

## A 股晨会纪要

### 2019 年 12 月 6 日（星期五）

#### 今日瑞银重点投资故事

- 1、中国白酒行业“UBS Evidence Lab inside: 转向寡头垄断格局的 1,200 亿美元市场” 陈阳、苏洛辉
- 2、首次覆盖：山西汾酒“UBS Evidence Lab inside: 国企改革助力清香龙头释放品牌价值”（中性）陈阳、苏洛辉

#### 今日瑞银其他投资故事

- 1、快评：新华保险“投资者开放日：转型发展，先做大再做强”（买入）曹海峰
- 2、中国债券市场日评“关注央行 MLF 操作”夏愔愔,CFA

#### Equities

中国



连沛堃  
分析师

S1460519090001  
eric-p.lin@ubssecurities.com  
+86-21-3866 8865

瑞银证券研究团队

## 中国白酒行业

# UBS Evidence Lab inside: 转向寡头垄断格局的1,200亿美元市场

### Equities

 中国  
 酿酒业

陈阳

分析师

S1460516060001

brad-a.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8985

苏洺辉

研究助理

frank.su@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

### 对更高端白酒的家庭需求解读仍正面

我们通过 UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查来评估家庭对更高端白酒的购买力及消费行为，该项调查每年两期，此次调查为第 11 期（于 2019 年 8 月进行），覆盖一二线城市约 1,050 位富裕的酒类消费者。调查结果显示，尽管经济转弱，但得益于良好的收入增长/资产升值预期，过去/未来 6 个月消费者对更高端白酒的需求仍健康。2018 年中国零售白酒市场价值为 1,200 亿美元，是全球最大的烈酒市场。调查结果进一步增强了我们对白酒行业的信心，中国白酒行业可望继续稳步录得结构性增长，主要受家庭消费引领的长期高端化趋势推动。我们的国际对比和行业结构分析结果说明，随着市场转向寡头垄断格局，主要酒企的增长潜能较大。我们认为，投资者可能仍低估了白酒行业长期增长的高可见性。

### "慢增长、弱周期" 将是白酒行业的核心特点

瑞银自有白酒行业模型表明，2019-21 超高端/高端领域零售价值 CAGR 从 2015-19 的 38%/30% 放缓至稳定的 11%/16%。这主要因基数更高，且经过 2019 高于预期的涨价，2020 零售价或无增长。白酒行业自 2013 年结构性供需侧变化和海外主要烈酒市场的变化均表明，行业周期性变弱且未来或稳定增长。我们还认为高端化受经济不确定性的影响或随时间推移变得更小。

### 分层化的寡头垄断市场格局日渐形成

随着高端化趋势在未来一二十年继续，白酒行业或持续从金字塔形结构转向哑铃形结构。我们认为超高端白酒领域已变成了格局稳定、增长前景良好的寡头垄断市场，而高端白酒领域仍有一些有寡头垄断潜质的企业在仍分散的区域性市场通过持续提升管理和投资品牌及渠道来增强其竞争优势。

### 长期增长可见性高，可解释估值溢价的合理性

基于风险回报水平，我们的选股顺序是：1) 洋河股份（业务好转带来具有吸引力的估值攀升空间）；2) 五粮液、贵州茅台和泸州老窖（增长可见性高）；3) [山西汾酒](#)和水井坊（预期过高）。中国白酒行业当前平均估值为 24.0 倍 2020 年预期市盈率，低于全球烈酒同业 25.6 倍的均值。

图表 1: 估值一览

	股价 (元)	评级	目标价 (Rmb)	市值 (Rmb bn)	市盈率 (倍)		EV/EBITDA (倍)		净现金/ 股息收益 市值 率 (%)		EPS CAGR (%)		ROIC (税后) (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E	2019-21E	2020E	2021E	
洋河股份	99.98	买入	142.00	151	16.0	13.6	10.1	8.3	19%	4.1	15.7	78	91	
五粮液	128.45	买入	169.10	499	22.6	19.0	14.6	11.9	15%	2.7	22.0	157	210	
贵州茅台	1122.33	买入	1499.00	1,410	27.2	22.6	18.1	14.7	11%	2.0	20.4	200	234	
泸州老窖	81.72	中性	87.00	120	21.2	18.1	14.2	11.9	9%	3.1	20.6	68	68	
山西汾酒	88.08	中性	90.00	77	30.2	25.7	20.3	17.1	5%	3.3	19.9	45	47	
水井坊	56.51	卖出	43.00	28	30.2	25.6	20.8	17.4	3%	1.3	18.1	53	47	

上述数据截止 2019 年 12 月 4 日。

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

最看好的

最不看好的

洋河股份、五粮液、贵州茅台

水井坊、山西汾酒、泸州老窖

关键问题

**问：经济不确定性影响到商务相关消费，不断上升的家庭消费能支撑 2019-21 更高端白酒需求吗？**  
能。我们认为，短期内，更高端白酒的家庭需求保持健康以及向更高端白酒的消费升级或令该领域（零售）收入持续增长。长期看，更高端白酒向家庭主导型消费转型或刚行至半途。为应对可能对商务相关消费造成影响的经济不确定性，主要品牌也大致较好地管控了渠道库存和定价。我们预计 2019-21 年超高端/高端板块（零售）收入 CAGR 可达 11%/16%（2015-19E 38%/30%）。 [更多](#) →

**问：主要白酒品牌能否通过区域扩张继续提高在 1200 亿美元的市场中的占有率？**

能。得益于领先酒企持续改善管理并加强对品牌和市场渠道的投资，以满足家庭消费主导的、转向规模仍然较小的更高端板块的长期高端化趋势。他们还可能实施并购以寻求额外增长。我们认为，随着市场结构从金字塔形转向哑铃形并进一步整合，我们覆盖的所有白酒企业和其他品牌力强、产品质量高、销售网络宽广、策略有效、执行力良好和/或现金充足的酒企均将有望逐渐成为相应子领域的寡头垄断者。 [更多](#) →

瑞银证券观点

我们预计 1) 基于家庭消费持续增长，2019-21 年更高端白酒领域的增长可能放缓、但可持续，周期性较弱；2) 领先酒企可望通过区域扩张来进一步提高获取市场份额，驱动市场转向分层化寡头垄断结构。

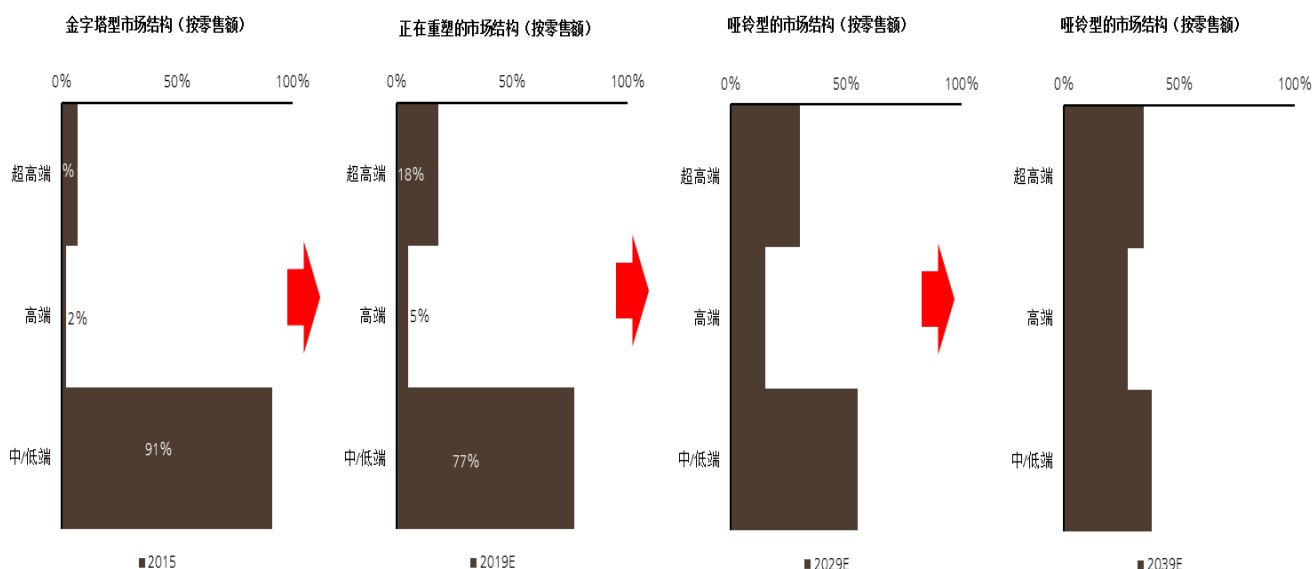
论据

1) UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查结果表明，在收入增长/资产升值预期较高的支持下，家庭需求和消费升级态势仍稳健；2) 我们的国际对比分析显示，中国的白酒零售均价通过高端化（价格/结构）仍有具吸引力的提升潜能；3) 我们的白酒行业结构分析显示，知名酒企主要依赖区域扩张和整合仍有很大增长潜能。

什么已反映在股价中？

年内迄今受助于强劲的盈利增长，白酒板块的估值已大幅回升。不过，投资者可能仍低估了白酒的长期增长可见性和 ROIC，尤其在全球无风险利率呈下行态势的情况下。 [更多](#) →

在高端化趋势推动下，中国白酒行业市场结构正从金字塔形变为哑铃形

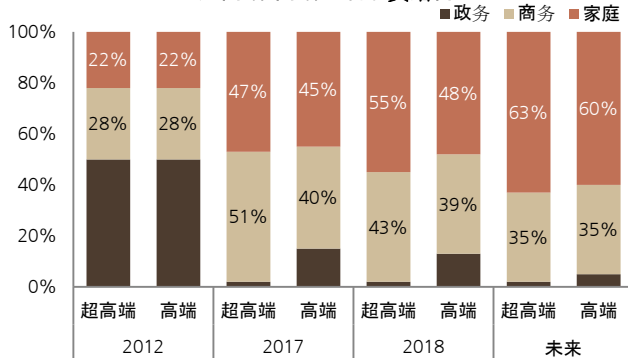


来源: Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图示主题

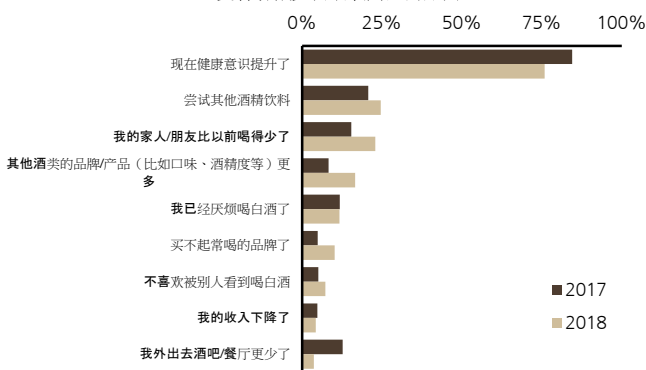
[返回](#) ↑

超高端/高端白酒消费结构



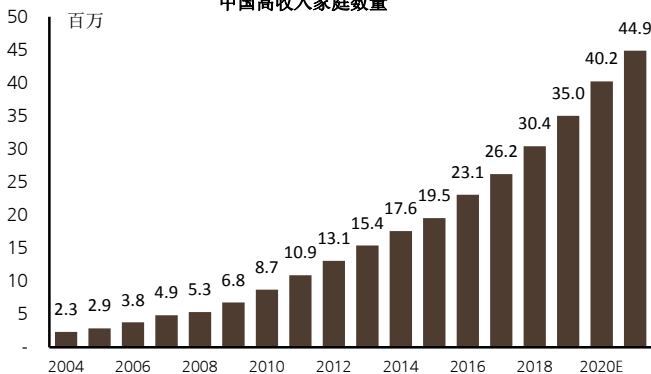
超高端/高端白酒消费已经变得由家庭消费驱动，而政务相关消费已极大减少，商务相关消费或将逐步失去份额；渠道库存水平健康，龙头酒企的策略更为有效，风险意识加强；白酒行业的周期性已大幅降低。

