71,016**
流动负债	3,403	2,113	4,251	5,108	7,028	8,895	10,627	12,535	14,098	15,806
非流动负债	0	0	0	10	10	8	5	3	0	-3
股东权益	6,063	8,234	11,245	14,466	18,399	22,671	27,725	33,978	41,662	51,261
投入资本(IC)	**6,121**	**8,307**	**11,457**	**14,638**	**18,485**	**23,202**	**28,839**	**35,832**	**44,428**	**55,136**
现金流量表										
NOPLAT	1,599	2,937	3,928	4,448	5,204	8,078	10,618	13,487	16,584	20,173
折旧与摊销	97	178	165	208	286	399	561	755	990	1,272
流动资金增量	378	-1,583	581	-1,029	263	-1,519	491	-2,033	946	-2,562
资本支出	-737	-772	-1,011	-1,357	-1,732	-2,451	-2,748	-3,148	-3,648	-4,348
自由现金流	**1,336**	**760**	**3,663**	**2,270**	**4,021**	**4,508**	**8,923**	**9,061**	**14,872**	**14,535**
经营现金流	2,113	1,743	5,247	4,224	6,201	7,118	11,880	12,462	18,837	19,279
投资现金流	-778	-789	-993	-1,340	-1,763	-2,450	-2,747	-3,147	-3,647	-4,347
融资现金流	-756	-705	-884	-1,235	-1,293	-3,860	-5,193	-6,750	-8,308	-9,865
现金流净增加额	**578**	**248**	**3,371**	**1,649**	**3,145**	**808**	**3,940**	**2,565**	**6,883**	**5,068**
财务指标										
成长性										
收入增长率	24.8%	47.6%	13.9%	17.3%	20.3%	45.5%	26.9%	23.5%	19.9%	18.7%
EBIT 增长率	30.5%	82.0%	18.1%	12.4%	17.5%	55.2%	31.4%	27.0%	23.0%	21.6%
净利润增长率	38.1%	83.2%	34.2%	13.5%	17.1%	54.6%	31.2%	26.9%	23.0%	21.7%
利润率										
毛利率	84.0%	88.0%	90.3%	90.2%	90.9%	91.6%	92.1%	92.5%	92.8%	93.1%
EBIT 率	50.2%	61.9%	64.1%	61.4%	60.0%	64.0%	66.3%	68.2%	70.0%	71.8%
净利润率	31.5%	39.1%	46.1%	44.6%	43.4%	46.2%	47.7%	49.0%	50.3%	51.6%
收益率										
净资产收益率(ROE)	25.5%	34.4%	33.8%	29.8%	27.5%	34.5%	37.0%	38.3%	38.4%	38.0%
总资产收益率(ROA)	16.1%	27.0%	24.1%	21.8%	19.7%	24.3%	25.9%	26.8%	27.3%	27.4%
投入资本回报率(ROIC)	26.1%	35.4%	34.3%	30.4%	28.2%	34.8%	36.8%	37.6%	37.3%	36.6%
运营能力										
存货周转天数	891	897	1237	1403	1693	1800	1900	2000	2000	2000
应收账款周转天数	4	3	2	1	0	1	2	2	2	2
总资产周转周转天数	656	506	581	670	712	623	609	606	615	627
净利润现金含量	1.37	0.62	1.38	0.98	1.23	0.91	1.16	0.96	1.18	0.99
资本支出/收入	15%	11%	12%	14%	15%	14%	13%	12%	11%	12%
偿债能力										
资产负债率	35.6%	20.2%	27.0%	25.9%	27.5%	27.7%	26.9%	25.9%	24.1%	22.3%
净负债率	-73.8%	-57.4%	-72.0%	-67.4%	-70.1%	-60.4%	-63.6%	-59.5%	-65.0%	-62.7%
估值比率										
PE	136.9	74.7	55.6	49.0	41.9	27.1	20.6	16.3	13.2	10.9
PB	31.7	23.3	17.1	13.3	10.4	9.3	7.6	6.2	5.1	4.1
EV/EBITDA	73.4	40.3	33.8	29.7	24.7	17.6	13.1	10.1	7.9	6.3
P/S	39.2	26.6	23.3	19.9	16.5	12.5	9.8	8.0	6.7	5.6
股息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	1.1%	1.7%	2.5%	3.2%	3.9%	4.7%







目 录

1. 观点：贵州茅台持续稳定的业绩增长支持股价上升 5
1.1. 重申我们的观点：长短期投资皆宜 5
1.2. 投资价值与投资时点的思考：风不动，帆不动，仁者心动 5
2. 贵州茅台销售缺口持续扩大，发展前景继续乐观 6
2.1. 销售增长计划再加速，十二五规划信心足 6
2.2. 第一高价酒供不应求，今年预期更上一层 7
2.3. 出厂、批发、零售价格扩大，持续涨价预期强烈 8
2.4. 价格上涨、年份酒兴起使之具备收藏价值，扩大需求缺口 9
2.5. 支撑高档白酒销售的内因分析 10
3. 高档酒市场：奢侈品刚起步，乐观看待价格上涨 11
3.1. 高档品购买力不断增强，乐观看待价格上涨 11
3.2. 未来提价、放量的天花板在哪里？ 13
4. 茅台销售模式：品牌力增添控制力 13
4.1. 渠道发展思路：大力发展团购+专卖 13
4.2. 从销售网点分布看专卖店至少还有一倍增长空间 15
4.3. 从海外奢侈品在中国的直营化看茅台未来渠道战略 15
5. 贵州茅台销售可供放量阶段到来 16
5.1. 十一五期间年增 2000 吨产量进入释放期 16
5.2. 公司利益最大的化的量、价策略探讨？ 17
6. 财务数据彰显公司业绩扎扎实 17
6.1. 预收款持续增长 17
6.2. 财务数据分析：经营稳健 18
7. 其他问题探讨：中价位酒、改善空间、茅台镇拆迁 20
7.1. 中价位酒策略：推中档产品“汉酱” 20
7.2. 公司未来可能存在的改善空间 21
7.3. 茅台镇拆迁改造进行时：茅台生产稀缺性提升 22
8. 又一轮快速增长，长短期投资皆宜 23
8.1. 高档消费品成长空间被打开驱动茅台又一轮价量齐升 23
8.2. 对十二五规划数据的分拆 24
8.3. 盈利预测与假设 24
8.4. 投资建议：增持，长短期投资皆宜 25
9. 风险提示：政策风险？经济波动风险？ 26

图表目录

图 1：茅台收入及增速 7
图 2：茅台归属母公司净利润及增速 7
图 3：高档白酒出厂价 8
图 4：高档白酒终端零售价 8
图 5：茅台出厂与终端价 9
图 6：茅台出厂、一批、终端价差 9
图 7：15 年茅台酒 9

图 8: 08-11 年普通茅台与年份茅台提价幅度对比 9
图 9: 茅台、五粮液历年销量 11
图 10: 高档白酒市场格局测算 11
图 11: 高档葡萄酒 Liv-ex100 价格指数 12
图 12: 爱马仕亚洲区主要增量来自日本外的国家 12
图 13: 宝格丽亚洲区主要增量来自日本外的国家 12
图 14: 瑞士历峰亚洲地区主要增量来自中国 12
图 15: 茅台、五粮液、老窖渠道示意对比 14
图 16: 白酒企业前五大客户收入占比对比 14
图 17: 销售费用与广告支出对比（2010 年） 14
图 18: 销售费用率对比（2010 年） 14
图 19: 销售人员数量对比（2010 年） 14
图 20: 销售人员人均销售收入对比（2010 年） 14
图 21: 2005 年后年增 2000 吨产量进入释放期 16
图 22: 2011-2015 年茅台酒销量测算 16
图 23: 预收款余额与当期收入比 18
图 24: 年度预收款增加额与收入增速 18
图 25: 毛利率逐年上升 18
图 26: 期间费用率下降 18
图 27: 主营业务税金率 19
图 28: 净利率水平 19
图 29: Eps 与每股经营性现金流 19
图 30: 货币资金与利息收入贡献 Eps 占比 19
图 31: 茅台历年 ROE 水平 20
图 32: 茅台 ROE 杜邦分解（2010 年） 20
图 33: 资产周转率与权益乘数 20
图 34: 少数股东权益占比 20
图 35: 系列酒收入及增速 21
图 36: 系列酒毛利率水平 21
图 37: 历年收入占比拆分 21
图 38: 分产品 2010 年毛利贡献占比 21
图 39: 茅台酒厂一角 23
图 40: 茅台镇地理位置 23
图 41: 茅台历年收入及增速 23
图 42: 茅台历年归属母公司净利润及增速 23

表 1: 公司 2011 年财务预算方案及对应相关财务数据测算 7
表 2: 茅台提价时间表 8
表 3: 年份酒出厂价及涨幅 9
表 4: 近几年茅台主要拍卖会概况 10
表 5: 海外部分奢侈品价格复合增速 13
表 6: 海外奢侈品牌在中国的直营化 15
表 7: 茅台历年分红 22
表 8: 2015 年茅台酒收入测算表 24
表 9: 贵州茅台主要收入假设 25

1. 观点：贵州茅台持续稳定的业绩增长支持股价上升

2010 年下半年以来，以茅台为代表的高档白酒终端价格一骑绝尘，茅台在价格突破千元大关后销售依然供不应求，持续的旺销使我们认为有必要对高档酒增长进行重新审视，一季报靓丽更加增强了我们大力推荐的信心，因此我们继 5 月月报之后，在连续多期周报中对高档品消费升级趋势和未来成长空间进行了研究，并对一线白酒特别是高档酒标杆贵州茅台进行了持续推荐。

1.1. 重申我们的观点：长短期投资皆宜

- **贵州茅台量、价双升预期明确，业绩增长稳定，预计未来几年利润增速能达到或超过 30%：**“十二五末力争达到含税 400 亿收入，茅台酒产能 4 万吨” 的目标为我们规划了茅台 5 年成长的美好蓝图，茅台十一五期间年均增加 2000 吨产能将于十二五期间投放，参考目前终端出厂大幅价差和终端货品紧俏的销售局面，使我们有理由相信“十二五末销量翻倍和实现 400 亿收入”并不是一句口号。
- **年内高增速目标仍有望超预期：**公司计划 2011 年收入增长 45%，根据公司 2011 年财务预算预测净利润增速将达 55%左右，仍有超预期的可能；贵州省委省政府支持茅台做大做强，并积极给予各方面支持，这应该是茅台释放业绩的主要动力。
- **刺激因素：继续大幅提价预期强烈：**上海地区部分商超茅台终端价已至 1580 元/瓶，与出厂价差高达 150%，一批出厂价差高达一倍，参考海外奢侈品经典款年均提价幅度，我们认为茅台酒完全具备大幅提价的空间和可能。但是本着谨慎的原则，我们预期今年底提价 10%-15%左右，对应提价幅度 60-100 元。如果提价幅度超过 100 元，市场关于茅台 2012 年利润增速 30%左右的预期有望再次上调。

盈利预测与投资建议：预测 2011-12 年 Eps7.52、9.87 元，对应利润增速分别为 55%、31%，目标价 245 元（对应于 11 年 33 倍、12 年 25 倍 PE），建议增持，等待业绩逐步兑现和年底提价刺激。

1.2. 投资价值与投资时点的思考：风不动，帆不动，仁者心动

现在看来，如果不出现政策上的大变动，贵州茅台以其“第一高价酒”的号召力，销售将会在将来很长一段时间内保持比较快速的增长，未来业绩增长稳定可期。如果单纯站在投资价值的角度来看，我们认为是可以在目前的股票价格上大力推荐的：公司 2012 年动态 PE 仅 21 倍，未来 3 年净利润保持 30%左右的复合增长率是大概率事件，因此从价值的角度看完全值得买入，这也是我们仍然推荐公司的主要原因。

