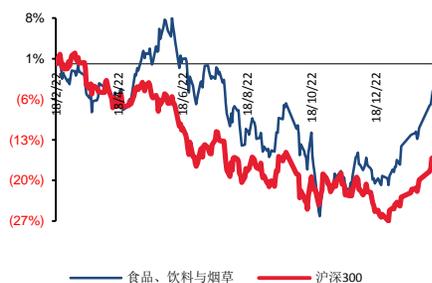


日常消费 食品、饮料与烟草

## 黄付生：白酒未来的景气周期和投资逻辑

## ■ 走势比较



## ■ 子行业评级

|     |    |
|-----|----|
| 食品  | 看好 |
| 烟草Ⅲ | 看好 |
| 饮料  | 看好 |

## 相关研究报告：

《春节消费见闻：从此再无新品，大公司穿越周期》--2019/02/10

《双汇发展：限运政策下屠宰盈利提升，产品结构调整利好肉制品》--2019/01/28

《中炬高新业绩快报点评：收入、利润符合预期，2019年有望继续高速增长》--2019/01/15

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

## 如何看不同周期下白酒的涨跌？

今年以来，白酒板块整体涨幅靠前，一改前期的暴跌趋势。从去年底以来白酒的反弹，始于北上资金源源不断对龙头股的买入，然后是国内资金的被迫买入，以及基本面悲观预期修正下的超跌反弹，引起蜂拥拥抢。这一轮反弹的先锋是外资吹捧的贵州茅台，然后是五粮液，洋河股份、古井贡酒等是国内资金追涨的产物。本轮40%左右的反弹，基本完成了超跌反弹和估值回归，接下来将会趋于理性。

回顾上一轮白酒景气周期，白酒股价第一轮腰斩是在2012年-2013年，2014年实现第二轮腰斩，个别公司譬如茅台回调幅度比较小。整体是70%左右的跌幅。

2015年以来这轮白酒景气周期，整体景气高点在2017年3季报，一些区域强势品牌酒企景气顶点在2018年1季报，随后景气整体回落的。股价最早的下跌是从2017年底和2018年1月份开始的，最低点到10月底，整体下跌超过50%，第一轮腰斩实现。11月反弹，第二个低点在12月底，第一轮的调整实现了两个低点。无论从估值水平、市场的悲观预期等来看都是一个非常悲观的表现。

按照上一轮白酒景气周期的演绎，目前白酒板块实现了第一轮腰斩，同时也是最主要的下跌，由于没有了上一轮三公消费等需求的萎缩，第二个下跌50%基本不会出现。但如果需求不佳导致业绩不好兑现，2019年继续10%-20%的下跌，是有可能的，也完成了全部调整。

## 外资掌握白酒优质公司定价权是必然

2018年白酒板块的下落主要是市场担心经济下滑和需求萎缩，且担心预期是提前的。从上市公司报表也是逐季下降的，因为大家对19年是悲观的，国内的资金从2018年初就开始陆续卖出，所以导致白酒板块第一波下跌50%。

但是去年以来市场资金发生很大变化，无论是通过陆股通的北上资金，还是QFII资金一直在增持，导致2019年消费品公司定价权的丧失成为必然。最典型的是伊利，2018年中报是低于预期的，三季报之后股价稳步上涨，背后的原因主要是外资在增持。包括这一轮白酒板块的上涨，我们看到主流买入资金都是北上资金。以茅台为例，除了大股东持股60%，真实流通股占总股本40%左右，其

中外资陆港通、QFII 等海外资金加起来接近在 20%左右，国内公募基金和私募持有剩下的股份，大部分筹码都集中在外资机构手中。包括五粮液节前开始上涨，五粮液节前发业绩快报显示较好业绩，也是典型的外资购买逻辑。