受访者减少白酒饮用量的原因



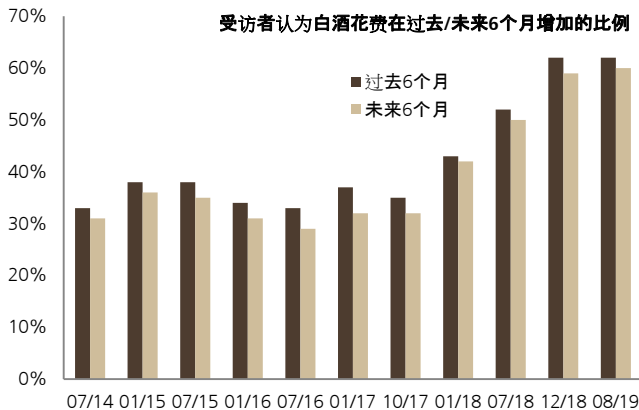
根据 UBS Evidence Lab 中国酒精饮料消费调查，由于消费者认同更高的价格代表了更好的产品品质，不断增强的健康意识或驱动他们饮用总量减少但饮用更高端的白酒，也就是我们所说的“喝得少，喝得好”趋势。

中国高收入家庭数量

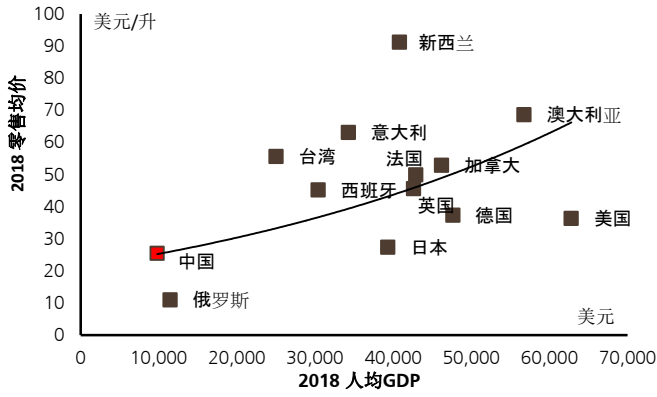


稳定增长的家庭收入或成为白酒行业长期高端化的结构性增长因素。

受访者认为白酒花费在过去/未来6个月增加的比例

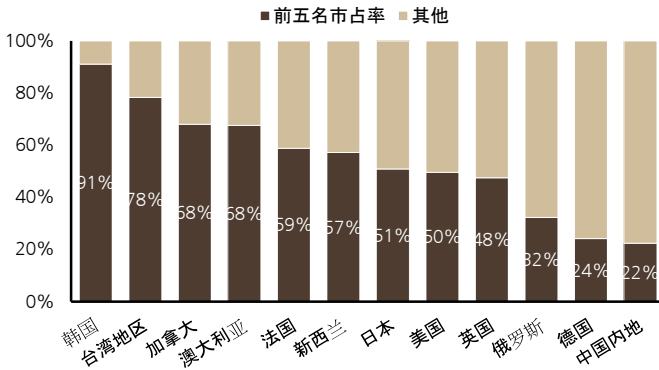


2019年8月的 UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查结果显示，过去6个月增加了白酒支出的受访者占比和未来6个月预计增加白酒支出的受访者占比均稳定保持在历史高位。



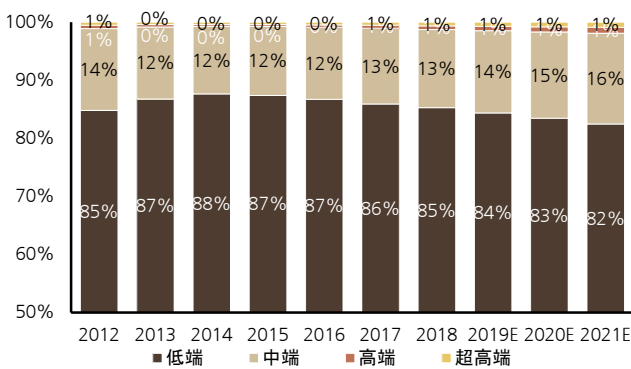
我们全球主要烈酒市场对比的结果表明，长期内随着中国人均 GDP 的增长，中国的白酒零售均价比人均消费量的增长潜能大得多，主要的拉动力量将是消费升级

各国烈酒市场集中度(按销量, 2018)



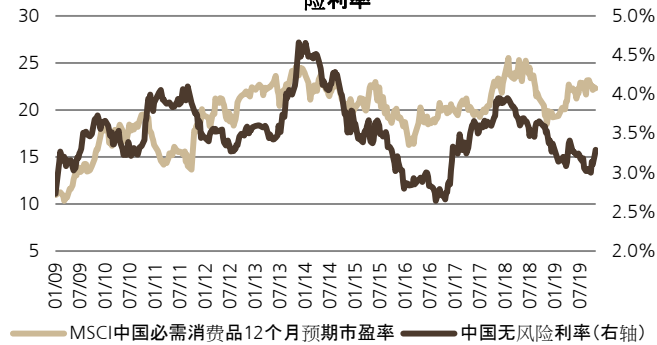
中国白酒行业仍较为分散（白酒约占 2018 年中国烈酒消费 94%）。整合将是市场龙头的一个长期驱动力，通过以下途径实现：1）更高端白酒领域的增长；2）中/低端领域中获取市场份额

白酒市场结构(按销量)



长期内，白酒行业可能继续向规模仍较小（按量看）的更高端领域升级和集中。我们认为那些处于有利地位、具有适当战略的主要品牌可望继续获得市场份额。

MSCI中国必需消费品12个月预期市盈率vs 中国无风险利率



回顾历史，我们认为无风险利率呈下行趋势普遍而言有利于全球必需消费品股票估值，尤其是那些具有盈利增长高可见性的个股。

上述图表来源: 公司数据, Euromonitor, 国家统计局, UBS Evidence Lab, 瑞银证券估算

## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 经济不确定性影响到商务相关消费, 不断上升的家庭消费能支撑 2019-21 更高端白酒需求吗?****瑞银证券观点**

能。家庭对更高端白酒<sup>1</sup>需求依然健康、消费升级仍在延续, 我们认为短期看这有望维持更高端白酒领域(零售)收入增速。长期看, 我们认为更高端白酒向家庭主导型消费转型或刚行至半途。为应对可能对商务相关消费产生影响的经济不确定性, 主要品牌大体上已经较好地管控了渠道库存和定价。我们预计 2019-21 年超高端/高端板块(零售)收入 CAGR 可达 11%/16% (2015-19 年: 38%/30%)。

**论据**

根据 UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查:

1. 在 2019 年 8 月的调查中, 过去/未来 6 个月白酒花费增多的受访者占比在高基数上持稳, 且平均月度白酒花费也创下新高;
2. 在增加白酒花费的原因中, 2018 /19 年个人消费和送礼两种场合下“销量”因素均保持强健, 而“价格”因素变得相对更弱;
3. 对于我们所调查的全部 15 个白酒品牌(除茅台), 非商务场合/个人消费渗透率都高于商务场合/送礼;
4. 从收入/财富角度看: a) 2019 年 8 月的调查中, 大多数受访者都预计未来 12 个月和未来五年其家庭收入(主要是工资和金融产品投资)和财富(房产价值和储蓄)将增长; b) 普遍看来, 受访者白酒花费的变化与其家庭收入的变化正向相关。

**什么已反映在股价中?**

我们认为, 许多投资者仍低估了近期内更高端白酒的增长韧性以及家庭消费持续升级为更高端白酒带来的长期增长潜力。此外, 我们认为由于经济不确定性持续增大, 投资者乐观情绪转弱。

---

<sup>1</sup> 在本文中, 我们根据产品零售价格将中国白酒行业划分为四档(除非另有所述): 1) 超高端(零售价格: >500 元/500 毫升); 2) 高端(零售价格: 300-500 元/500 毫升); 3) 中端(零售价格: 100-300 元/500 毫升); 4) 低端(零售价格: <100 元/500 毫升)。本文中的更高端白酒指超高端和高端产品。

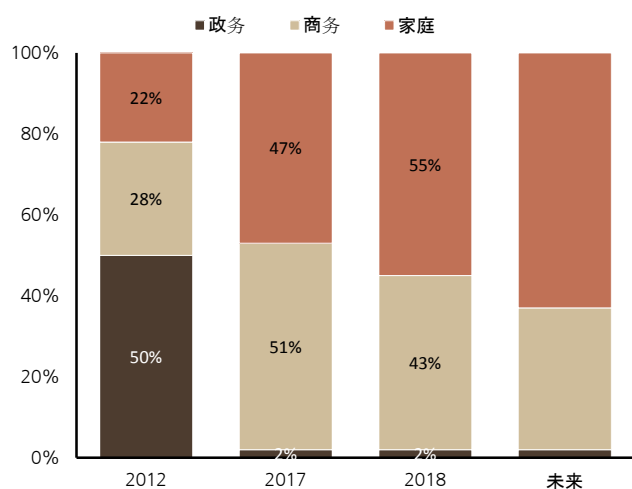
## UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查主要聚焦国内高档烈酒的家庭需求

本报告主要基于 UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查。该调查每半年一次，在线上进行，覆盖中国大陆一二线城市的富裕消费者（家庭年收入超过 18 万元），受访者至少每月都购买酒精饮料，且必须达到干邑、威士忌或白酒各自的消费标准。本文我们仅探讨白酒。

本次调查（第 11 期）于 2019 年 8 月进行，采访了 1,050 名富裕的酒类消费者（包含 859 名白酒消费者）。此前针对类似目标群体的 10 次调查进行的时间分别为 2014 年 7 月、2015 年 1 月、2015 年 7 月、2016 年 1 月、2016 年 7 月、2017 年 1 月、2017 年 10 月、2018 年 1 月、2018 年 7 月和 2018 年 12 月。

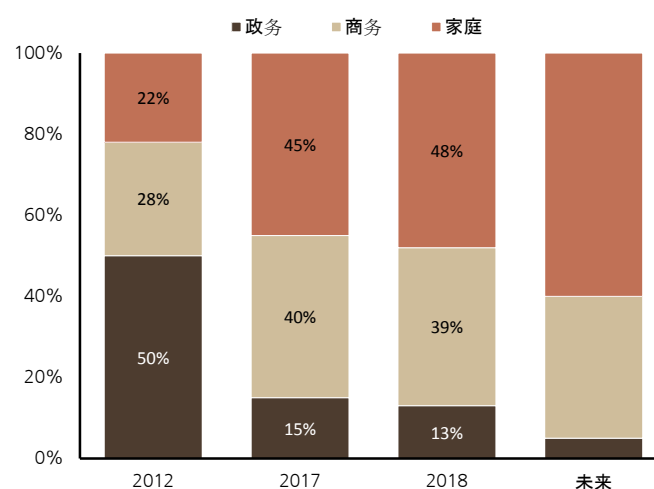
尽管涵盖了与商务消费场合有关的问题，但本调查可能更好地评估了更高端白酒的家庭需求，而非商务相关需求。

图表 2: 超高端白酒的消费结构正转向家庭



注: 基于经销商调研  
来源: 瑞银证券估算

图表 3: 高端白酒的消费结构也正转向家庭



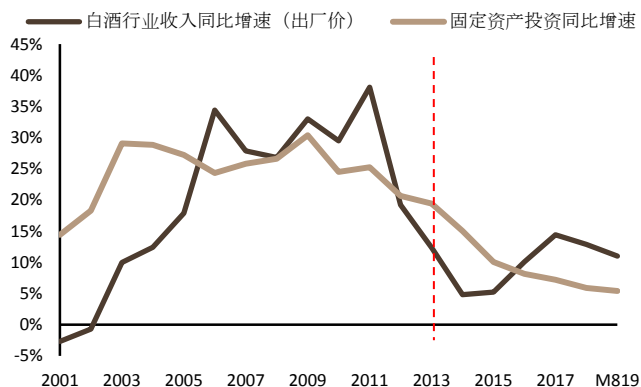
注: 基于经销商调研  
来源: 瑞银证券估算

### 从“高增长、强周期”时代到“低增长、弱周期”时代

2014-17 年，白酒行业的收入（出厂口径）增长加速，主要受家庭主导的、转向更高端白酒消费的消费升级推动（收入/资产价值持续增长、健康意识不断增强等）。此外，加速的高端化趋势也得到了下列因素的支撑：1）固定资产投资稳健增长，政府的供给侧改革推动企业盈利能力恢复；2）商务相关消费回暖；3）政务消费合规。但是，白酒行业 2014-17 年的收入 CAGR 仍明显低于 2002-12 年的水平。