说到是否要在现在时间点推荐，也许还有其他因素考虑，最主要的是市场整体走向和投资者的博弈。因为在历史的经验中，如果市场出现大幅上涨，β 投资将更有吸引力，因此业绩弹性更大的行业和公司将更受到青睐，从而使得业绩稳定增长的投资品种，在短期内受关注更少，抑制

股价上涨。但是，从公司的价值来说，正如 80 年代的可口可乐一样，尽管不是短跑冠军，但是从长期的股价上升看，是完全值得买入并持有的。

短期看，虽然今年绝对、相对收益已不低，但我们认为年内仍有 20%左右的股价空间，因此继续推荐：从茅台 2011 年一季报披露截止 7 月 25 日累计涨幅已有接近 30%，同期市场下跌 10%，无论是绝对还是相对收益水平已经相对不错。但是站在这个时点看下半年，我们认为仍然有 20%左右的股价空间，动力在于随着时间推移，2012 年的业绩将起到主导作用，公司 30%的利润增长预期将变成股价的主要推动力，建议增持，等待业绩逐步兑现和年底提价刺激。

图 1：贵州茅台 PE 运行区间

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2. 贵州茅台销售缺口持续扩大，发展前景继续乐观

观察未来公司是否能保持较快增长，除了良好的宏观经济运行环境外，还可以考虑自下而上的推理公司短期销售经营状况，总体来说，不外乎两个指标：

- **价格差：**出厂和批发、零售的价差扩大说明需求旺盛，未来一段时间的供需缺口继续存在，提价有较大可能；
- **销量缺口：**这个指标很难去量化，但是可以通过草根的调研感受到。我们过去一年最直观的体会是，通过在厂家、经销商或者商超、酒店买茅台酒的难度在不断增加。

目前看，贵州茅台这两个指标都是在扩大的，因此我们可以很放心的说公司销售情况相当好，可以放心的大力推荐。

2.1. 销售增长计划再加速，十二五规划信心足

2011 年收入计划增长 45%：在年初大幅提价后，公司今年茅台酒投放量有望在去年 1.1 万吨的基础增加 1500 吨，整体收入完成 45%增长计划难度不大。根据公司 2011 年财务预算测算，净利润增速将达 55%左右。今年一季度收入和利润增长情况已经开始正确反映公司又一轮价量齐

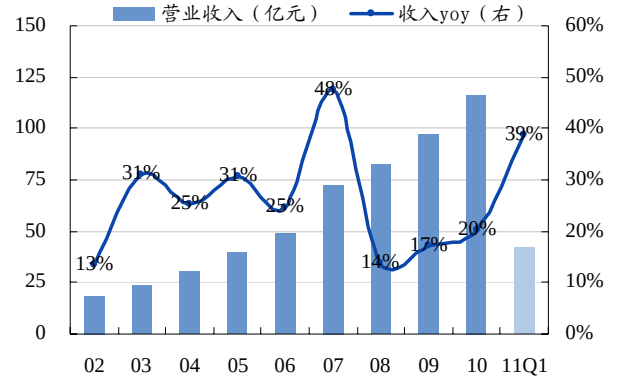
升的强大基本面。

表 1：公司 2011 年财务预算方案及对应相关财务数据测算

2011 年财务预算计划			2010A	yoy	2011E	Yoy
收入	较 2010 年增 45%左右	收入（亿元）	116.3	同增 20.3%	168.7	同增 45.0%
成本	较 2010 年增 35%左右	毛利率	90.9%	提高 0.8pp	91.6%	提高 0.6pp
消费税及附加	较 2010 年增 35%左右	主营业务税金率	13.6%	提高 3.8pp	12.6%	下降 0.9pp
营业费用	较 2010 年增 25%左右	营业费用率	5.8%	下降 0.6pp	5.0%	下降 0.8pp
管理费用	较 2010 年增 25%左右	管理费用率	11.6%	下降 1.0pp	10.0%	下降 1.6pp

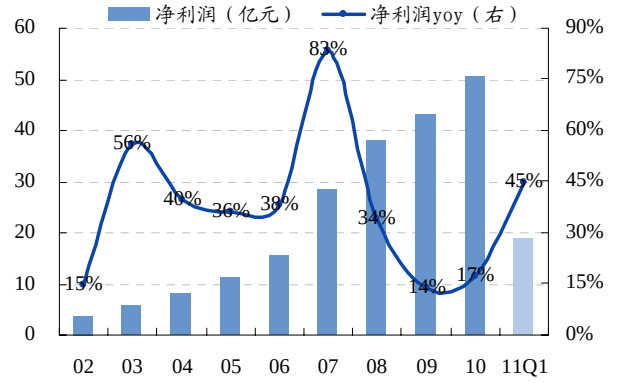
数据来源：国泰君安证券研究。注：pp=百分点。

图 1：茅台收入及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：茅台归属母公司净利润及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

公司今年公布的“十二五”规划激起千层浪：极大的提升了我们对公司未来几年业绩增长的预期。按照公司计划到 2015 年实现 400 亿含税收入来计算，2011-2015 年收入平均增速 24%，剔除 2011 年 45%的收入增长目标后，2012-2015 年收入平均增速 19.3%。

- **十二五规划具体目标：**到 2015 年，茅台酒生产达到 4 万吨；销售收入力争突破 400 亿元（含税）；……，使“十二五”时期成为公司改革开放以来发展最好最快的时期；成为调整经济结构，转变发展方式，综合实力快速提升，“加速发展、加快转型、推动跨越”取得重大突破的时期；……。集团计划 2015 年实现收入 500 亿元（含税）。

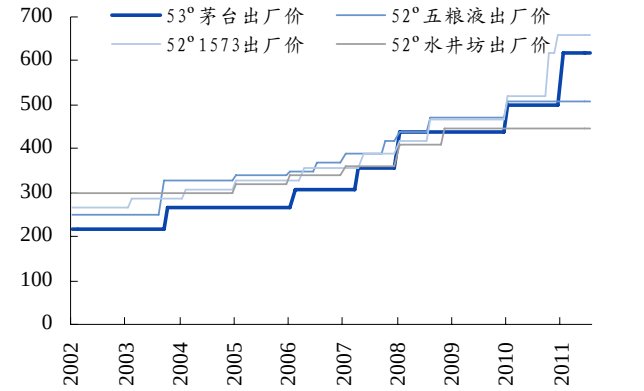
2.2. 第一高价酒供不应求，今年预期更上一层

茅台终端价一骑绝尘：根据历史经验，每年春节过后高档酒水终端价格会随着旺季结束有所回落，但 2010 年茅台终端价格从 2010 年春节期间 800 元左右一路飙涨至中秋旺季时接近 1000 元，价格坚挺且市场缺货非常严重；至 2011 年 7 月，终端价格在 1500 元左右，春节过后的消费淡季并未出现茅台价格回调的现象，部分终端已超过 1500 元大关。从 2010 年初至今，茅台终端零售价已经累计上涨超过 80%。

出货量增加但仍然供不应求：2010 年茅台实际出货量增长超过 1000 吨，但依然难改茅台一瓶难求的局面。

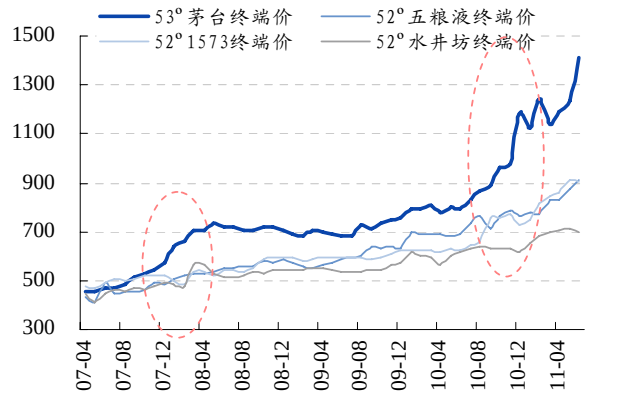
增加放量，提价可期：在产品稀缺性不断增强、供需矛盾凸显导致价差持续扩大的情况下，我们认为今年公司增加投放 1500-2000 吨茅台酒完全能够被市场消化。淡季价格依然缓步上升的格局使得茅台终端价格在今年中秋、国庆双节来临之际有望更上一层楼。而持续扩大的终端和出厂价差使得公司有能力再次大幅提价，而且具备再次提价 20%的可能。

图 3：高档白酒出厂价



数据来源：国泰君安证券研究

图 4：高档白酒终端零售价



数据来源：糖酒快讯，国泰君安证券研究

2.3. 出厂、批发、零售价格扩大，持续涨价预期强烈

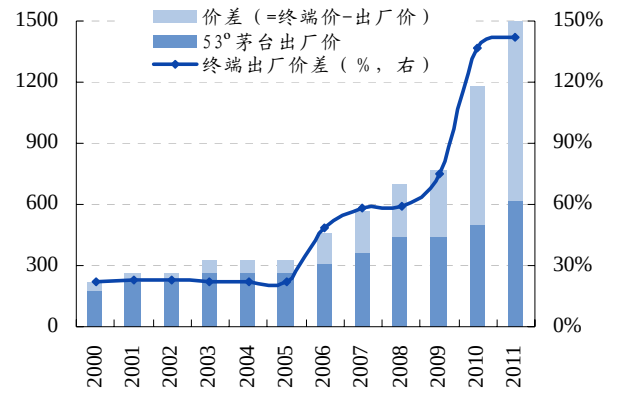
终端出厂价差高达 150%，持续提价预期强烈：回顾茅台提价历史，在需求不足的时期公司以不提价和适当控货为手段保终端价；在需求旺盛、产品紧俏的年份终端价飙涨会倒逼公司提高出厂价。而过去十年中，茅台的价格策略运用得当，没有出现过价格倒挂的现象。目前国内部分终端价已接近或者超过 1500 元，一批价在 1200-1300 元左右，终端出厂价差高达 150%，公司未来持续提价预期强烈。

表 2：茅台提价时间表

提价时点	出厂价	年份	渠道价差	市场环境和价量策略
2001 年 8 月	218	2001-2002	出厂和终端价差 60 元左右；	提价主要是跟随策略，以保证产品终
2003 年 10 月	268	2003-2005	批发环节毛利稳定在 20 元-30 元左右	端零售价不掉队为主要目的
2006 年 2 月	308	2006	一批价至年底达 400 元以上；批发毛利达 100 元	经济过热，销售起势，价量齐升
2007 年 4 月	358	2007	年初出厂终端价差升至 150 元左右；提价后至年底价差升至 200 元左右	价差扩大，4 月自然提价
2008 年 1 月	439	2008	年初出厂终端价差超过 200 元	提价 81 元，出厂价以 1 元之差首超五粮液；下半年经济急转直下后控量保价，使终端价稳定在 700 元左右
		2009	批发毛利从年初 100 元上升至年底 250 元左右；至年底出厂终端价差 330 元左右	经济复苏，一批、终端价缓慢攀升
2010 年 1 月	499	2010	终端价一路走高，中秋前后成功站上 1000 元大关，至年底价差超 600 元	货品紧俏，拍卖风起，终端价涨至 1000 元以上产品依然供不应求
2011 年 1 月	619	2011E	终端出厂价差超过 800 元	年初大幅提价 24%，货源紧张，价差继续扩大，预期年底再次大幅提价