所以判断 2019 年优质消费品公司的定价权从国内向国外资金转移，会像海天一样，这也是由资金属性决定的。对于国内资金，如果行业景气下降，资金会逐渐减持，因为国内资金对景气下降的行业持有周期不会超过半年。但是对于海外资金来讲，其持股周期更长，他们的买入可以贯穿整个景气下滑周期，外资就成为新增资金的主要来源，所以筹码会逐渐集中在外资手里。对优质消费股来讲，景气回升是必然，待业绩回暖国内机构资金才会蜂拥而入。

#### 对 2019 年白酒行情的判断

对于今年的观点，去年底我们就鲜明提出，食品饮料的机会在今年上半年，包括白酒的行情，特别是一季报前后。对食品这块相对谨慎，由于其景气度周期更滞后于白酒，且估值较高，一季报后调整风险较大。

我们指出上半年白酒的两个最佳投资时期，一个是春节之前的旺季和悲观预期休整行情，一个是 3、4 月份的一季报的估值修复行情。在外资的持续买入、茅台为代表的业绩超预期次继续，白酒股春季前就开始大幅上涨，节后更是在市场回暖背景下，开启修复行情，从底部快速反弹 30-40%的空间。

我们认为，短期疯狂之后，会趋于理性。但 3 月下旬和 4 月，白酒仍有大幅反弹的估值修复机会，达到正常估值水平后，收益才会进入相对稳定的阶段。下半年，如果市场整体回暖确立，其相对收益就会较弱，加上业绩增速的压力，在市場中的热度就会减弱。因此，白酒板块短期是相对乐观的。

#### 白酒的三轮牛市，还剩最后一次

春节前后来看，白酒行业上涨也是结构性的，分化更严重。我们提的观点，白酒三轮牛市：

2009-2012 年是白酒量价齐升的繁荣期，几乎所有白酒公司股价整体上涨 8-10 倍左右，2013-2015 年是景气的大幅回落。

2015-2018 年，是白酒的结构性牛市，有一小半的优秀白酒公司实现了 3-5 倍的上涨，市值涨幅跟利润是成正比例的。2018 年、2019 年景气回落。

如果下一轮景气度起来，可以肯定，只有 1/3 的主流白酒公司股价能有 1-3 倍的涨幅，白酒的市场份额也会加速向优势的大公司集中，未来就像乳制品和啤酒行业一样，龙头公司形成市场的垄断。

所以，从食品饮料引申到整个传统的行业来看，未来暴利的机会会越来越来少，市场会越来越理性，龙头企业的波动会越来越稳定。

### 本次白酒景气周期的不同逻辑

2018 年是白酒业绩增速回落，可以确认是景气从高点回落的一年。2019 年应该是白酒板块增速在下台阶，景气继续回落的一年。这一轮调整跟上一轮周期回调的区别是，2012 年-2015 年的调整，是经济通缩、需求不佳和三公消费限制双向影响的结果。上一轮是国家限制三公消费导致高端酒销售断崖下降，而高端酒是公司利润的主要来源，在大量预收账款的对冲，2013 年白酒业绩相对稳定，但 2014 年大部分公司业绩出现 70% 的下滑。但是居民消费的中低端产品都是大幅增长，这背后是居民真实需求的消费升级和替代。

这一轮调整，上市公司业绩的回落也会滞后一些，预计到 2019 年业绩才会出现明显下滑。但是不同的是，这一轮白酒景气下滑核心主要是大家对经济悲观和消费放缓悲观，但是对中高端酒杀伤力最大的三公消费都转化为居民和商务的真实消费，加之物价环境也利好。

另外，导致上一轮白酒剧烈调整的：产品价格泡沫和渠道的库存积压，在这一轮景气下行周期都没有出现，价格和渠道库存都是健康良性的，这也决定了这一轮的调整是有限的，是典型的弱周期。

所以我们判断白酒公司的报表层面不会市场所担心的收入和利润负增长，整体的增速可能会放缓，但 10%-20% 的增速优秀公司是可以做到的。从各季度来看，今年一季度应该是全年业绩的高点，二季度和三季度增速或环比回落，今年三季度压力最大，但是全年增速不会出现负增长。