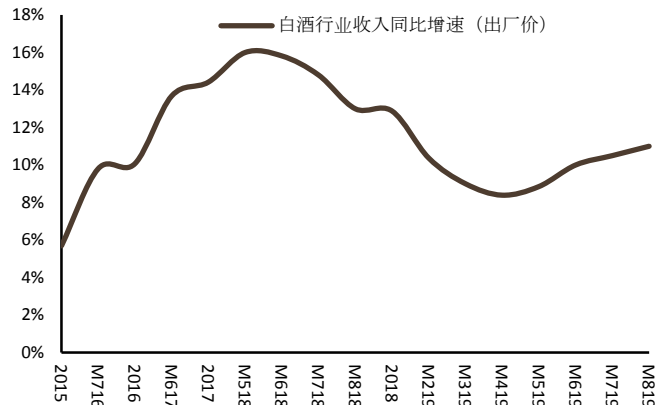
白酒行业的收入增长从 2018 年 3 季度开始放缓，原因是在中国经济不确定性日渐增大的背景下，周期性推动因素逐步减弱。2018 年 4 季度出现了过度回调（中美贸易摩擦），2019 年 2 季度以来温和反弹（对贸易摩擦的担忧缓和且货币政策放松）。之后，更高端白酒的需求、白酒行业收入增长以及龙头白酒企业的收入增长自 2018 年中期以来基本保持强韧（尽管放缓），已经证明中国白酒行业的周期性明显减弱。

图表 4: 长期看, 2013 年以来白酒行业的收入增长放缓, 但周期性减弱



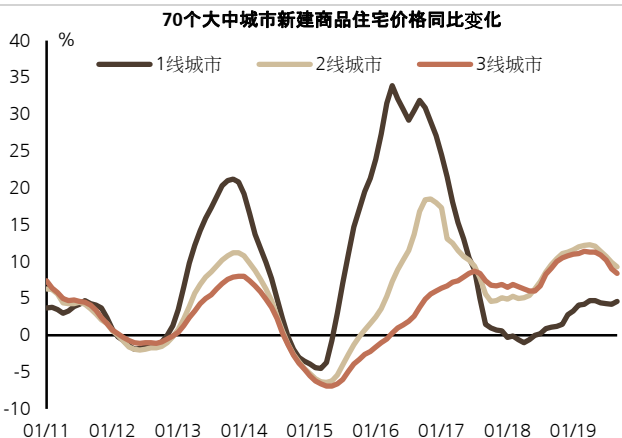
来源: 国家统计局

图表 5: 经过 2018 年 4 季度的过度回调后, 2019 年 2 季度以来白酒行业的收入增长反弹



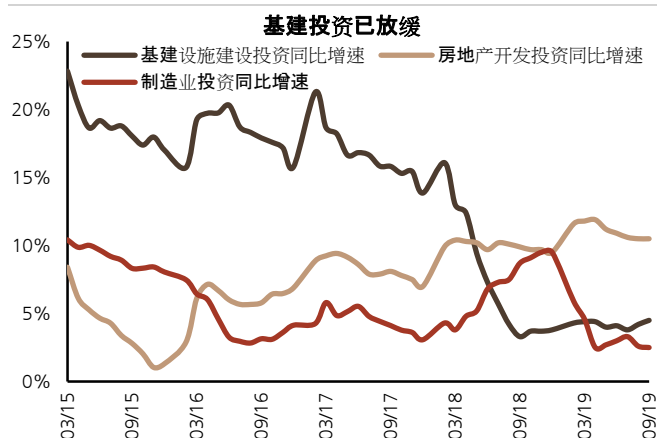
来源: 国家统计局

图表 6: 中国房地产升值速度放慢, 意味着财富效应减弱



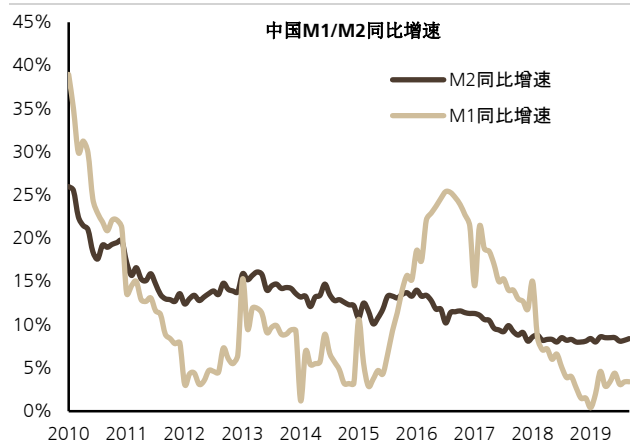
来源: 国家统计局

图表 7: 中国固定资产投资已放缓



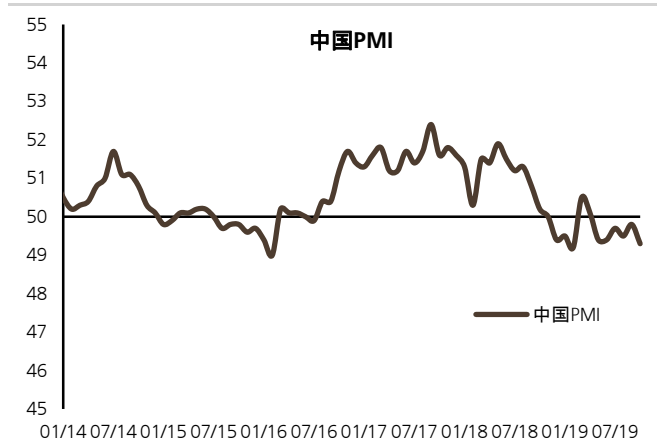
来源: 国家统计局

图表 8: 货币供给仍呈中性



来源: 国家统计局

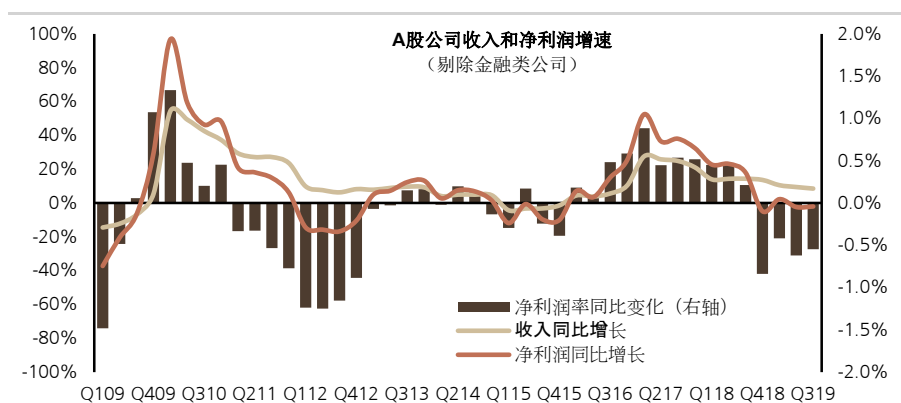
图表 9: PMI 在 50% 以下



来源: 国家统计局

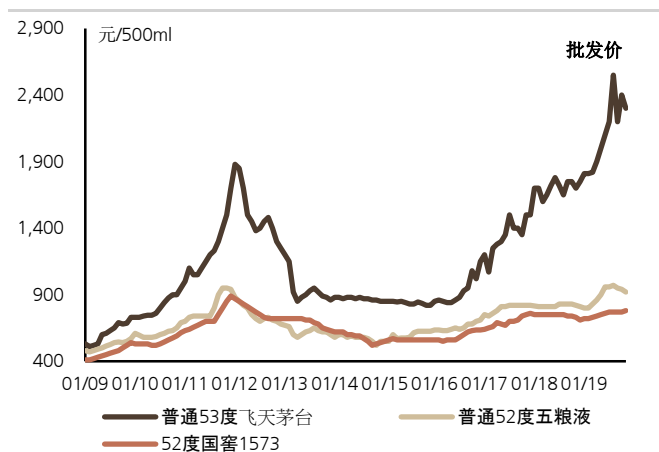


图表 10: A 股公司整体利润增速\* 已放慢, 盈利能力萎缩



\*剔除金融类公司。来源：国家统计局，万得

图表 11: 经过 2019 年上半年的大涨后, 2019 年 9 月以来超高端白酒的价格有所降温 (批发价)



注: 基于经销商调研。  
来源: 瑞银证券估算

图表 12: 经过 2019 年上半年的大涨后, 2019 年 9 月以来超高端白酒的价格有所降温 (零售价)

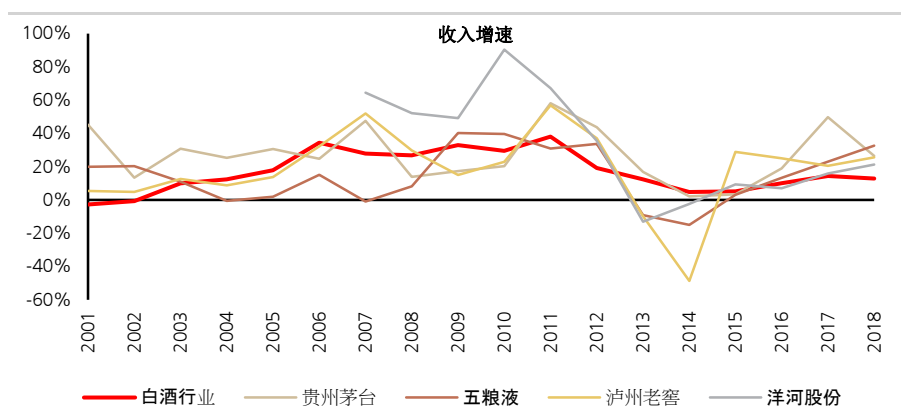


注: 基于经销商调研。  
来源: 瑞银证券估算

中国经济不确定性趋升背景下, 更高端白酒需求增长放缓基本符合我们在 2018 年 2 季度时的预期 (参见 2018 年 5 月 2 日的报告 [《UBS Evidence Lab: 中国白酒市场能够培育出更多全国性品牌吗?》](#)) - 2018 年之后主要品牌可望继续提高市占率, 龙头企业可能迎来稳定的结构性增长。受下列结构性变化影响, (更高端) 白酒行业的周期性与 2013 年之前相比已明显减弱:

1. 消费结构变化: 高端化趋势推动下家庭消费畅旺, 政务相关消费大幅减少。我们认为[向家庭消费主导的转型刚棋至中盘](#) (参见 2019 年 2 月 15 日发布的 UBS Evidence Lab 报告);
2. 面对需求侧的较大变化, 供给侧情况改善 (主要酒企的竞争力提升、增长战略更理性, 包括适当的渠道库存管理和稳步提价);

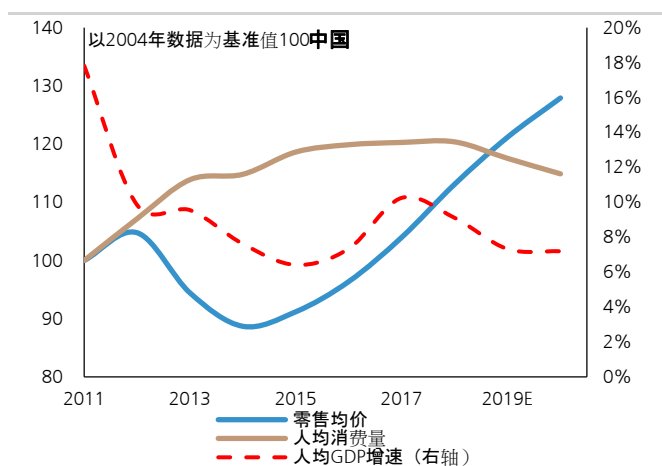
图表 13: 2015 年以来龙头酒企的增长速度快于行业，市占率一直在提高



来源:国家统计局, 公司数据

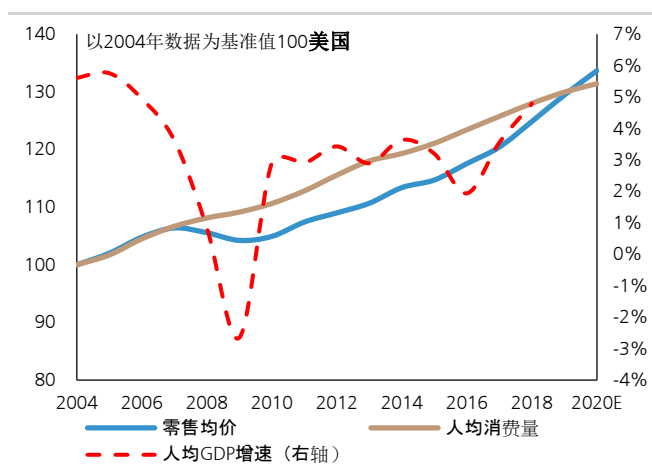
在西方国家，烈酒消费通常更多发生在家庭相关场合。2001-18 年，尽管经济增长震荡，但有代表性的外国市场（例如美国、英国、德国、法国和澳大利亚等）烈酒零售价一直趋升，显示了烈酒需求的弱周期性和长期高端化趋势。这也支持了我们的判断，即白酒需求的周期性已大幅减弱，尤其考虑到家庭消费持续增长。