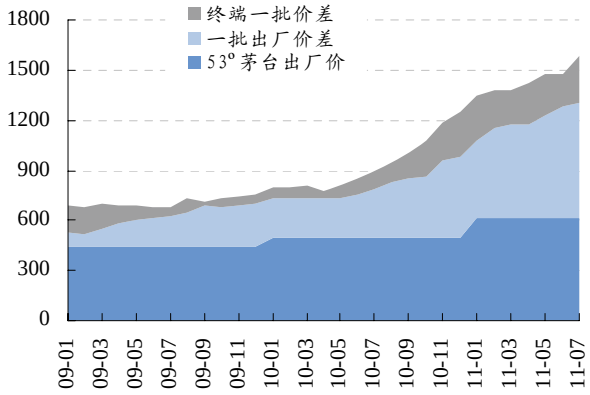
数据来源：国泰君安证券研究

图 5：茅台出厂与终端价



数据来源：国泰君安证券研究

图 6：茅台出厂、一批、终端价差



数据来源：国泰君安证券研究

2.4. 价格上涨、年份酒兴起使之具备收藏价值，扩大需求缺口

普通茅台的一些特质使之逐渐具有了投资品的特性，收藏价值价值高，这进一步扩大了茅台酒短期的需求：

年份酒连续提价，且越高端产品价格增长越快：2003 年后，茅台酒的出厂、零售价持续上涨，至少是远远跑赢 CPI 涨幅，使之具有了保值功能。茅台年份酒价格更是大幅上涨，涨幅远远超过同期普通茅台酒提价幅度。由于年份酒供给量非常有限，年投放市场仅有 400-500 吨左右，高价、限量使其完全具备奢侈品属性，产品价格上涨与年份酒价格高企又使之逐步具备收藏价值。

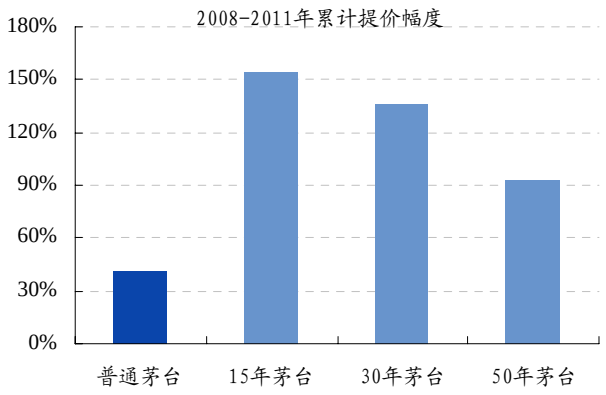
表 3：年份酒出厂价及涨幅

提价时点	出厂价			
	15 年	30 年	50 年	对比普通茅台
2008 年 1 月	1969	3599	5899	439
2010 年 1 月	2599	4999	9999	499
2011 年 1 月	3799	8499	14999	619
2011 年涨幅	46%	70%	50%	24%
08-11 年涨幅	93%	136%	154%	41%
03-11 年涨幅	459%	-	-	131%

数据来源：国泰君安证券研究

图 7：15 年茅台酒

图 8：08-11 年普通茅台与年份茅台提价幅度对比



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

体积小，易储藏，且储藏的时间价值非常高，拍卖兴起更加剧茅台酒供需紧张：从 2009 年兴起的茅台酒拍卖更强化了茅台的稀缺属性，拥有较高品质和历史年份的茅台酒不断增值和涨价的预期吸引越来越多的渠道和消费者提前囤酒，一方面使得年份酒价格出现了大幅度自然上涨，另一方面也刺激了对普通茅台的投资和囤积，加剧了供需紧张。

表 4：近几年茅台主要拍卖会概况

时间	拍卖公司	拍卖会名称	成交概况
2009 年 06 月	北京荣宝	北京荣宝艺术品拍卖会(第 64 期)	共 6 件茅台拍品，**开创茅台拍卖先河**
2010 年 06 月	歌德拍卖	2010 春拍·中国名酒专场	共 174 件拍品，总成交 478.8 万元，成交率 100%
2010 年 11 月	歌德拍卖	2010 秋拍·中国名酒专场	共 226 件拍品，总成交 3058 万元，成交率 79%
2010 年 12 月	西泠印社	西泠首届中国陈年名酒专场	共 82 件拍品，总成交 902 万元，成交率 100%
2010 年 12 月	嘉德国际	陈香滋气·名扬轩藏国酒茅台臻品	共 63 件拍品，总成交 1061 万元，成交率 100%
2010 年 12 月	保利国际	历久弥香·中国陈年名酒珍品选萃	共 113 件拍品，总成交 2013 万元，成交率 100%
2011 年 04 月	贵州省拍	首届陈年茅台酒专场拍卖会	共 102 件拍品，总成交 1223 万元，成交率 91%
2011 年 04 月	歌德拍卖	中国名酒专场	共 85 件拍品，总成交 1062 万元，成交率 100%
2011 年 05 月	西泠印社	第二届中国陈年名酒专场拍卖会	共 223 件拍品，总成交 1364 万元，成交率 100%
2011 年 05 月	贵州省拍	贵州省第二届陈年茅台酒拍卖会	共 104 件拍品，总成交 570 万元，成交率 95%
2011 年 05 月	永乐国际	国酒精神·资深茅台藏家特供专场	共 99 件拍品，总成交 1329 万元，成交率 90%
2011 年 06 月	保利国际	历久弥香·中国陈年名酒珍品选萃	共 107 件拍品，总成交 3837 万元，成交率 96%
2011 年 06 月	歌德拍卖	陈香盈袖·中国名酒拍卖专场	共 260 件拍品，总成交 7449 万元**创白酒单场成交纪录**

数据来源：国泰君安证券研究

2.5. 支撑高档白酒销售的内因分析

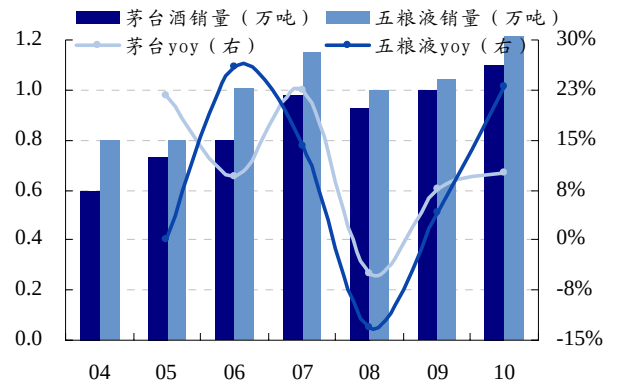
我们认为，支撑高档白酒销售的内因主要包括品牌积淀、产品稀缺和“第一高价酒”刺激几个方面。

产品稀缺：茅台独有的地理位置和难以复制的自然环境决定了其不可能无限制扩大产能，独特的生产工艺决定了茅台每年销量增长较产能扩张要滞后 5 年，导致产品供给必然受限，产品的稀缺属性明显。

第一高价酒刺激：国人的白酒消费很大程度上是个面子工程，而价格是最直接的代表符号。虽然长期来看高档产品最终站稳市场并稳步扩张更需要的是卓越的产品品质基础上形成的强大品牌张力，但从 1993 年酒鬼酒的横空出世，到 2000 年水井坊的高调登场，我们依然可以看到一定时期内价格对品牌塑造的巨大作用，“量服从价”也是高端白酒品牌运作的主要手段之一。目前已经牢牢占据了第一高价酒位置的茅台无疑将持续受益价格光环所带来的销售自然推动。

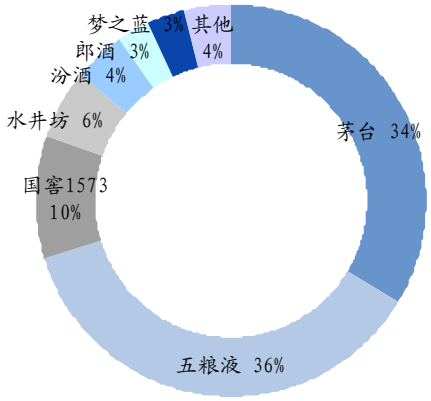
品牌是核心：2004 年至 2010 年，茅台和五粮液销量合计复合增长率为 10%左右。从全国范围内来看，未来全国性高档白酒的行业格局将会比较稳定，对高档白酒的消费需求将更多聚焦在品牌力较强的几个强势品牌上。按照高档白酒市场容量 3.5 万吨测算，茅台和五粮液合计占据高档白酒市场份额的 70%，已形成寡头垄断格局。

图 9：茅台、五粮液历年销量



数据来源：国泰君安证券研究

图 10：高档白酒市场格局测算

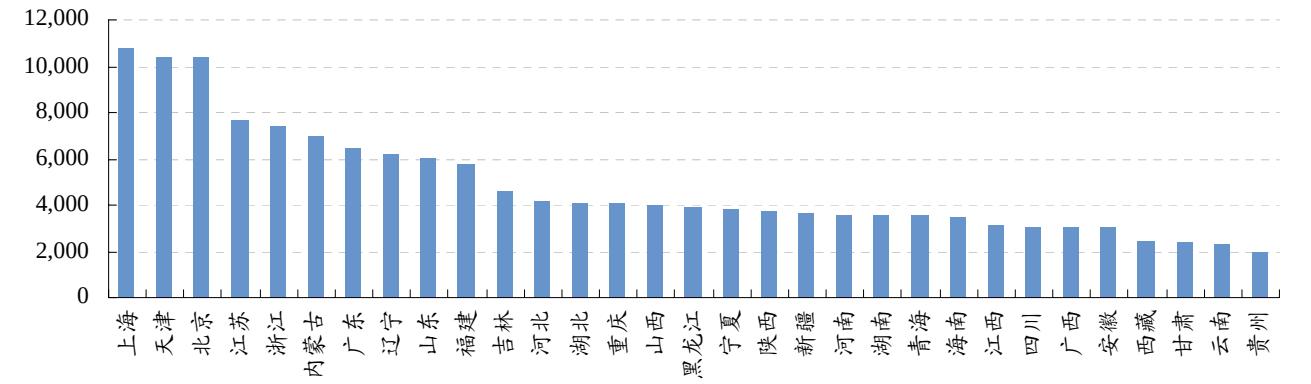


数据来源：国泰君安证券研究

3. 高档酒市场：奢侈品刚起步，乐观看待价格上涨

中国的奢侈品之路才刚刚起步：贝恩顾问有限公司与意大利奢侈品生产者协会合作发布全球奢侈品市场报告显示，2010 年全球市场规模达 1,720 亿欧元（2,540 亿美元），超出公司去年 10 月份做出的 1,680 亿欧元预期，而中国已经超过日本成为全球第二大奢侈品消费国。借鉴我们宏观、策略同事的研究成果：人均 GDP 过万美金后奢侈品消费将出现大幅的增加，目前国内几个一线大城市的人均收入才刚过 1 万美金，意味着中国的奢侈品之路才刚刚起步。同理推导，我们认为具有部分奢侈品消费特性的国内高档白酒应该还有很大增长空间。

图 2：上海、北京等大城市人均 GDP 超过 1 万美金，奢侈品之路才刚开始



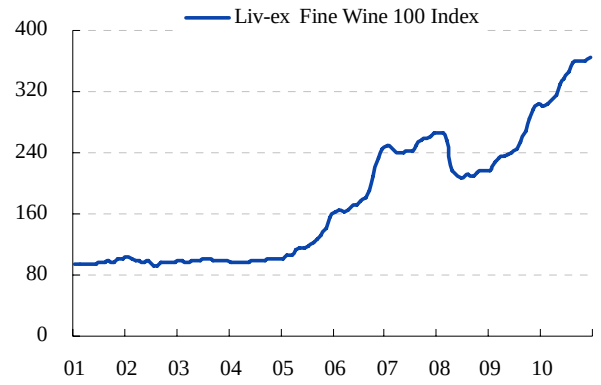
数据来源：国泰君安证券研究

3.1. 高档品购买力不断增强，乐观看待价格上涨

高收入人群快速增加，高档品购买力增强：1）根据**《群邑智库•2011 胡润财富报告》**中所提供的数据，截止 2010 年底，全国有 96 万千万富豪和 6 万亿万富豪，分别比去年增长 9.7%和 9.1%；**2）**根据招商银行和贝恩公司联合推出的**《2011·中国私人财富报告》**中所披露的数据，截止 2010 年中国的高净值人群数量达 50 万人，与 09 年相比增加了 9 万人，年增长率为 22%。高收入人群快速增加对高档品的需求形成有力拉动。