### 白酒的合理估值水平

在整体对需求悲观的背景下，很多白酒股从 2018 年初的高点下跌 50% 之后，本轮反弹之前的去年四季度，很多个股当年的 PE 为 15-18 倍的估值，如果按照我们当时的估算，2019 年业绩仍能在 10-20% 区间，那么优秀白酒股 2019 年的 PE 在 15 倍以下，贵州茅台相对较高在 20 倍，就连一向高估值的山西汾酒和古井贡酒，当年的 PE 已经在 20 倍之下。这样的估值水平和业绩增速是相匹配，安全边际是很高的。

未来白酒估值会向消费品估值靠齐，消费品公司合理估值定价基准就是双汇和伊利的估值。基本没有增长的双汇发展的估值在 14-18 倍区间，有双位数增长的伊利股份估值中枢为 20 倍。因此，在保持 10% 左右增速的白酒股，PE 的中枢在 18 倍是合情合理的。

对 ROE 高的龙头股，对成长性好的公司，估值溢价也是可以接受的。贵州茅台 2017 年最高 PE 为 35 倍，2018 年最高 PE 为 30 倍，未来茅台的估值上限可能在 25 倍。五粮液也将结束估值的折价，随着渠道和产品体系、公司治理的改善，估值中枢也将回到 20 倍左右。

这里就可以回应第四部分提到了下一轮 1-3 倍回报的逻辑了。因为这轮调整不会超跌，估值水平不会跌到 10 倍下，业绩也不会负增长，未来的增速也不会再出现前两轮那么高的增长。因此，未来白酒股的估值修复是从 15 倍到 20 倍，高点在 25 倍，业绩是每年复合 20% 左右增长，新一轮周期下来，市值也就是 1-3 倍的增加，各家公司由于增速和估值的差异可能有些出入，但整体分歧不会很大。

### 白酒行业的终极演绎

从今年春节前后上市公司的反馈情况来看，彻底扭转了市场的悲观预期。

从茅台业绩预告和发货量开始的，茅台 2019 年发货量 3.1 万吨，前期出货量负增长的预期被扭转，普飞一批价稳定在 1700-1800 元/瓶，加上茅台生肖酒这些高价酒的增长以及直销模式的改变，收入 15%、利润 20% 的增长没有问题，好于市场预期。2020 年吨价增加的潜力比较小，但量的增加仍会较大，仍能保证业绩的较高增长。贵州茅台收入 15%、利润 20% 的增长能支撑 25 倍左右的 PE。所以判断未来相当长的时期，可能会维持在 25 倍，未来的茅台主要去赚业绩的钱。

五粮液一直被诟病价格倒挂预期也是被扭转，现在的五粮液、1573 就是上一轮周期中的次高端酒，不能太表面的看待当下的价格。如果它们价格维持在 800 元左右，且量是增加的，只要价格体系不出现大问题，能够走量就能够支撑业绩增长。

未来，白酒行业没增长，但是集中度会逐渐提高，未来 3-5 年茅台一家的利润可能会占行业利润的 50% 以上，因为 5 年之后，茅台集团的净利润超过 800 亿元是必然。五粮液和老窖在全国的空白市场还很多，随着整体营销能力增强，和渗透率的提高，市场占有率会有增加，未来白酒企业增长的核心能力是份额的提升和渗透力的大幅提升。

洋河股份、牛栏山、山西汾酒、古井贡酒等优秀的泛全国化公司通过渠道渗透、借助外力，继续拓展市场，扩大收入。口子窖、今世缘等优秀的区域白酒公司深耕细作。

因此，未来的 3-5 年的白酒市场，就是像这类少数优质白酒公司集中的过程，他们的收入将占整个白酒行业的超过 60%，利润占 80% 以上。然后整个市场达到一种平衡，各家公司保持稳定，就像现在的乳制品和啤酒的行业个局，届时白酒的估值、增速都趋于稳定，不再有剧烈的变化。

(注：本文是根据 2 月 12 日 wind3C 电话会议，重新调整编辑而成。)



# 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                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 华北销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@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 | zhaf@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



## 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。