图表 14: 中国白酒零售价趋势



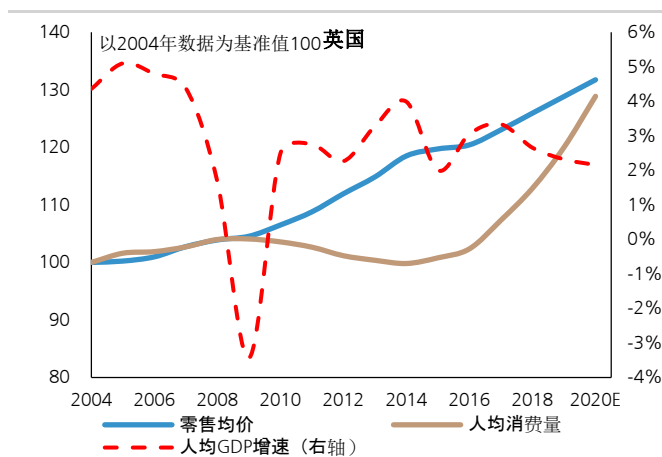
来源: Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 15: 美国烈酒零售价趋势



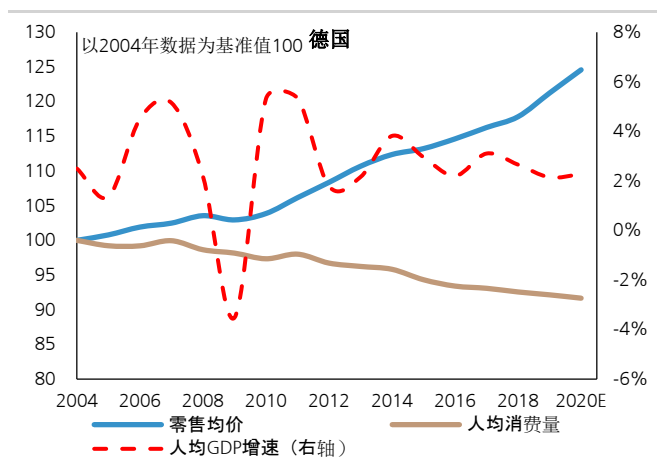
来源: Euromonitor

图表 16: 英国烈酒零售价趋势



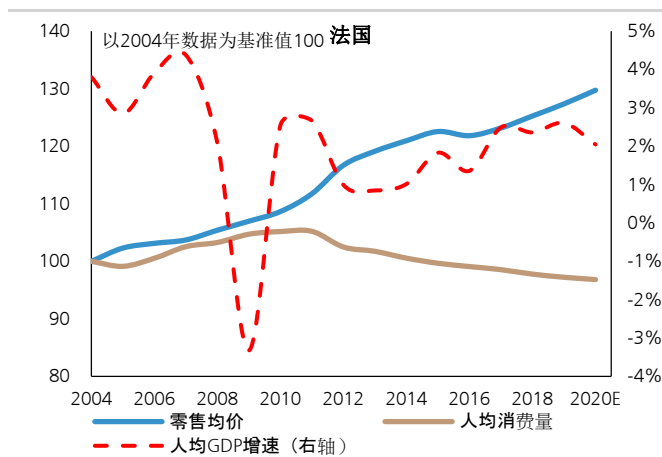
来源: Euromonitor

图表 17: 德国烈酒零售价趋势



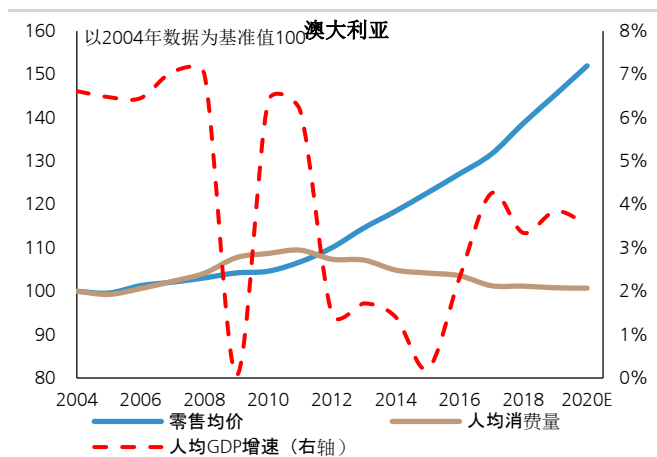
来源: Euromonitor

图表 18: 法国烈酒零售价趋势



来源: Euromonitor

图表 19: 澳大利亚烈酒零售价趋势



来源: Euromonitor

**UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查表明，尽管经济不确定性日渐增大，持续的消费升级趋势下，更高端白酒的家庭需求依然健康**

本期调查显示，尽管中国经济不确定性日渐增大，过去 6 个月（从春节后到 2019 年 8 月）受访者的整体花费增长仍保持稳定，主要得益于家庭消费。本期调查中，62%的受访者表示此前 6 个月已提高了白酒花费，与 2018 年 12 月调查的高基数相比持平。同时，过去 6 个月减少白酒花费的受访者占比也持平于上期调查的仅 3%。

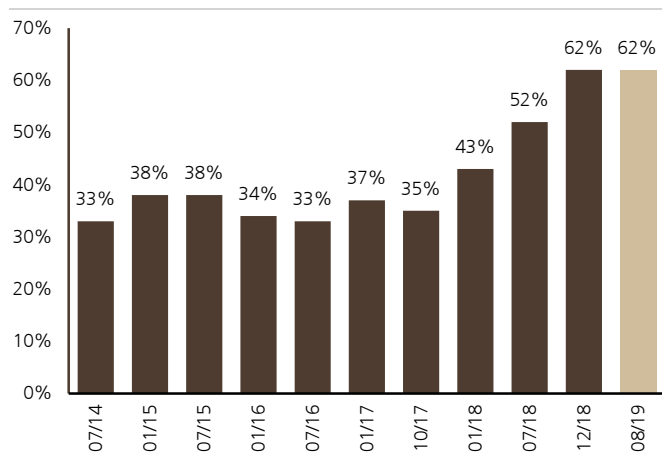
2014 年以来家庭消费一直总体上稳步升级，尽管出现了一些波动（比如 2018 年 7 月；可能是消费本身的季节性及白酒消费旺季和调查期错配所致），2018 年升级速度甚至有所加快。受访者每月平均白酒花费从 2018 年 12 月调查时的 688 元（2014 年 7 月调查时为 517 元）进一步升至 2019 年 8 月的 706 元。不过，近几年他们的购买频次基本持稳。

对于白酒月度总花费的分布，2018 年以来有两项趋势形成：1) 受访者春节的白酒花费看来高于中秋节和其他全国性节日（500 元以上所占的比例），说明 2018 年以来家庭的消费升级趋势在春节时更明显；2) 同比看，

他们在两个消费旺季的白酒花费健康增长（2018年7月可能会因为对中美贸易摩擦和中国经济前景的担忧较重而有所扭曲），但下半年的消费旺季看来对家庭来说没那么重要。

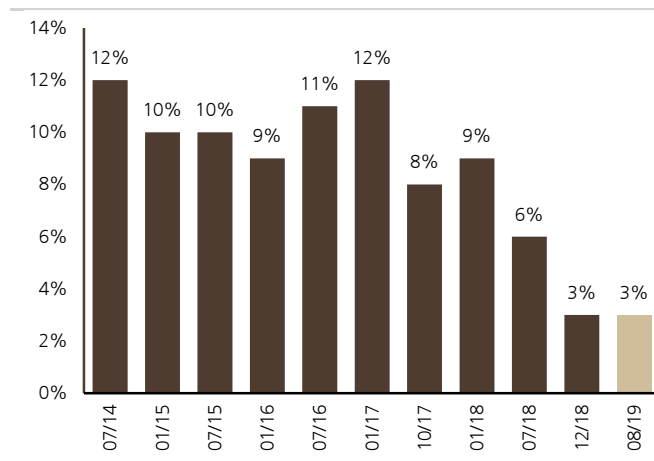
对于受访者一般/最高的白酒购买价格，2019年8月调查中“1000元以上/瓶”所占比例同比、环比均回升，我们认为可能归因于今年茅台供给日渐恢复与五粮液的提价努力。以往，“1000元以上/瓶”占比持续下降，而“200-1,000元/瓶”占比升高。

图表 20: 过去 6 个月白酒花费增多的受访者占比



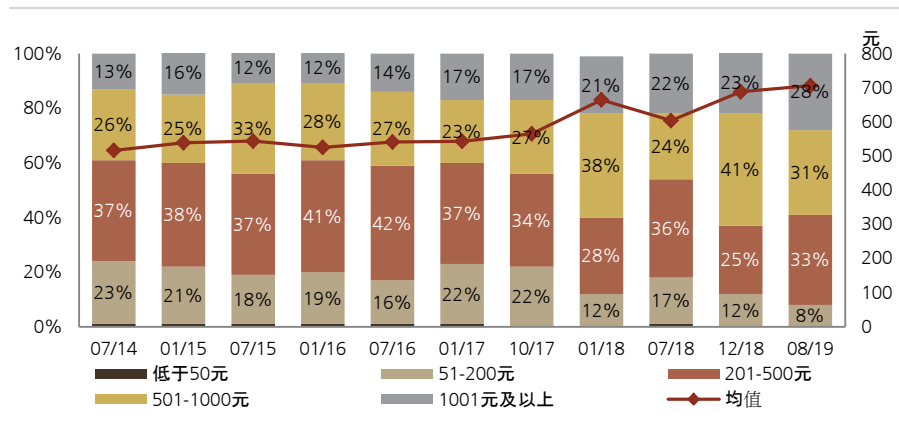
来源:UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 21: 过去 6 个月白酒花费减少的受访者占比



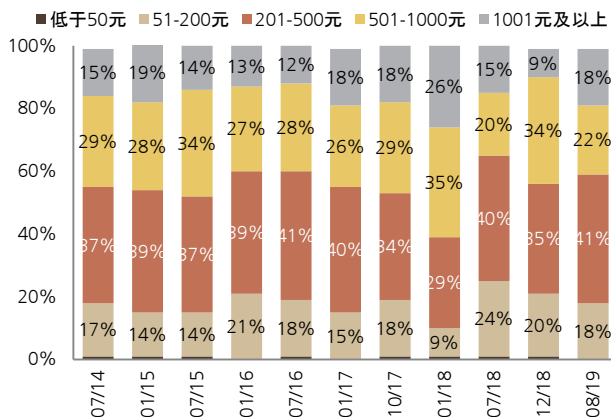
来源:UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 22: 过去 6 个月月度白酒总花费支出分布



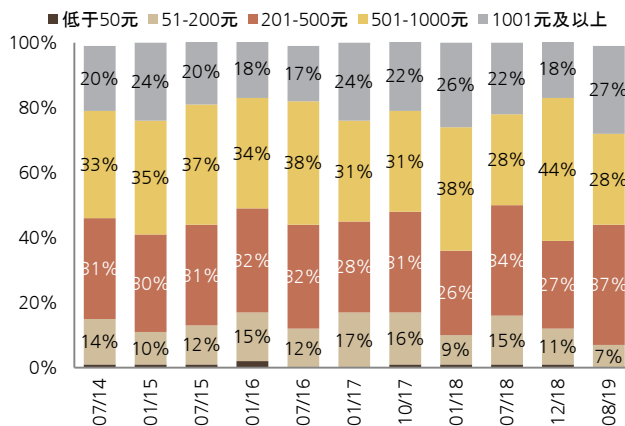
来源:UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 23: 过去 6 个月为一瓶白酒通常支付的价格分布, 按零售价区间划分