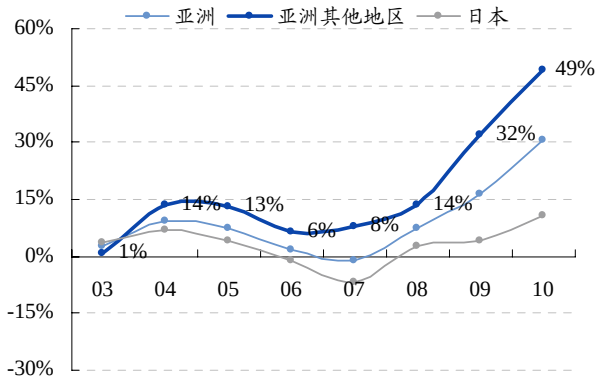
- **高档葡萄酒价格飙涨从侧面反映出中国高端酒水消费的巨大需求：**1）伦敦葡萄酒交易所高档葡萄酒 Liv-ex100 指数，从 2010 年初至今累计涨幅 46%；2）世界著名葡萄酒商和拍卖公司阿奇行（Acker Merrall & Condit）2010 年在亚洲的名酒拍卖额达 6350 万美元，较 2009 年增长 206%，纽约交易额为 2800 万美元，同比增长 55%。而从单组藏品拍卖均价看，香港拍卖会的名酒拍卖均价高达 8378 美元，美国只有 3816 美元，中国大陆买家注重高档波尔多一级酒庄酒对推高高档葡萄酒价格功不可没。
- **国际知名奢侈品牌在中国快速扩张：**巴宝莉、爱马仕、Swatch、宝格丽、瑞士历峰 5 家奢侈品公司年报均将中国视为最有增长潜力的市场，其中 Swatch、瑞士历峰已单独披露中国区的收入增长，2010 年该增速分别为 42%、23%。

图 11：高档葡萄酒 Liv-ex100 价格指数



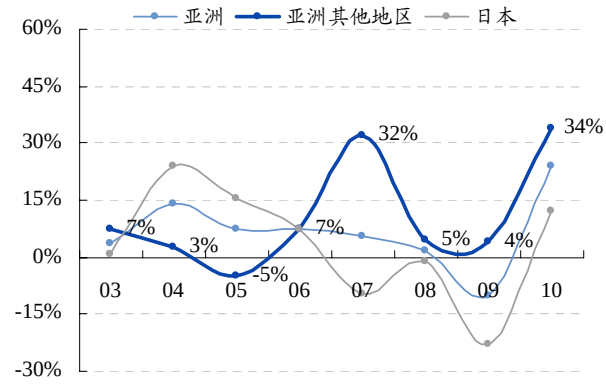
数据来源：Liv-ex，国泰君安证券研究

图 12：爱马仕亚洲区主要增量来自日本外的国家



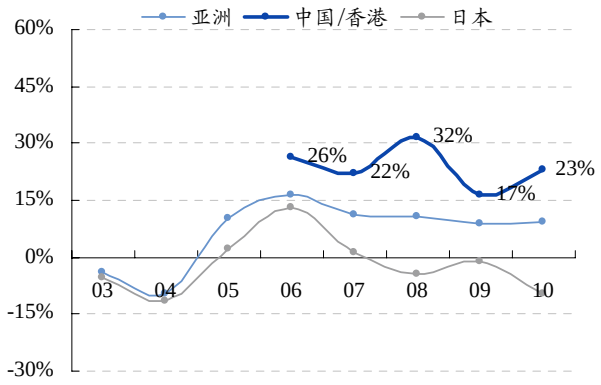
数据来源：国泰君安证券研究

图 13：宝格丽亚洲区主要增量来自日本外的国家



数据来源：国泰君安证券研究

图 14：瑞士历峰亚洲地区主要增量来自中国



数据来源：国泰君安证券研究

海外奢侈品经典款长期持续涨价，幅度在 5%-19%不等，海外顶级葡萄酒指数也显示出持续大幅上升的态势，究其原因，我们认为主要有三：1）消费群体收入提升和收入扩大；2）某种程度上也是种货币现象的诠释；3）具有供给稀缺或具有强品牌壁垒，并长期保持，消费者愿意为其支付溢价。对于具有类奢侈品属性的高档白酒的价格，我们认为也应该用发展的眼光去衡量，未来价格上升的空间可以更具有想象力些。

表 5：海外部分奢侈品价格复合增速

品牌	款型	区域	时间跨度	复合增速	CPI 增速
香奈儿	2.55-226	美国	2006-2011	17%	2.3%
	Classic Flap-Jumbo	美国	2006-2011	19%	2.3%
LV	Speedy 30	美国	1998-2011	6%	2.6%
Dior	Lady Dior bag	美国	1998-2011	8%	2.6%
劳力士	日志型 36mm（116139-LFC）	香港	2008-2011	5%	2.5%
	潜海型 40mm（116610LV、LN）	香港	2008-2011	10%	2.5%

数据来源：国泰君安证券研究

3.2. 未来提价、放量的天花板在哪里？

千元天花板已突破，下一个天花板是 2000 元？2010 年初，市场还在讨论茅台终端价格 1000 元会不会是天花板，2010 年底零售价格就已突破了千元，现在很多地区的零售价格已经突破了 1500 元，目前看千元以上的茅台价格已经被接受，之前担忧的价格天花板短期内并不存在。我们是否可以预期下一个讨论的天花板将是 2000 元？如果假设茅台终端价格在 5 年内上涨至 2000 元，其实年均涨幅仅需要 8%，似乎并不是遥不可及的。正如我们前文所讨论，参考国外奢侈品牌近几年在亚洲（除日本外）地区的增长速度以及近几年的提价幅度，我们认为应该给予茅台等高档白酒终端价格和销量更高的想象空间。

未来 5 年高档白酒市场扩容至 5 万吨，茅台占比仍不到 50%：假定未来五年高档酒市场容量在 3.5-4.0 万吨的基础上以年均 5%的速度增长，至 2015 年总量将达 4.5-5.0 万吨；而茅台酒今年产能将达接近 3 万吨，至 2015 年有望出品 2 万吨左右茅台酒，销量对应占比不到 50%。应该说未来市场完全有能力消化茅台十一五期间的新增产能。

4. 茅台销售模式：品牌力增添控制力

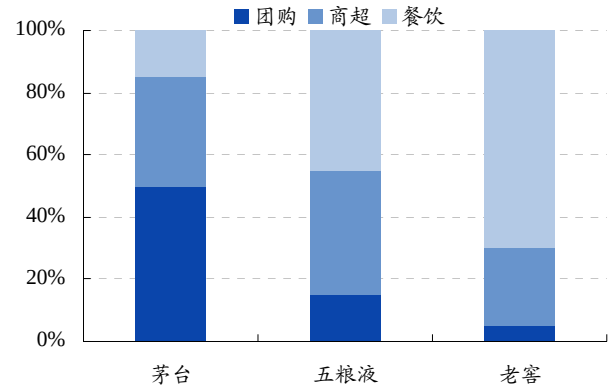
4.1. 渠道发展思路：大力发展团购+专卖

发展团购+专卖店模式：茅台销售模式的独特魅力在于大力发展了团购客户与开设专卖店的模式，该模式使其渠道更加扁平化，更强调客户体验；通过年份酒专供专卖店和每年茅台酒的配额销售，对经销商控制力更强，也团结了相当一部分优质经销商资源。

专卖店可见、可控：公司选择发展专卖店而不是细分经销商，我们认为意义在于专卖店对公司来说更加可见和可控，而专卖店本身也是对茅台品牌很好的宣传窗口。假设每个专卖店配额 5 吨茅台酒/年、按照渠道利润最少 500 元来计算，一家专卖店年利润在 500 万以上。公司通过强大品牌力具备了对经销商资源的超强控制力。通过每年新增经销商，控制原有经销商配额，公司可以进一步摊薄原有经销商对公司的话语权。

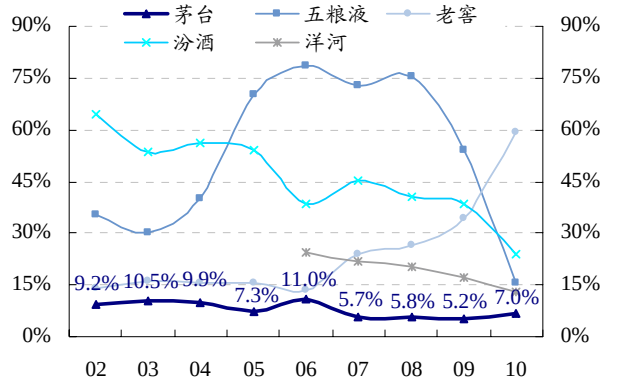
渠道扁平带来公司前五大客户占比较低：过去三年，茅台前五大客户占比仅 5%-7%，显著低于同行业水平，甚至低于以深度分销见长的洋河股份前五大客户收入占比。

图 15：茅台、五粮液、老窖渠道示意对比



数据来源：国泰君安证券研究

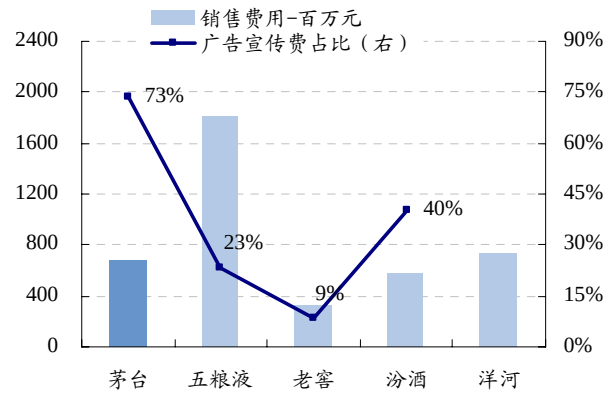
图 16：白酒企业前五大客户收入占比对比



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

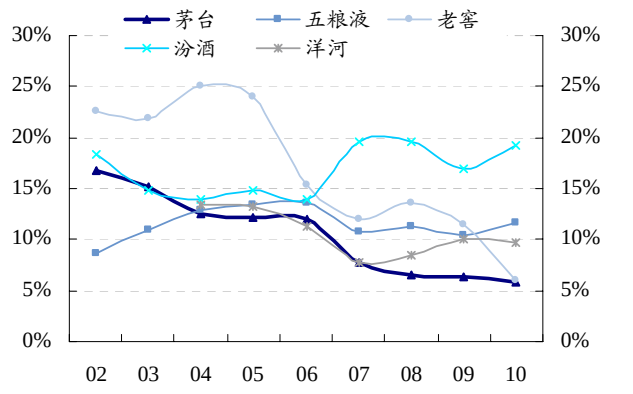
渠道推力略显不足，品牌优势足以弥补：高档酒营销不同于中档酒需要更多渠道推力的模式，茅台不需要大量的营销人员做地面推广，而巨大的渠道利润又使得经销商行销动力有所减弱。虽然由此导致销售推力有所不足，但其强大的品牌优势足以弥补，因此茅台费用投放也主要集中于广告营销方面（占其销售费用 3/4 左右），符合高档酒依靠广告营销高举高打的营销模式。茅台销售人员数量不足 300 人，与五粮液和老窖相当、远低于汾酒和洋河。销售人员占公司总人数比重只有 3%，但人均销售收入却远高于同业（五粮液除外，其销售主要依靠经销商推动）。

图 17：销售费用与广告支出对比（2010 年）



数据来源：2010 年报，国泰君安证券研究。

图 18：销售费用率对比（2010 年）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 19：销售人员数量对比（2010 年）

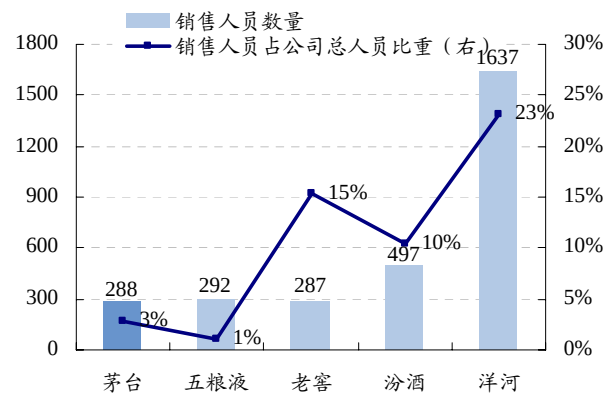
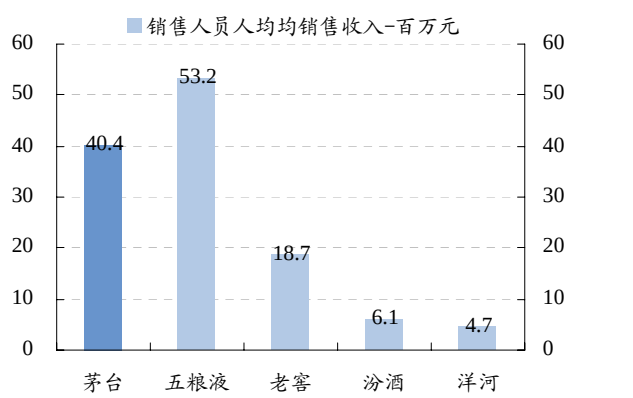


图 20：销售人员人均销售收入对比（2010 年）



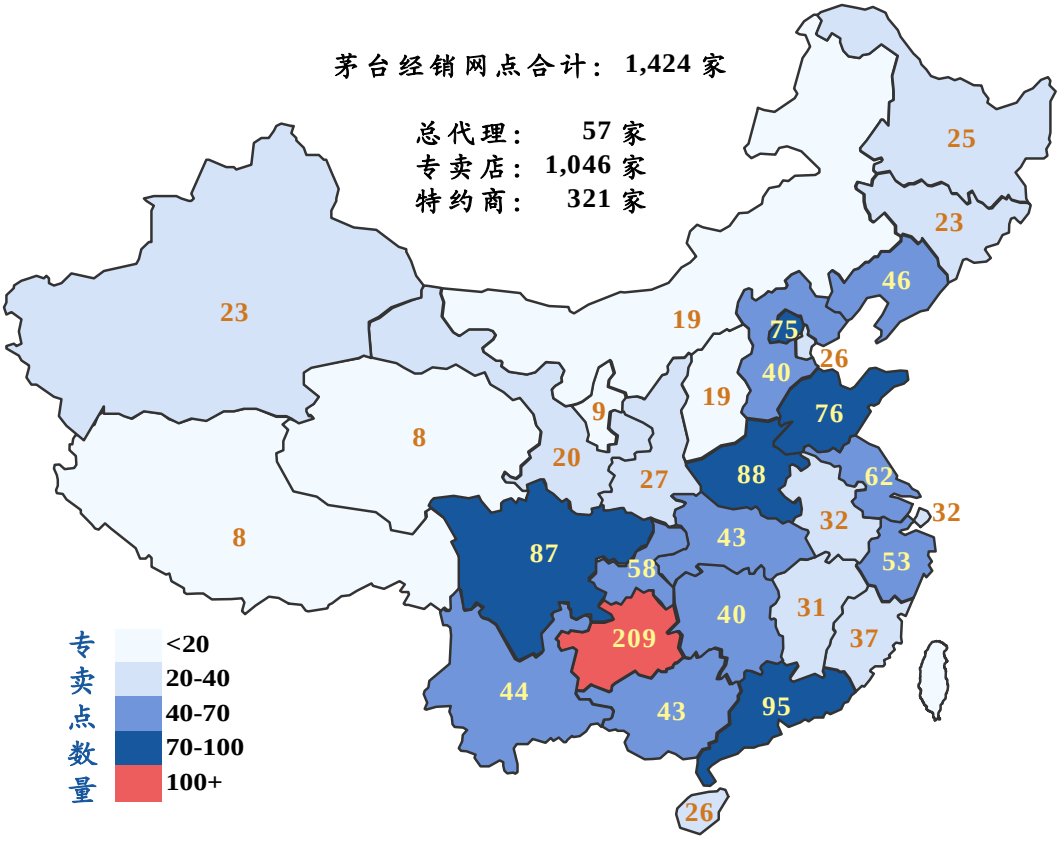
数据来源：2010 年报，国泰君安证券研究

数据来源：2010 年报，国泰君安证券研究

4.2. 从销售网点分布看专卖店至少还有一倍增长空间

专卖店仍有至少一倍增长空间：茅台在全国现有 1424 家经销网点，其中省级区域总代理 57 家、专卖店 1046 家、特约经销商 321 家。全国专卖店和特约经销商（多数以专卖店形式存在）现合计 1367 家。而全国共有 300 多个地级市、2800 多个县级区域，如果按照公司此前曾经提出的一个县级市场布局一家茅台专卖店来看，茅台专卖店至少还有一倍的增长空间。

图 3：茅台经销商网点分布（截止 2011 年 7 月 25 日）



数据来源：公司网站，国泰君安证券研究

4.3. 从海外奢侈品在中国的直营化看茅台未来渠道战略

海外奢侈品牌在中国的扩张形式逐步从代理走向直营：海外奢侈品牌在中国的扩张形式主要包括：1）透过品牌代理商进入中国市场；2）由集团直接投资经营直营店。伴随着奢侈品牌在大陆的品牌影响力不断增强，近几年有不少奢侈品公司开始舍弃中间商，直接进入中国开店，奢侈品在中国的营销逐步走向直营化、渠道更加扁平。

表 6：海外奢侈品牌在中国的直营化

时间	品牌	事件
2007 年	Armani	2007 年 Armani 在中国成立了中国公司，并计划 2008 年在中国开设 50 家直营店。
2008 年	Dunhill	历峰集团旗下男装品牌 Dunhill 开始逐步收回温州、宁波、杭州地区的代理权。

	Coach	逐步从香港俊思集团买回香港、澳门和中国内地零售业务，重点建设直营店
	Mont blanc	宣布收回中国代理商手中的所有店铺
2009 年	Versace	计划在中国在中国开 25 家直营店
	Ralph Lauren	收回代理商手中的 Polo 和 Ralph Lauren 品牌亚洲地区销售权，重点建设直营店
	Gucci	计划新开店面全部采取直营方式
2010 年	Longchamp	买下中国所有分销店，改为直营模式
	Burberry	计划耗资 7000 万英镑收回其在大陆全部 50 家特许经营店，并计划开设 10 家直营店

数据来源：国泰君安证券研究

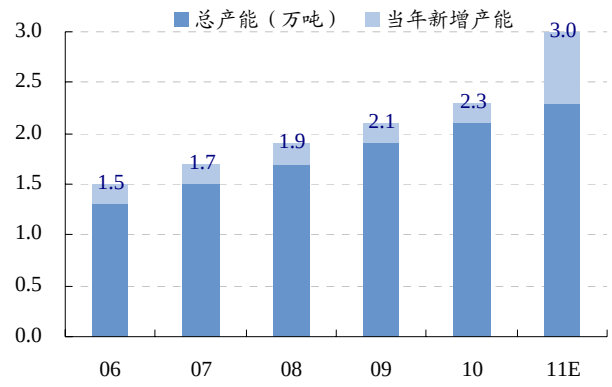
茅台直营已有试点：根据公司网站所披露的经销网点来统计，茅台现有 1046 家专卖店中已包括 16 家直营店。从海外奢侈品牌在中国的营销模式变迁来看，直营是大趋势，茅台强大的品牌力也使得直营开店逐步成为可能。建设直营终端需要更多的资本开支，但使茅台可逐步拿回部分渠道利润，截止 2011 年一季报茅台账面现有 160 亿现金，扣除预收款后仍有 90 多亿现金，公司具备增加资本投入开设直营店的强大基础。但预计步伐并不会太快，需要照顾原有经销商的情绪。伴随着十一五年增 2000 吨产能生产的成品酒将于十二五期间投放市场，公司具备了在不影响原有经销商配额的前提下，依靠增量投放部分逐步扩大直营的条件和可能。

5. 贵州茅台销售可供放量阶段到来

5.1. 十一五期间年增 2000 吨产量进入释放期

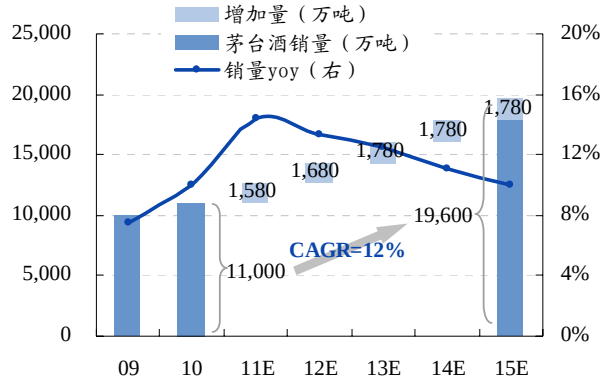
预计未来 5 年茅台酒销量复合增速 12%：十一五期间茅台年新增产能在 2000 吨左右，截止 2010 年，公司设计产能 2.3 万吨，实际茅台酒生产量达到 2.6 万吨，公司预计 2011 年茅台酒产能达到 3 万吨左右。按照茅台 5 年的生产工艺（茅台生产期包含三个阶段：生产 1 年，陈储 3 年，勾调完毕再储存 1 年），从 2010 年开始，十一五期间年增 2000 吨产量进入释放期，预计从 2011 年起年新增市场投放量在 1500-2000 吨左右，至 2015 年茅台酒销量 2 万吨左右，5 年复合增长率 12%。

图 21：2005 年后年增 2000 吨产量进入释放期



数据来源：国泰君安证券研究

图 22：2011-2015 年茅台酒销量测算



数据来源：国泰君安证券研究

十二五期间计划年增产能 2600 吨：至 2015 年计划达到茅台酒产能 4 万吨。这部分酒将于 2015-2019 年销售，假定至 2020 年，年份茅台销售

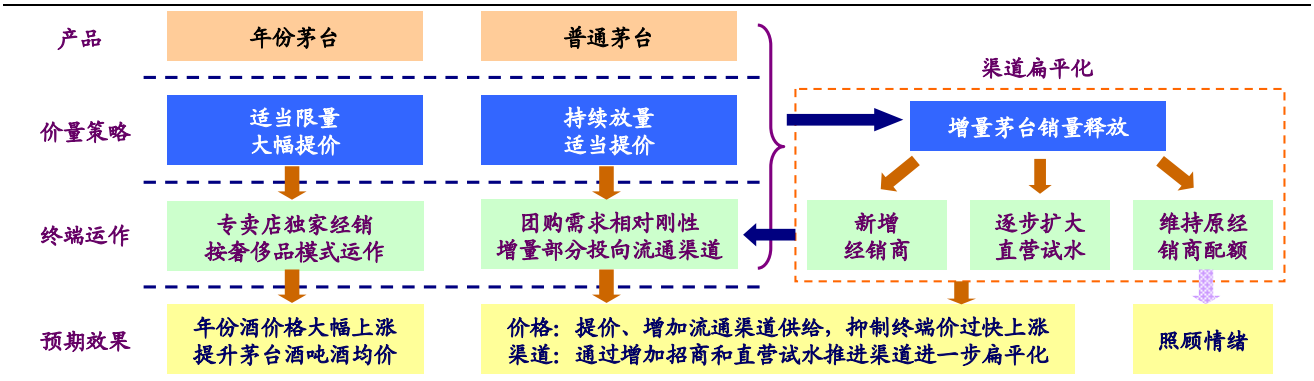
2000 吨、低度茅台销售 3000 吨，考虑储存损耗和储存老酒，至 2020 年茅台酒实际销售量（含年份、高、低度酒）将达到 3 万吨左右。