来源:UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

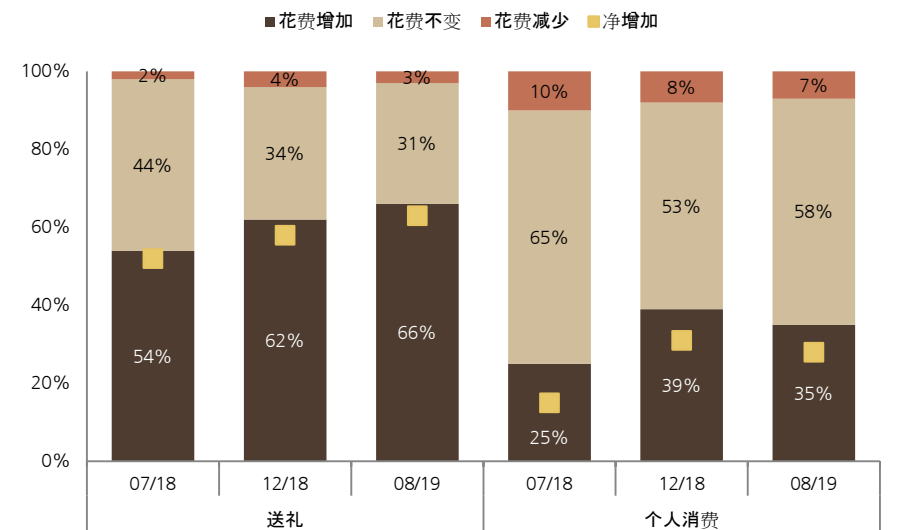
图表 24: 过去 6 个月为一瓶白酒支付的最高价格分布, 按零售价区间划分



来源:UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

与上期调查相比, 2019 年 8 月调查中, 对于每一个消费场合, 过去/未来预计增加白酒花费的受访者比例(净)都基本保持稳定, 说明总体上白酒需求仍健康。对比看, 有意思的是, 商务场合花费增加的势头相对强于非商务场合, 我们认为可能是因为受访者在(家庭)支出中所占的权重相对较小。

图表 25: 过去 6 个月分场合白酒花费变化(送礼和个人消费)



注: 个人消费包括和家人/朋友在家饮酒, 和家人/朋友外出就餐, 因商务目的在外就餐, 和商业伙伴去酒吧/KTV/夜店, 和朋友去酒吧/KTV/夜店以及特殊活动(如婚礼、庆典、葬礼); 送礼包括给家人/朋友送礼以及因商务目的送礼。

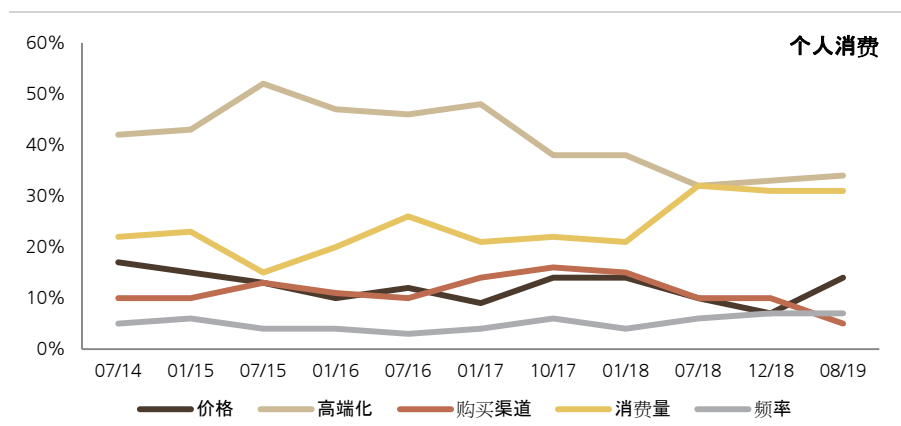
来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

在相关受访者白酒花费增长的驱动因素方面, 2019 年 8 月的调查结果基本延续了以往几期调查的趋势—在 2017-19 年的家庭消费驱动因素中, “价格更高”的影响微微减弱, “数量增多”的影响提升, 尽管“高端化”(即“我购买了更高端或更贵的品牌”)仍是白酒支出增长的最大动力。调查结果表明: 1) 在其他条件不变的情况下, 可比价格上涨(即价格 —“该产品涨价了”)可能延缓高端化并限制消费量(即销量 —“购买量增多了”和频次 —“我外出就餐/去酒吧/送礼更频繁了”); 2) 反之亦然。

个人消费方面，2018/19 年“销量”因素大幅上升（对应 2018 年 7 月、12 月和 2019 年 8 月的调查），而“高端化”因素在较高水平企稳，2019 年“价格”因素在低位小幅回升，这表明家庭需求有韧性，但也有一定的价格敏感性。

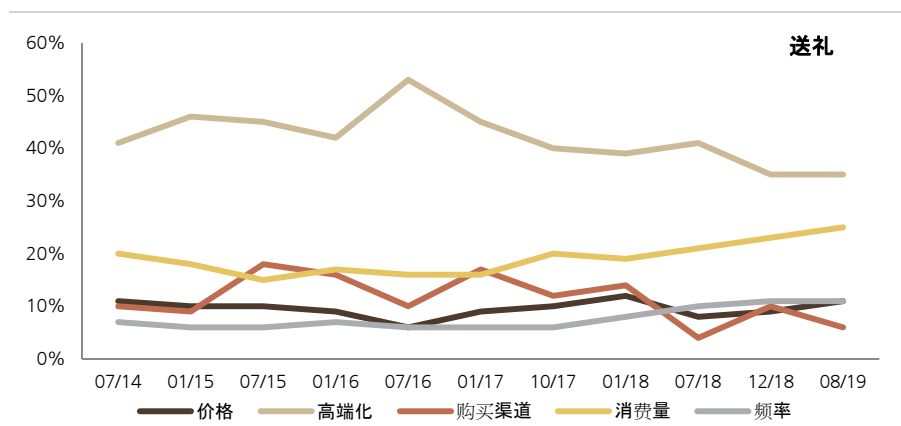
送礼方面，2018/19 年“销量”因素大幅上行，而 2019 年“价格”因素依然低迷，“高端化”因素大体企稳。

图表 26: 过去 6 个月受访者白酒花费增多的原因 - 个人消费



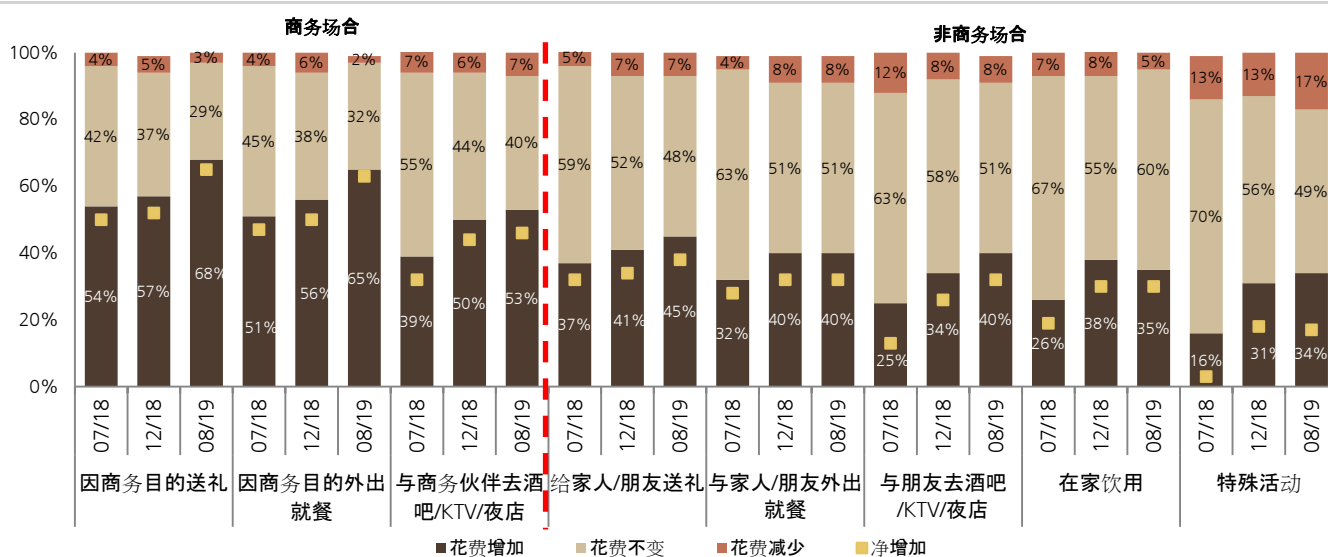
来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 27: 过去 6 个月受访者白酒花费增多的原因 - 送礼



来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

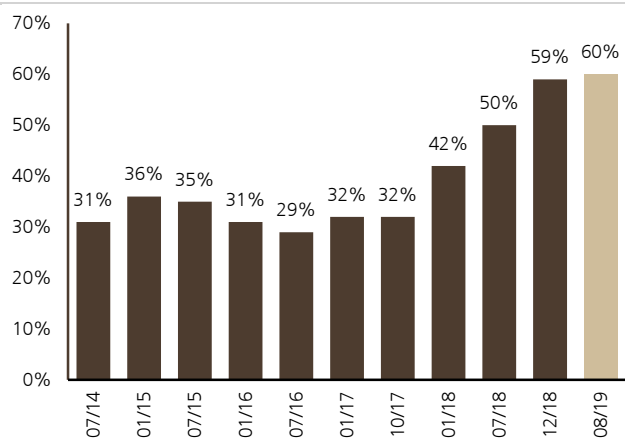
图表 28: 过去 6 个月分场合白酒花费变化 (商务和非商务场合)



来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

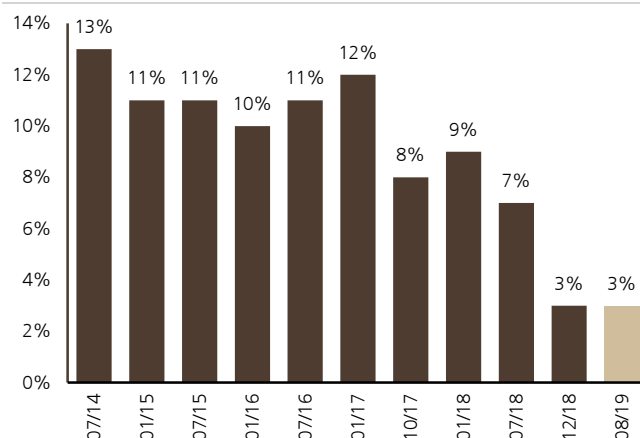
2019 年 8 月调查结果显示, 尽管中国经济不确定性增大, 未来 6 个月 (对应 2019 年 4 季度至 2020 年 1 季度) 更高端白酒的家庭需求前景仍有韧性。预计未来 6 个月白酒花费将增多的受访者占比与上期调查的高基数相比持平, 而预计白酒花费减少的受访者占比与上期调查的低基数相比也持平。

图表 29: 未来 6 个月将增加白酒花费的受访者占比



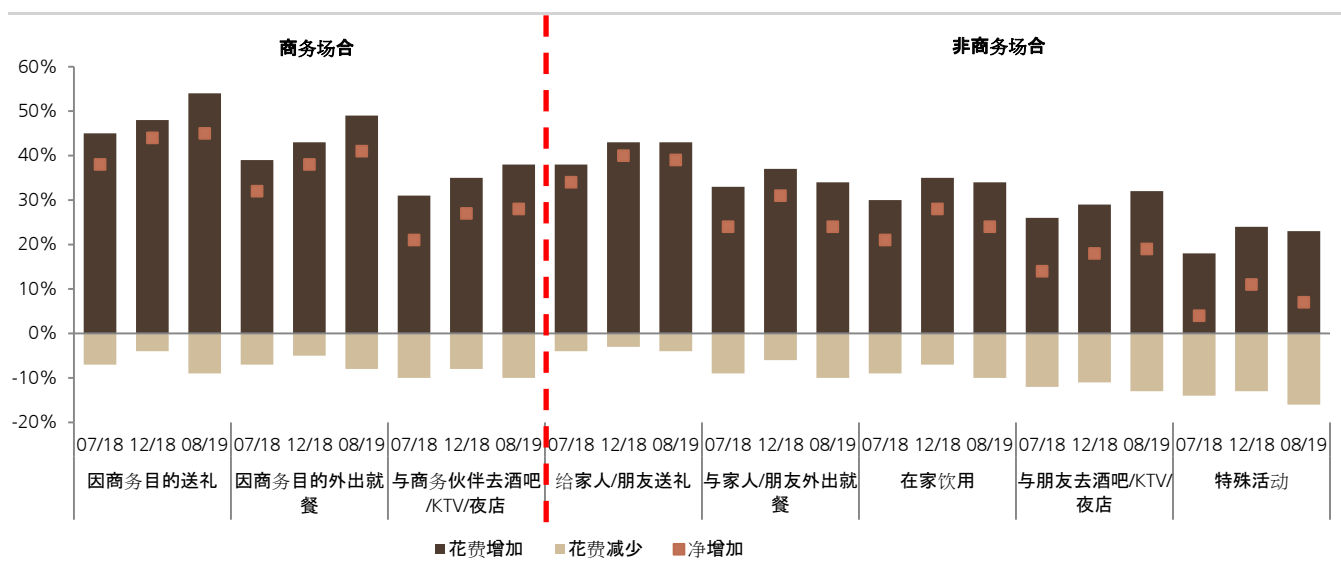
来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 30: 未来 6 个月将减少白酒花费的受访者占比