5.2. 公司利益最大的化的量、价策略探讨？

从理论的角度探讨并结合公司目前的品牌、产品定位情况，我们认为公司未来最优的策略是将年份酒按照奢侈品模式来运作，继续大幅提价；普通茅台则在较高的终端价位上放量，通过增加流通渠道供给抑制终端价格过快上涨，并每年适当提高出厂价降低渠道价差。

销量的释放能预见，但是渠道价差缩小具有极大不确定性。在供需缺口扩大、终端价上涨的情形下，公司现在的价量策略所面临的窘境是提高了出厂价之后终端价涨幅更大，大幅价差进一步扩大了经销商可能存在的寻租空间，而普通茅台价格过快上涨也会给公司产品贴上不利于品牌形象的标签，可能会给公司带来不必要的风险。解决这一问题根源在于扩大茅台酒供给，我们希望看到的结果是伴随十一五年均新增 2000 吨产能逐步释放，渠道高额价差问题逐步得到解决，或者说渠道价差较出厂价占比有所下降。

图 4：未来茅台利益最大化的量、价策略探讨



数据来源：国泰君安证券研究

十二五期间“适当提价+持续放量”：参考国外奢侈品持续提价的策略和幅度，以及目前茅台酒的大幅终端出厂价差，茅台出厂价不断提高是大的趋势。按照普通茅台酒以出厂价每年提高 10%左右来计算，到 2015 年茅台酒出厂价提高至 900 元，即使按照目前终端 1500 元左右对应于 900 元出厂价的价差仍高达 600 元，经销商利润依然有保障。通过持续放量和新开专卖店增加流通渠道供给，在提高出厂价的同时抑制终端价过快上涨，这应该也是公司最愿意见到的结果——终端价小步慢跑、出厂价不断提升、销量持续增加。

6. 财务数据彰显公司业绩扎实

6.1. 预收款持续增长

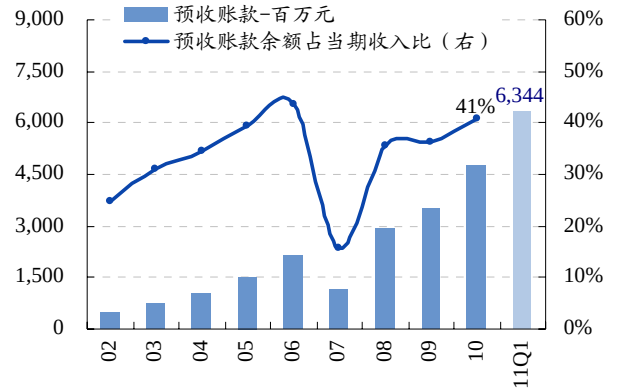
预收款持续增加：2010 年预收款账面余额占公司当期收入的比重已高达 41%。截止 2011 年一季报，公司账面预收款 63.4 亿，按照 2010 年报中毛利率和税率水平计算，这部分预收款确认收入后将直接贡献 Eps3.38

元。高额预收款对公司未来的业绩增长构成保护屏障。

预收款平滑仍是影响公司报表业绩的不确定性之一：构建“年度收入+预收款增加额”这一指标，其年度增速的整体波动幅度大于公司收入增速波动。一方面，说明公司通过预收款调节平滑了收入和利润增长；另一方面，对预收款增幅难以预测也将加大对公司报表业绩预测的难度。

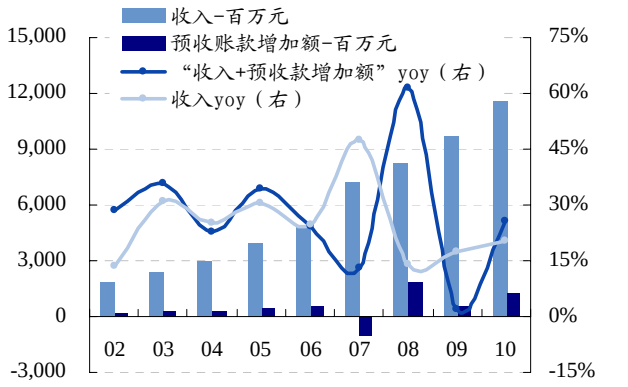
勿需确认预收款即有望完成今年公司收入增长计划：今年公司计划收入增长 45%。按照普通茅台酒年初提价 24%，年份酒提价超过 45%（均价提高 50%左右），普通茅台酒今年计划增加投放 1500 吨来测算，茅台酒（2010 年占公司收入 93%）今年收入增长将达 45%。加之今年力推中高档酒“汉酱”提升系列酒产品结构，招商铺货期也将直接贡献系列酒收入。公司今年勿需通过确认预收款帮助，即可实现 45%收入增长目标。

图 23：预收款余额与当期收入比



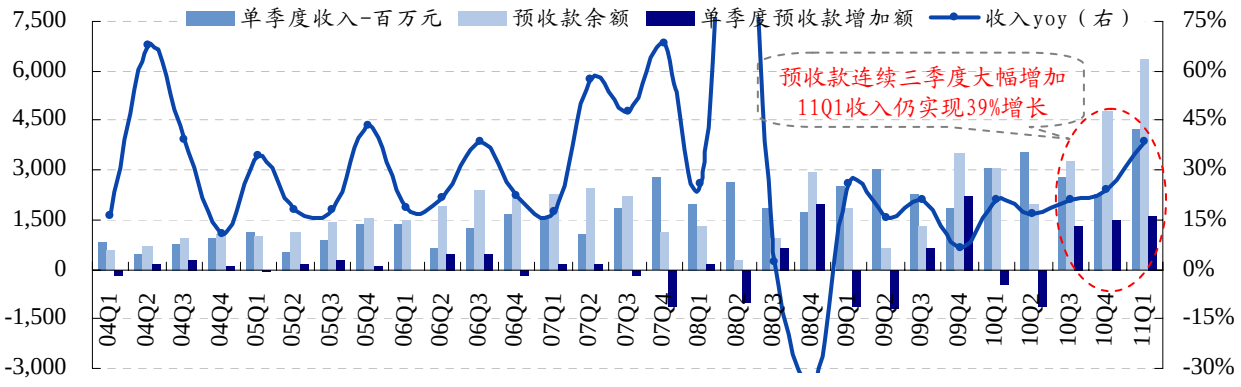
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 24：年度预收款增加额与收入增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 5：季度预收款增加额与收入增速



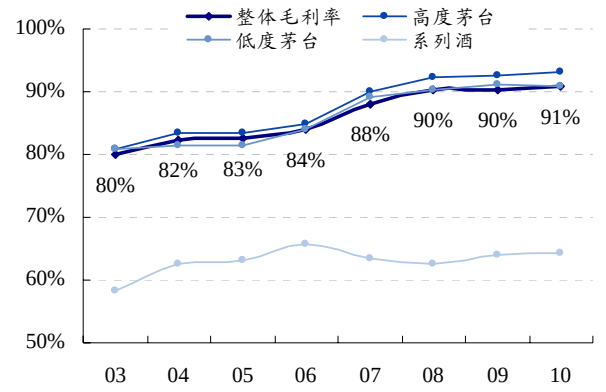
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

6.2. 财务数据分析：经营稳健

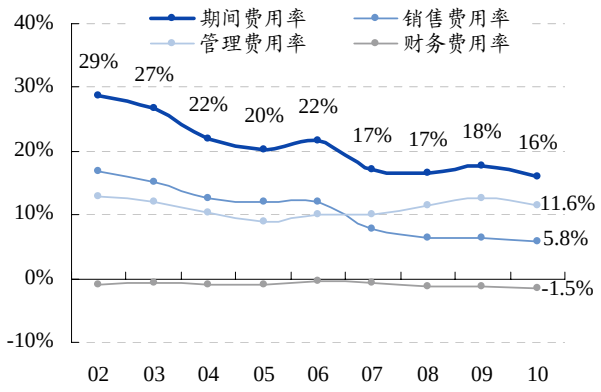
毛利率持续上升，费用率下降，盈利能力提升：综合毛利率趋势上升，至 2010 年已高达 91%。伴随着销售费用率下降，期间费用率稳中下降，预期未来收入增长加速将进一步拉低费率水平，提升公司盈利能力。

图 25：毛利率逐年上升

图 26：期间费用率下降



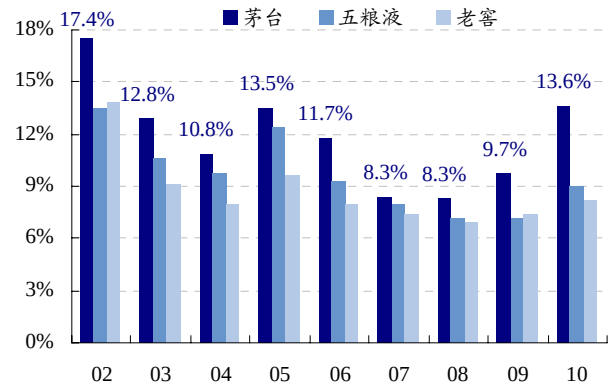
数据来源：WIND，国泰君安证券研究



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

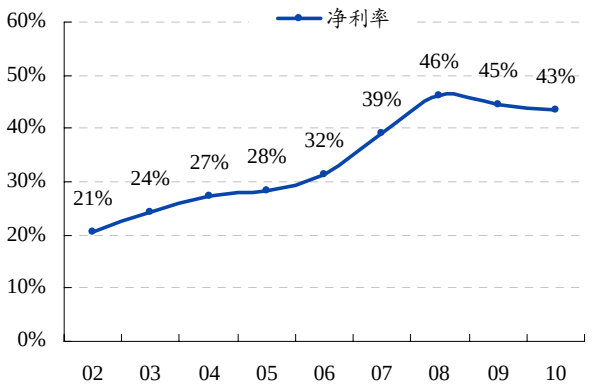
消费税从严征收是过去两年茅台净利率下降主因：09 年下半年消费税从严征收，税费税上升拉低了公司 09-10 年净利水平。目前公司消费税已基本按照现行最严格标准征收，且显著高于同业水平，未来继续大幅上升可能性不大。公司也表示正基金增进与税收征管部门的沟通，在税收政策尚未出现较大变化的情况下，未来实际消费税率可能稳中略降。

图 27：主营业务税金率



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

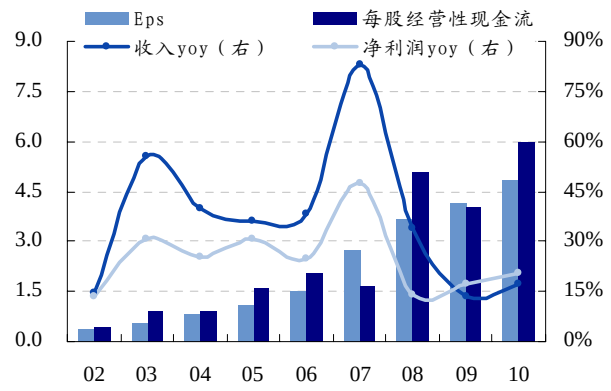
图 28：净利率水平



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

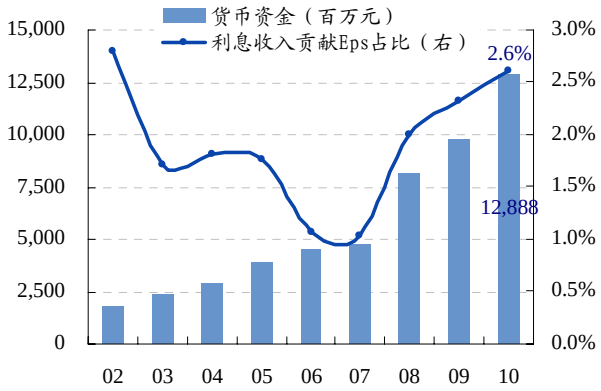
现金流充沛，利息收入贡献 Eps：每股经营性现金流与 Eps 增长基本匹配，货币资金持续增加，利息收入贡献 Eps 占比达到 2.6%。