来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 31: 未来 6 个月分场合白酒花费变化 (商务和非商务场合)



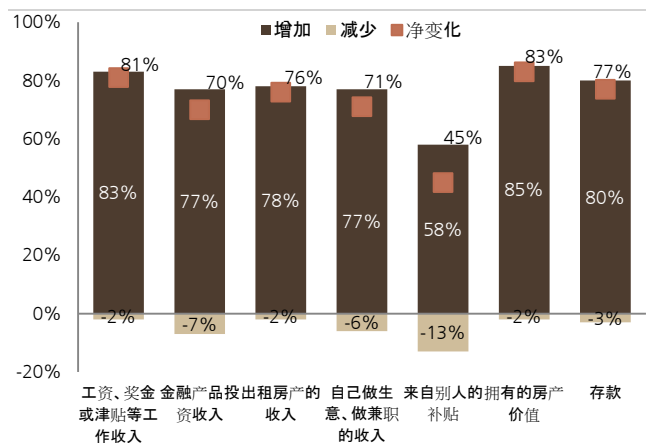
来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

### “富裕消费者”的收入前景保持健康水平

虽然中国经济不确定性持续增大,但 2019 年 8 月调查中受访者(家庭年收入超过 18 万元的富裕消费者)对未来 12 个月和未来五年家庭收入的预期普遍保持健康水平。特别是,受访者对其工资、房产价值和储蓄的前景持乐观态度。我们认为,这应该是更高端白酒的家庭需求保持健康的一项因素。

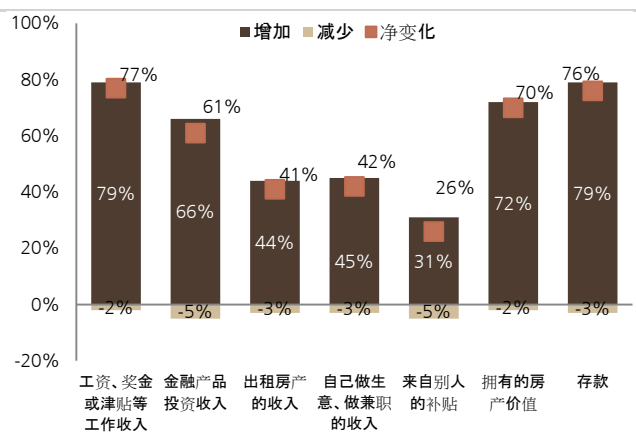
调查结果还显示,“工资”是排在首位的主导因素,如果工资减少,受访者可能会减少白酒花费,其次是“储蓄”和“金融产品投资”。

图表 32: 受访者过去 12 个月家庭收入的变化



来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

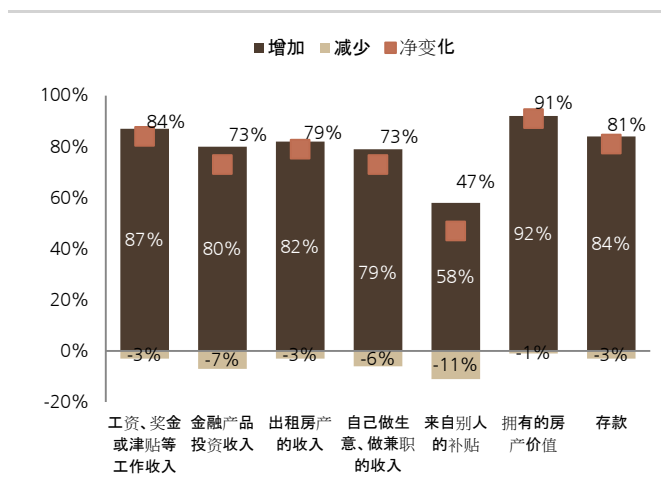
图表 33: 受访者未来 12 个月家庭收入的预期变化



来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

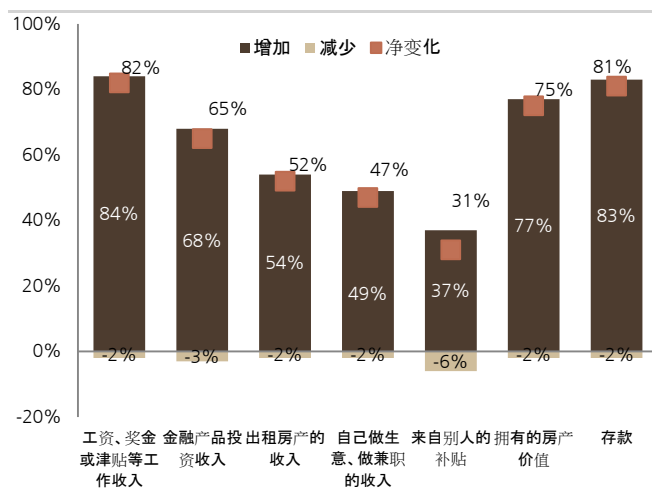


图表 34: 受访者过去五年家庭收入的变化



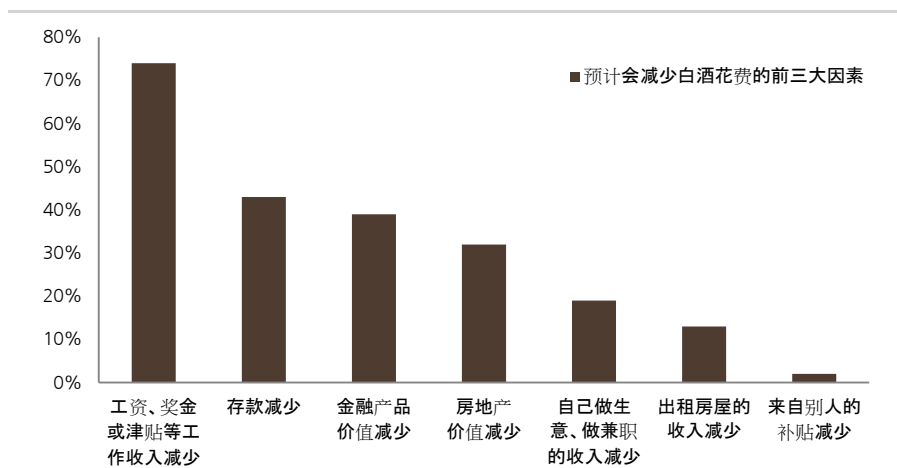
来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 35: 受访者未来五年家庭收入的预期变化



来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 36: 可能导致白酒花费减少的前三大因素



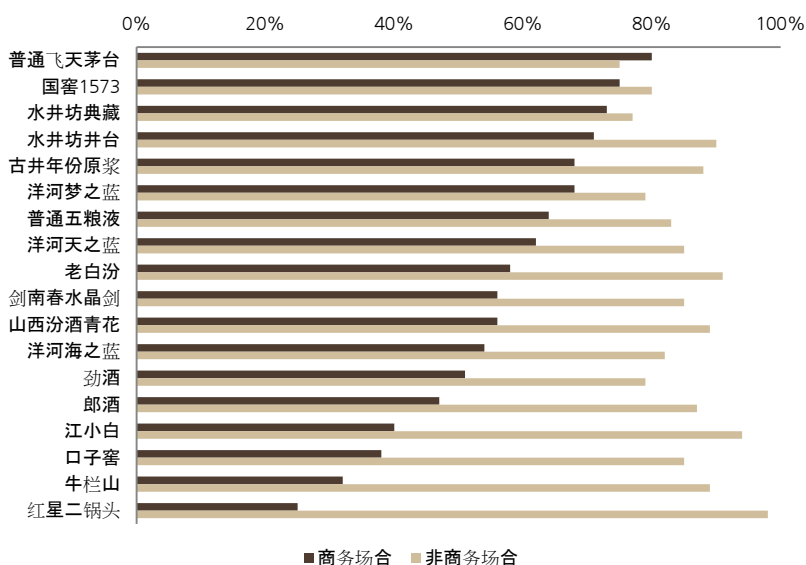
来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

### • 更高端白酒转向家庭引导型消费

图表 2 和图表 3 所显示的更高端白酒消费结构的变化主要是基于对上市公司和白酒经销商的调研。UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查让我们得以通过白酒消费者的反馈加深了解，今后的调查中将更多地展现这方面的变化。

在 2019 年 8 月的调查中，我们调查所涵盖的所有品牌（除普通飞天茅台以外）过去 6 个月在非商务场合及个人消费的渗透率都超过了商务场合和送礼。

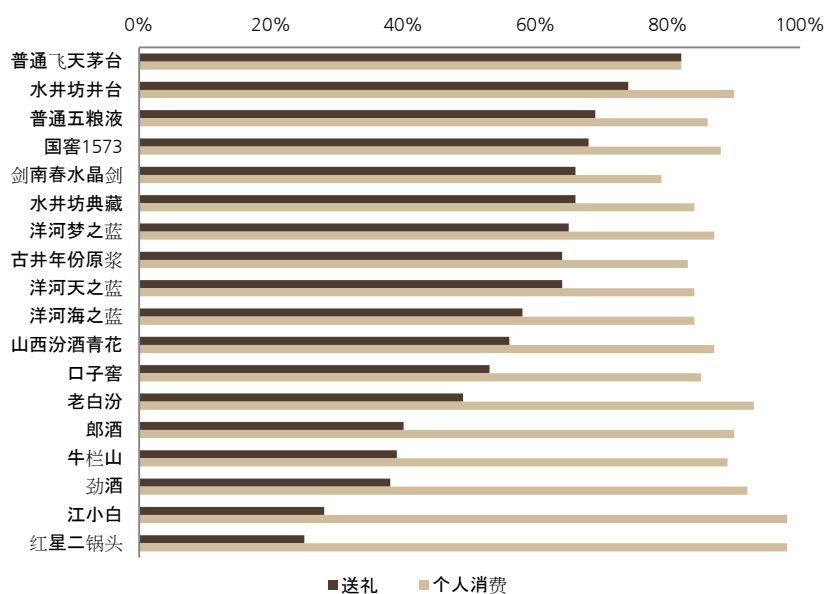
图表 37: 过去 6 个月受访者分场合购买/消费过各知名白酒的渗透率（商务和非商务场合，2019 年 8 月）



注：商务场合包括因商务目的送礼，因商务目的外出就餐，与商业伙伴去酒吧/KTV/夜店；非商务场合包括给家人/朋友送礼，和家人/朋友外出就餐，和朋友去酒吧/KTV/夜店，和家人/朋友在家饮酒和特殊活动（如婚礼、庆典、葬礼）。

来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 38: 过去 6 个月受访者分场合购买/消费过各知名白酒的渗透率（送礼和个人消费，2019 年 8 月）



注：个人消费包括和家人/朋友在家饮酒，和家人/朋友外出就餐，因商务目的在外就餐，和商业伙伴去酒吧/KTV/夜店，和朋友去酒吧/KTV/夜店以及特殊活动（如婚礼、庆典、葬礼）；送礼包括给家人/朋友送礼以及因商务目的送礼。

来源: UBS Evidence Lab 中国高档酒类需求调查

图表 39: 瑞银证券自有模型显示, 2020-21 年家庭消费驱动的白酒高端化趋势可能延续, 尽管速度放缓, 为行业收入增长提供支撑

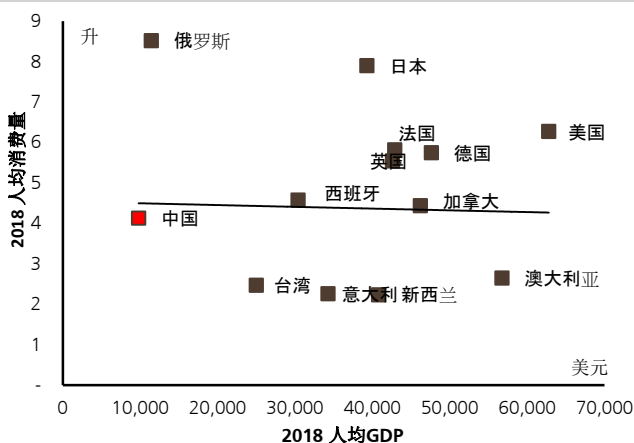
按价格带白酒行业增速	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2012-15 CAGR	2015-17 CAGR	2017-21E CAGR
<b>零售量增速</b>	下行周期: 高端/超高端板块的政务消费基本消失					复苏期		新的稳定增长期: 高端/超高端板块将被家庭消费驱动					
全部	7.7%	6.8%	1.3%	3.9%	1.6%	0.9%	0.6%	-2.0%	-1.9%	-1.9%	4.0%	1.2%	-1.3%
低端(<100元/500ml)	8.0%	9.3%	2.3%	3.6%	0.8%	0.0%	-0.1%	-3.0%	-3.0%	-3.0%	5.0%	0.4%	-2.3%
中端(100-300元/500ml)	5.8%	-5.9%	-4.9%	6.0%	6.0%	6.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-1.7%	6.0%	3.2%
高端(300-500元/500ml)	5.8%	-27.2%	-20.0%	6.3%	30.0%	30.0%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-14.8%	30.0%	16.2%
超高端(>500元/500ml)	22.2%	-14.8%	-7.1%	9.4%	20.0%	10.0%	21.0%	12.0%	9.5%	9.5%	-4.7%	14.9%	12.9%
<b>零售额增速</b>													
全部	12.8%	-3.8%	-4.8%	6.8%	7.3%	8.9%	9.4%	5.0%	3.5%	4.4%	-0.7%	8.1%	5.6%
低端(<100元/500ml)	12.7%	14.7%	2.4%	5.0%	1.6%	0.8%	1.3%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	7.3%	1.2%	-1.2%
中端(100-300元/500ml)	11.2%	-4.1%	-4.9%	9.0%	7.0%	7.0%	7.1%	2.0%	4.0%	4.0%	-0.2%	7.0%	4.3%
高端(300-500元/500ml)	4.5%	-34.3%	-24.7%	2.0%	43.0%	36.5%	29.6%	12.7%	15.0%	15.0%	-20.4%	39.7%	18.2%
超高端(>500元/500ml)	22.0%	-37.8%	-30.3%	5.5%	35.0%	48.5%	39.2%	28.8%	9.5%	12.8%	-23.0%	41.6%	22.0%
<b>平均零售价增速</b>													
全部	4.8%	-9.9%	-6.1%	2.8%	5.7%	7.9%	8.8%	7.1%	5.6%	6.4%	-4.5%	6.8%	7.0%
低端(<100元/500ml)	4.4%	5.0%	0.1%	1.4%	0.8%	0.8%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%	2.1%	0.8%	1.1%
中端(100-300元/500ml)	5.1%	1.9%	0.0%	2.8%	1.0%	1.0%	3.0%	-1.0%	1.0%	1.0%	1.6%	1.0%	1.0%
高端(300-500元/500ml)	-1.3%	-9.7%	-5.9%	-4.0%	10.0%	5.0%	8.0%	-2.0%	0.0%	1.0%	-6.6%	7.5%	1.7%
超高端(>500元/500ml)	-0.2%	-27.0%	-25.0%	-3.6%	12.5%	35.0%	15.0%	15.0%	0.0%	3.0%	-19.2%	23.2%	8.0%

来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

### 家庭引导的消费升级趋势下, 更高端白酒的长期增长前景不变

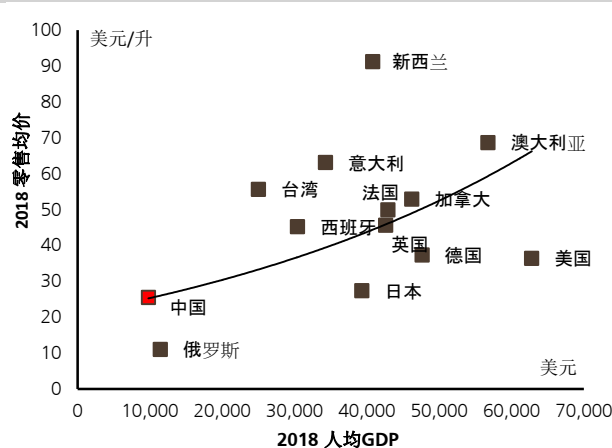
除了家庭收入增长, 消费者的健康意识不断增强以及对“喝得好, 喝得少”的追求也是向份额依然较小的更高端白酒升级的结构性动力。对全球主要烈酒市场的对比分析也表明了白酒高端化(价格/结构)的较大潜能。这样的背景下, 我们认为未来一二十年仍是知名酒企走向全国、整合行业的黄金时代。

图表 40: 中国烈酒的人均消费量相较全球已然较高, 因此上升空间或将有限



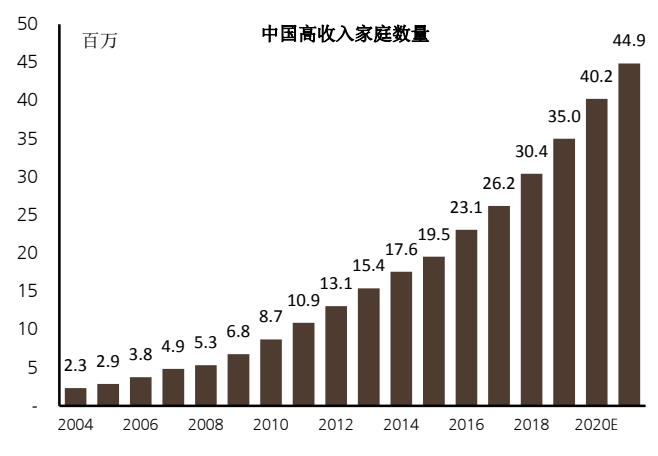
来源:Euromonitor

图表 41: 由于消费者追求更好的产品, 白酒的零售均价可能存在较大上行空间



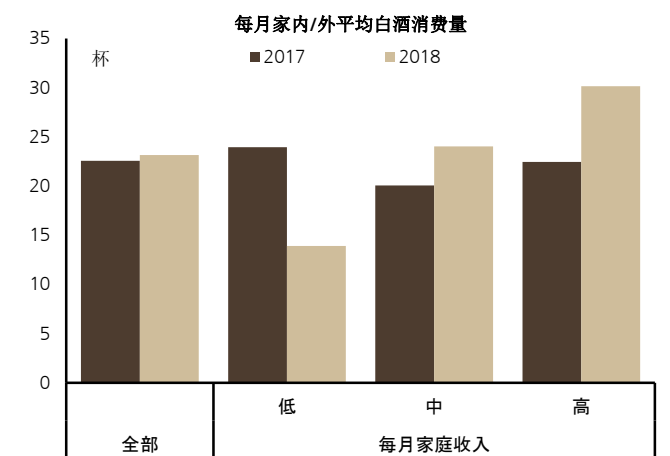
来源:Euromonitor

图表 42:中国高收入家庭的数量持续增长, 预计 2018-22 年年均复合增速达到 17%



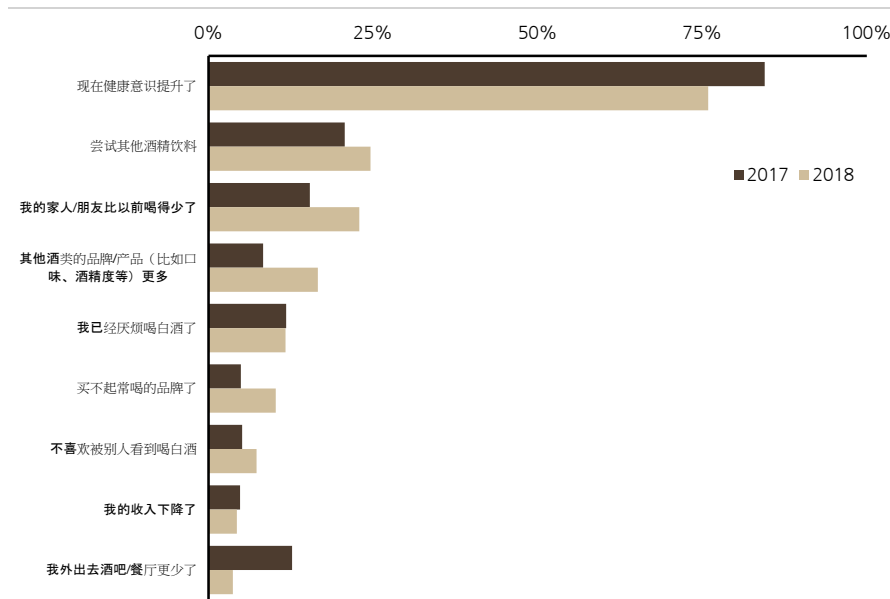
注: 高收入家庭指年均可支配收入超过 4.5 万美元的家庭。  
来源: Euromonitor

图表 43: 每月家内/外平均白酒消费量 (过去 12 个月)



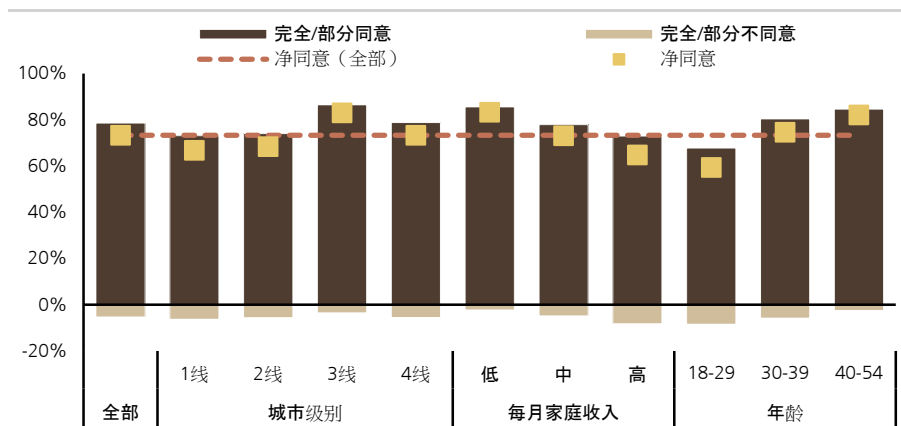
注: 将低、中、高收入家庭分别定义为月收入为[0-6,999 元]、[7,000-9,999 元] 和 [10,000 元以上] 的家庭。  
来源: UBS Evidence Lab 中国酒精饮料消费调查

图表 44: 受访者白酒饮用量减少的原因 (过去 12 个月)



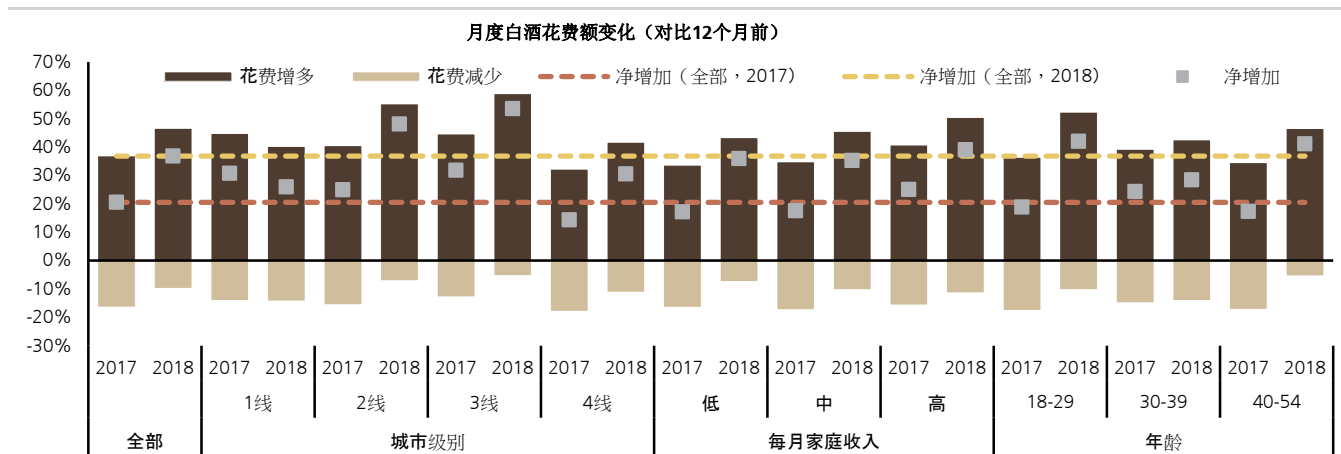
来源: UBS Evidence Lab 中国酒精饮料消费调查

图表 45: 在我们的调查中, 73%的定期白酒消费者“完全同意”或“部分同意”价格较高的白酒品牌总是优于价格较低的白酒品牌(过去 12 个月)