图 29：Eps 与每股经营性现金流



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

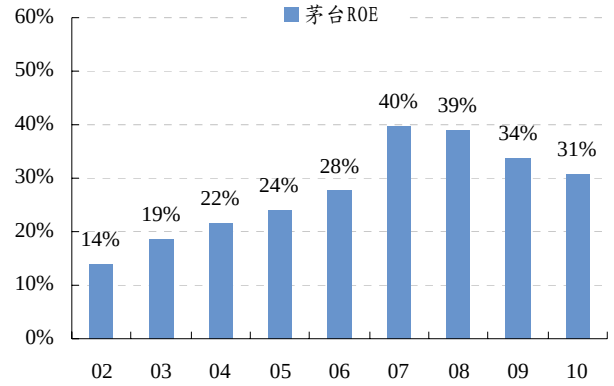
图 30：货币资金与利息收入贡献 Eps 占比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

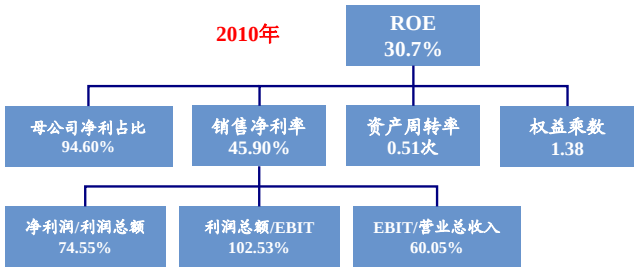
高净利、高 ROE：公司过去三年 ROE 维持在 30%以上，主要得益于公司产品高毛利率拉高了整体净利率水平。公司资产周转率并不快，符合高端白酒行业特征；负债主要为预收款形成的短期负债，公司账面现金充裕，不存在有息长短期借款。过去两年 ROE 有所下降，除了消费税提高拉低净利率水平之外，资产周转率降低也是主要原因。

图 31：茅台历年 ROE 水平



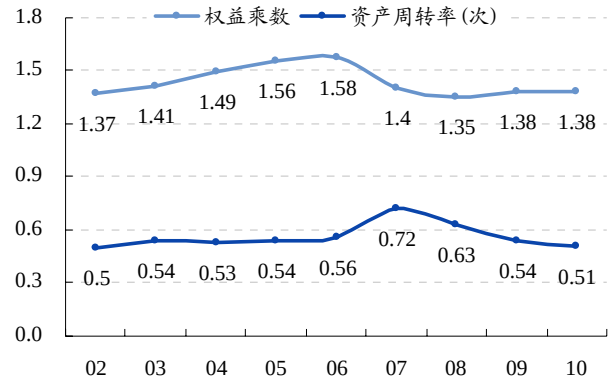
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 32：茅台 ROE 杜邦分解（2010 年）



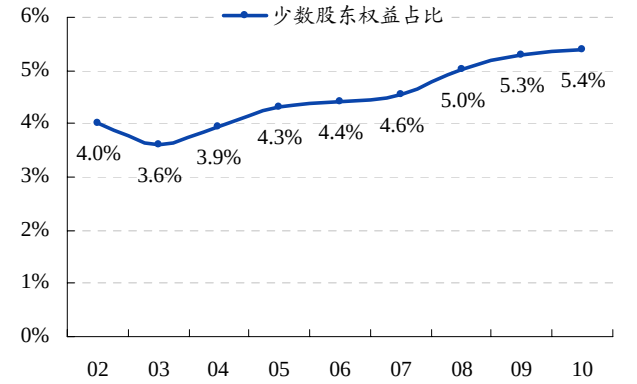
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 33：资产周转率与权益乘数



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 34：少数股东权益占比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

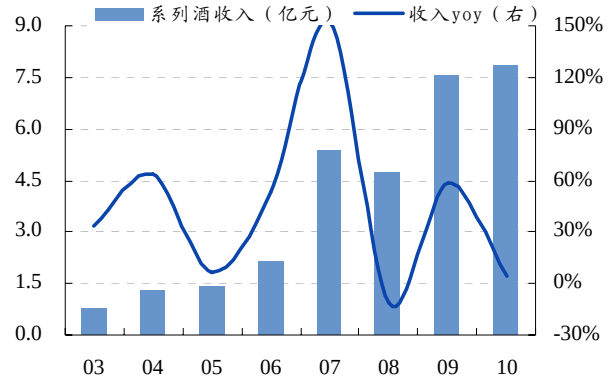
7. 其他问题探讨：中价位酒、改善空间、茅台镇拆迁

7.1. 中价位酒策略：推中档产品“汉酱”

生产工艺决定茅台可专注高端：从生产工艺角度来看，浓香型白酒则会伴生大量低端酒产生，因而特别强调两条腿走路；酱香茅台生产经二次投料、九次蒸馏、八次发酵、七次取酒，由此生产出酱香高端酒时不会产生大比例低端酒，因此茅台更可专注高端。

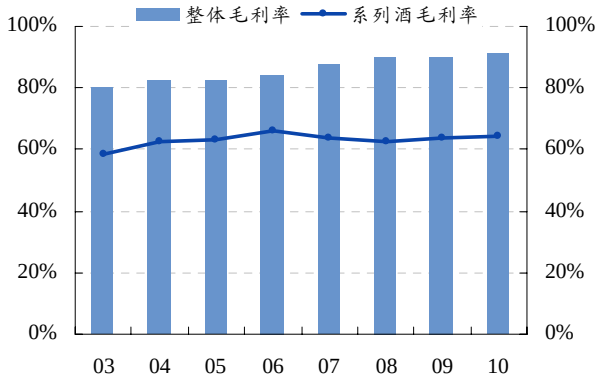
公司之前的中低档酒运作并不太成功：与公司高档酒发展突飞猛进不太相称的是，公司中低档酒此前的运作并不成功，截止 2010 年贡献收入不到 8 个亿，对利润的贡献不足 5%。与此相伴的是，同为酱香的郎酒依靠中档酒迅速突围，近几年发展猛进，除了得益于公司本身营销能力突出之外，这几年茅台对酱香酒的带动自然功不可没。2010 年，郎酒实现销售 58 亿元，同比增长 67%，计划在 2012 年实现销售收入 100 亿元。

图 35：系列酒收入及增速



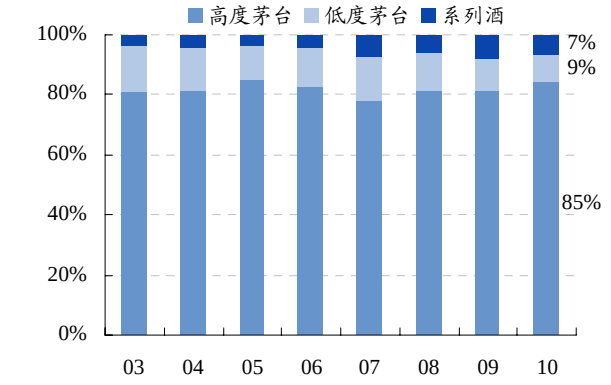
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 36：系列酒毛利率水平



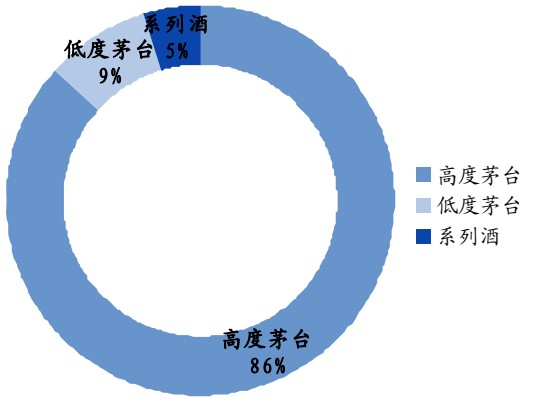
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 37：历年收入占比拆分



数据来源：WIND，国泰君安证券研究。（经四舍五入）

图 38：分产品 2010 年毛利贡献占比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

公司现有中档产品主要包括茅台王子和茅台迎宾酒：王子酒主要采用收购的习酒酱香产能生产，迎宾酒则由第八轮次出来的回沙酒酿制。按照传统工艺，茅台酒同批原料只蒸馏七次，通过科技创新，则进行了第八次蒸馏取酒，主要用来灌装茅台迎宾酒。由于是改进工艺后生产出的附属产品，成本不高，因此茅台系列酒毛利率并不低，也能达到 60%以上。但由于系列酒运作不太成功，价格并没有提上去，即使今年初提价后终端价上涨 40%，王子酒和迎宾酒的终端零售价也只有 109 元和 199 元，与茅台酒价差过大，茅台在白酒腰部市场完全空白。

推新品，对“汉酱”给予厚望：茅台也看到了中高档白酒巨大的发展潜力，今年推出新品汉酱，出厂价在 400 元左右，终端零售价在 700 元左右，意欲弥补茅台提价后的价格空档。在系列酒总量持平的情况下，依靠产品结构升级推动系列酒增长。汉酱的新品发布会已于今年 5 月 29 日在北京钓鱼台国宾馆召开，未来运作采取大经销商制，正在积极招商，近两个月来茅台主营汉酱的区域总代理数量已增加 10 多家，我们预计 11 年汉酱销量在 500 吨左右。当然，短期内中档酒对于公司业绩的贡献并不大，推出新品汉酱应该主要还是出于战略布局的考虑。

7.2. 公司未来可能存在的改善空间

我们认为，公司未来可能存在的经营改善主要体现在以下几方面：1）增加现金分红；2）扩大直营；3）中档酒运作有起色；4）收购习酒。

提高现金分红比率将利于提升公司现有估值水平：截止 2011 年一季报，公司拥有未分配利润 158 亿，以最新股本计算每股未分配利润达 15.21 元，公司未来现金分红余力充足。如果公司未来维持较高的现金分红比率，将有利于进一步提升公司现有估值水平。

表 7：茅台历年分红

年份	送转股本	现金分红	净利润（亿元）	现金分红（亿元）	现金分红率
2001	10 转 1	10 派 6 元	3.28	1.5	46%
2002	10 送 1	10 派 2 元	3.77	0.6	15%
2003	10 转 3	10 派 3 元	5.87	0.8	14%
2004	10 转 2	10 派 5 元	8.21	2.0	24%
2005	10 转 10	10 派 3 元	11.19	1.4	38%
股改	-	10 派 5.91 元		2.8	
2006	-	10 派 7 元	15.45	6.6	43%
2007	-	10 派 8.36 元	28.31	7.9	28%
2008	-	10 派 11.56 元	37.99	10.9	29%
2009	-	10 派 11.85 元	43.12	11.2	26%
2010	10 送 1	10 派 23 元	50.51	21.7	43%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

扩大直营：在前文中我们对海外奢侈品公司在中国的直营化进行了初步讨论，公司也已经开始了直营试点。采取直营方式扩张相当于公司变相拿回了部分高额渠道利润，虽然我们认为推进的进程不会太快，但一旦有所突破，将有望进一步提升公司收入和利润业绩增速。

中档酒运作：公司寄予厚望的中高档新品“汉酱”一旦推广成功，将填补公司高档酒提价后的价格空间，大幅提升系列酒吨酒均价，弥补公司中档酒瘸腿的短板。

收购习酒：茅台集团于 1997 年将濒临破产的习酒收购进来，经过 10 多年发展至 2010 年习酒实现销售 10 个亿左右。2009 年曾有习酒单独上市的传闻，但考虑到白酒作为限制性行业上市限制条件较多，单独上市难度较大，而公司现任总经理刘自力先生原是习酒老总，正是因为习酒发展迅速才被提拔到股份公司担任总经理一职，刘总对习酒非常熟悉，一旦未来通过收购方式将习酒资产装进股份公司将直接增厚公司业绩。

7.3. 茅台镇拆迁改造进行时：茅台生产稀缺性提升

茅台镇拆迁改造利于提升茅台生产稀缺性：茅台镇地处仁怀市赤水河畔，面积 87.2 平方公里，城区面积 1.7 平方公里，总人口 4.2 万人。茅台销售起势也同时带动了茅台镇上同为酱香的其他白酒企业这几年的快速发展——诸如赖茅酒、国台酒和黔台酒等规模企业和其他一些白酒作坊。茅台镇拆迁改造的意义在于改善了茅台镇生产的自然环境空间，

同时清理了部分作坊式茅台镇出品白酒，利于保护茅台酒的品牌价值，并进一步提升茅台生产的稀缺属性。

图 39：茅台酒厂一角

数据来源：新华社，国泰君安证券研究

图 40：茅台镇地理位置

数据来源：国泰君安证券研究

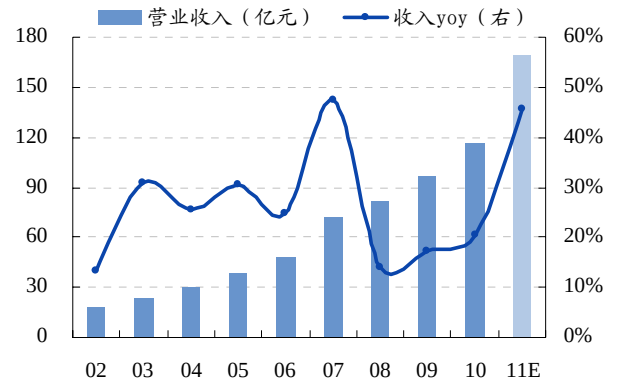
8. 又一轮快速增长，长短期投资皆宜

8.1. 高档消费品成长空间被打开驱动茅台又一轮价量齐升

2003-2007 年：第一轮快速增长。2003 年之后，伴随着国内经济从亚洲金融危机阴霾中逐渐走出，以及固定资产投资维持较高增速催生出作为感情润滑剂的高档白酒大量需求，茅台从2003年起至2007年保持了 25%以上的收入增速和 35%以上的利润增速。

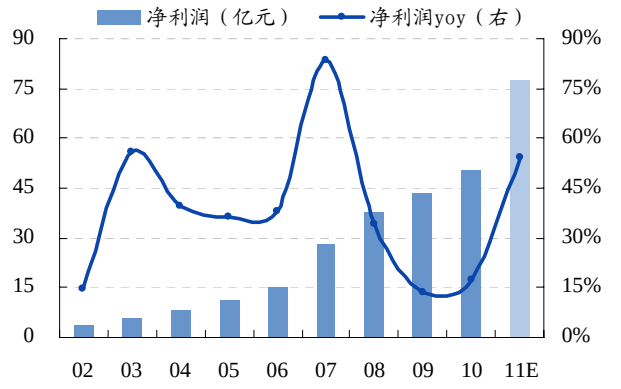
2008-2010 年：高速成长后步入调整期。2007 年 5 月原总经理乔洪被双规，公司高层人事出现震荡；2008 年金融危机爆发后经济增速短期内大幅下滑，影响到高档酒销售；2009 年，4 万亿投资带动国内经济逐步恢复，茅台销售回升；2009 年 7 月消费税基重新核定，公司实际消费税率大幅提高，加之销售起势后供给瓶颈凸显，影响 2009-2010 年利润增速。

图 41：茅台历年收入及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 42：茅台历年归属母公司净利润及增速



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

十二五期间：新一轮跨越式发展。高收入人群快速增长带动国内高档消费品购买力持续增强，千元心理天花板突破后产品依然供不应求，高档

消费品成长空间被打开。在今后相当长的一段时期内来看茅台销售已然不是问题，新增产能出产的成品酒也将逐步释放，大幅价差保障未来持续提价，茅台将迎来又一轮的价量齐升。

8.2. 对十二五规划数据的分析

量价齐升保证十二五增长提速：公司计划到 2015 年实现 400 亿含税收入，集团公司实现 500 亿含税收入，以此计算股份公司 2011-2015 年收入平均增速 24%（剔除 2011 年 45%的收入增长目标后，2012-2015 年收入平均增速 19.3%）。十二五增长将有三方面保障：

- **未来几年提价趋势明显：**大幅价差保证未来持续持续提价，假设至 2015 年出厂价提高至 900 元，对应于年均提价幅度也仅有 10%；
- **未来 5 年茅台酒销量复合增速 12%：**十一五期间茅台年新增产能 2000 吨左右，预计从 2011 年起年市场新增茅台酒投放 1500-2000 吨，至 2015 年茅台酒销量 2 万吨左右，5 年复合增长 12%；
- **库存老酒超 10 万吨，长期增长完全有保障：**公司现有茅台酒库房 100 多栋，存储老酒超过 10 万吨，完全有能力在不失产品品质的基础上保障未来年份酒的继续增长和普通茅台酒持续放量。

2015 年末收入测算：假定 2011 年实际产出 2.6-3.0 万吨茅台酒，这批酒将于 2015 年上市销售，以此计算 2015 年茅台酒极限总销量 2.6-3.0 万吨。如果扣掉存放老酒、挥发及损耗，预计到 2015 年实际可供销售茅台酒数量较 2010 年接近翻一倍。按照年均提价 10%左右来测算，仅茅台酒（不含系列酒）至 2015 年就可超含税 400 亿收入。根据十一五期间年均增加茅台酒产能 2000 吨来计算，2011 年至 2015 年，每年茅台酒销量增加 1500-2000 吨左右也与我们测算的产量年均增量基本相符。我们认为完成十二五含税 400 亿目标完全有可能，甚至有望提前实现。

表 8：2015 年茅台酒收入测算表

编号	基本假设与测算		备注
①	2011 年茅台酒总产量（吨）	29,000	2011 年实际产量 2.6-3.0 万吨茅台酒
②	储藏年损耗	3%	
③	存放老酒（含制作年份酒）占比	25%	
④	2015 年低度茅台酒销量（吨）	1500	假定销量与 2010 年基本持平
⑤	2015 年可销售高度茅台酒数量（吨）	17,755	⑤=①*(1-②)^4*(1-③)-④
⑥	2015 年年份茅台酒销量（吨）	800	2010 年销量 400 吨+，预计至 2015 年销量翻倍
⑦	2015 年高度茅台酒出厂价（元）	900	假定 2012-2015 年均提价 10%左右
⑧	2015 年低度茅台酒出厂价（元）	600	假定与高度酒出厂价比例为 3：2
⑨	2015 年年份茅台酒出厂均价（元）	6,000	假定 2012-2015 年均提价 10%左右
	2015 年茅台酒含税总收入（亿）	**433.6**	

数据来源：国泰君安证券研究。注：蓝色字体部分为假设值，其余为测算值。

8.3. 盈利预测与假设

预测 2011-12 年 Eps 分别为 7.52、9.87 元，对应利润增速 55%、31%。

- 假设 11-13 年茅台酒销量年增加 1580 吨、1680 吨、1780 吨，系列酒年均增加 1000 吨左右。
- 2012 年普通茅台提价 10-15%是完全有可能的，我们按照谨慎的原则，假设普通茅台酒提价 10%，年份提价 15%，假设 12-13 年年均提价 12%、10%。
- 主营业务税金率、销售费用率、管理费用率略有下降。

表 9：贵州茅台主要收入假设

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量	茅台酒	10,000	11,000	12,580	14,260	16,040
	yoy	*2.04%*	*10.00%*	*14.36%*	*13.35%*	*12.48%*
	系列酒	6,800	6,300	7,000	8,000	9,000
	yoy	*36.00%*	*-7.35%*	*11.11%*	*14.29%*	*12.50%*
吨酒均价	茅台酒	89.2	98.6	126.2	141.4	155.5
	yoy	*12.50%*	*10.62%*	*28.00%*	*12.00%*	*10.00%*
	系列酒	11.1	12.4	14.9	16.4	17.4
	yoy	*16.81%*	*12.23%*	*20.00%*	*10.00%*	*6.00%*
销售收入	茅台酒	8,916	10,849	15,881	20,162	24,947
	yoy	*14.79%*	*21.68%*	*46.39%*	*26.96%*	*23.73%*
	系列酒	753	783	1,045	1,313	1,566
	yoy	*58.86%*	*3.98%*	*33.33%*	*25.71%*	*19.25%*
	总	9,670	11,633	16,926	21,476	26,513
	yoy	*17.33%*	*20.30%*	*45.50%*	*26.88%*	*23.46%*

数据来源：国泰君安证券研究

8.4. 投资建议：增持，长短期投资皆宜

- **贵州茅台量、价双升预期明确，业绩增长稳定，预计未来几年利润增速能达到或超过 30%：** “十二五末力争达到含税 400 亿收入，茅台酒产能 4 万吨” 的目标为我们规划了茅台 5 年成长的美好蓝图，茅台十一五期间年均增加 2000 吨产能将于十二五期间投放，参考目前终端出厂大幅价差和终端货品紧俏的销售局面，使我们有理由相信“十二五末销量翻倍和实现 400 亿收入”并不是一句口号。
- **年内高增速目标仍有望超预期：** 公司计划 2011 年收入增长 45%，根据公司 2011 年财务预算预测净利润增速将达 55%左右，仍有超预期的可能；贵州省委省政府支持茅台做大做强，并积极给予各方面支持，这应该是茅台释放业绩的主要动力。
- **刺激因素：继续大幅提价预期强烈：** 上海地区部分商超茅台终端价已至 1580 元/瓶，与出厂价差高达 150%，一批出厂价差高达一倍，参考海外奢侈品经典款年均提价幅度，我们认为茅台酒完全具备大幅提价的空间和可能。但是本着谨慎的原则，我们预期今年底提价 10%-15%左右，对应提价幅度 60-100 元。如果提价幅度超过 100 元，市场关于茅台 2012 年利润增速 30%左右的预期有望再次上调。

按照 11-12 年 Eps7.52、9.87 元的业绩预测，给予年内目标价 245 元，目标价对应于 11-12 年业绩预测分别为 33 倍、25 倍 PE，建议增持。

9. 风险提示：政策风险？经济波动风险？

我们整体审视贵州茅台的经营风险，认为最大的风险在于政策风险，然后才是经济剧烈波动对销售影响的风险。政策风险可以分解为三个方面：1）军政支出限制；2）消费意见领袖消费偏好变化；3）增加税收。短期的相关政策具体体现在：三公费用支出进一步透明化；从严治理酒驾。现在看短期的酒驾影响甚微。政府指导性限制酒类消费支出将是白酒行业最大的风险。

作者简介:

胡春霞:
执业资格证书编号：S0880511010015
电话：021-38676186
邮箱：huchunxia@gtjas.com
武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业七年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷浠（贡献作者）:
执业资格证书编号：S0880110090037
电话：021-38674752
邮箱：zhangkaixi008735@gtjas.com
武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com