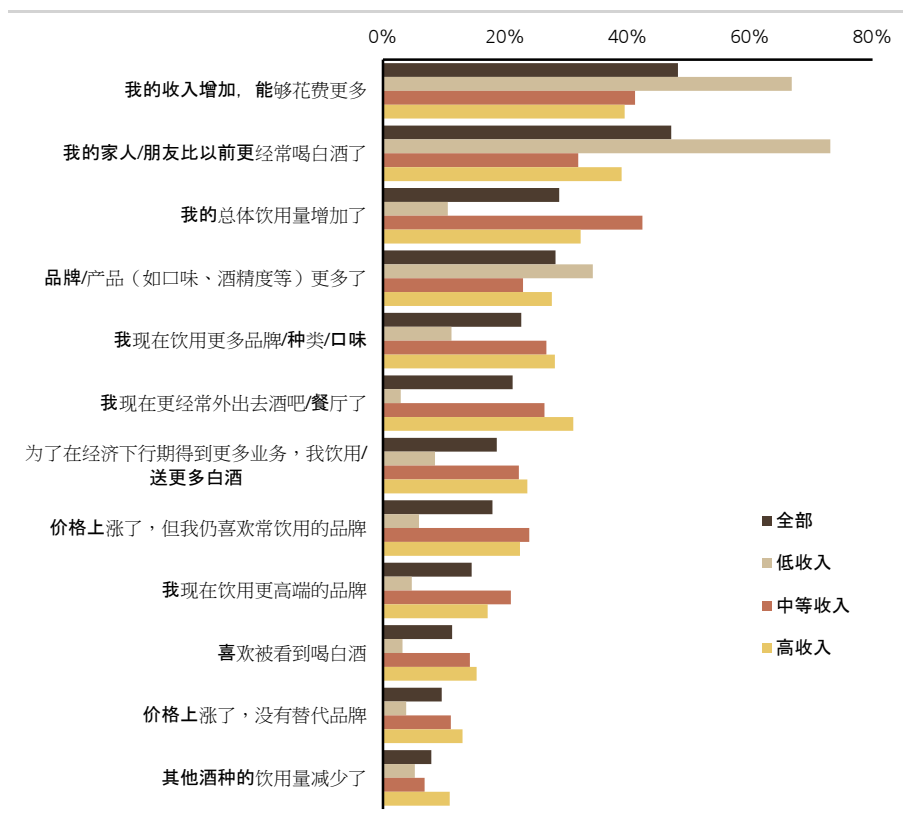
注: 将低、中、高收入家庭分别定义为月收入为[0-6,999 元]、[7,000-9,999 元]和 [10,000 元以上] 的家庭。  
来源: UBS Evidence Lab 中国酒精饮料消费调查

图表 46: 来自较高收入家庭的消费者中增加白酒花费的比例比来自低收入家庭的消费者高(过去 12 个月)



注: 将低、中、高收入家庭分别定义为月收入为[0-6,999 元]、[7,000-9,999 元]和 [10,000 元以上] 的家庭。  
来源: UBS Evidence Lab 中国酒精饮料消费调查

图表 47: 来自不同收入家庭的受访者增加白酒消费额的原因 (过去 12 个月)



来源: UBS Evidence Lab 中国酒精饮料消费调查

## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 主要白酒品牌能否通过区域扩张在 1,200 亿美元的市场中继续获取市场份额?****瑞银证券观点**

能。得益于领先酒企持续改善管理并投资于品牌和市场渠道以满足以家庭消费为主导的、向规模仍较小的更高端白酒升级的长期高端化趋势的需求。他们还可能实施并购以寻求更大增长。我们认为,随着市场结构从金字塔形转向哑铃形并进一步整合,在所覆盖的白酒企业和其他白酒企业中,品牌力强、产品质量高、销售网络宽广、策略有效、执行力良好和/或现金充足的酒企将有望逐渐成为相应子领域的寡头垄断者。

**论据**

1. 我们的全球对比分析结果表明,与全球其他发达烈酒市场相比,白酒市场仍非常分散,中国市场中更高端白酒占比较小;
2. 据我们的白酒行业结构分析,白酒行业正从金字塔形变为哑铃形;
3. 我们的白酒行业结构分析显示,主要白酒企业通过区域扩张和整合仍有较大增长潜能。
4. 龙头白酒企业一直在投入于销售团队建设并提高管理效率。

**什么已反映在股价中?**

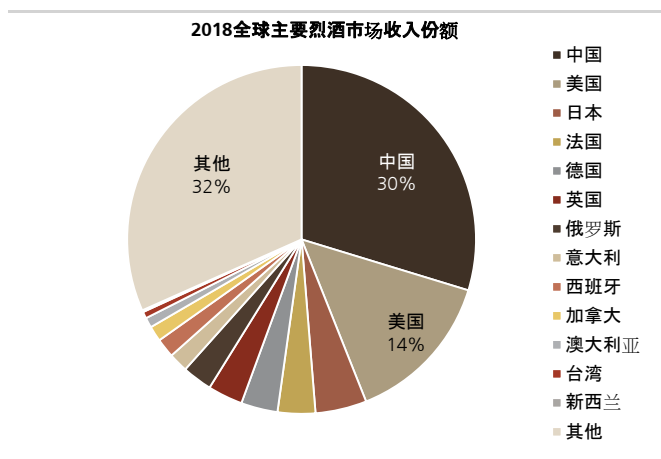
我们认为很多投资者仍低估了区域扩张给龙头企业带来的增长潜能。

## 虽为全球最大烈酒市场，但格局依然分散，更高端领域占比相对较低

关键问题 1 讨论的是需求和行业价值增长，关键问题 2 将主要分析白酒行业的产业结构。

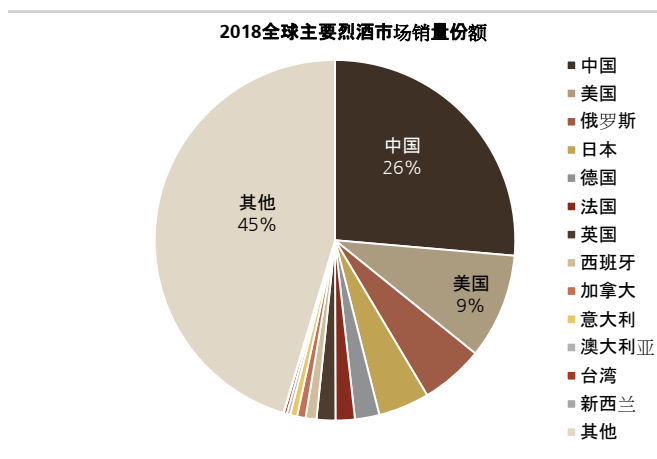
中国为全球最大的烈酒市场，白酒占主导地位（约占 2018 年消费量的 94%）。根据我们估算，2018 年中国白酒行业零售市场价值达 1,200 亿美元左右（合 8,200 亿元）；我们预计该市场价值长期持续稳定增长，主要受家庭主导的长期高端化推动。

图表 48: 中国为全球最大烈酒市场（按销售额，2018）



来源:Euromonitor

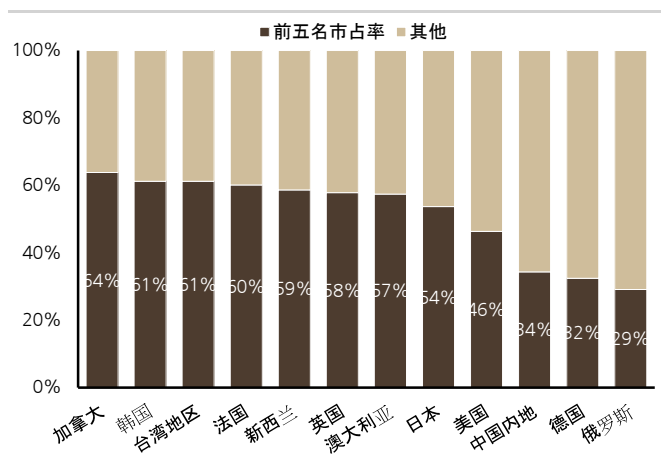
图表 49: 中国为全球最大烈酒市场（按销量，2018）



来源:Euromonitor

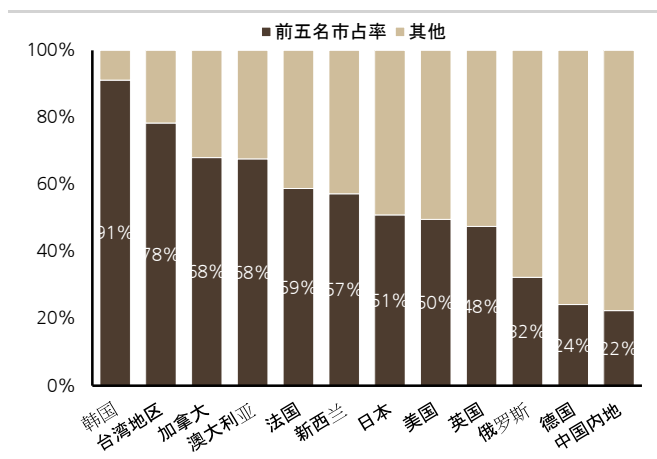
与全球其他主要烈酒市场相比，中国白酒行业在销售额和销量方面仍相对分散。这一国际比较分析也表明，在更高端产品市场份额扩张方面，中国白酒长期潜力巨大。

图表 50: 各地区烈酒市场集中度（按销售额，2018）



来源:Euromonitor

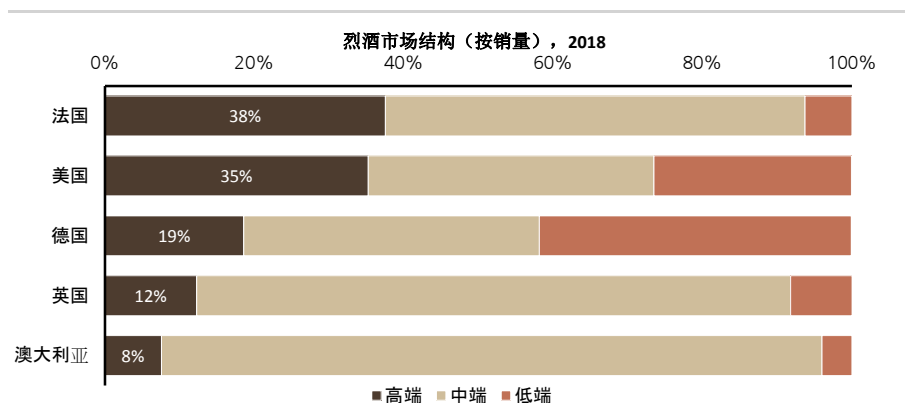
图表 51: 各地区烈酒市场集中度（按销量，2018）



来源:Euromonitor

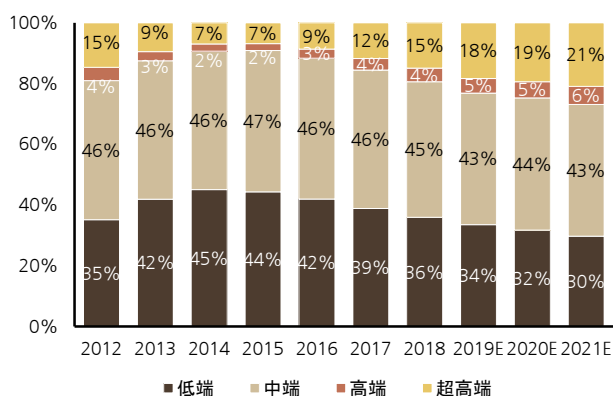


图表 52: 发达烈酒市场高端产品份额更大



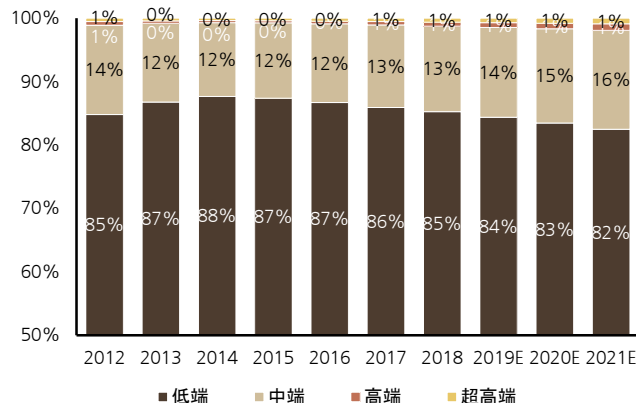
注:这些烈酒产品（伏特加酒、杜松子酒、其他混合苏格兰威士忌、黑朗姆酒和白朗姆酒）的分类完全基于定价，用典型品牌（通常销量领先者）作为基准价，指数设为 100%。基准品牌为中等价位品牌。  
来源:Euromonitor

图表 53: 白酒零售市场结构（按收入）



来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 54: 白酒零售市场结构（按销量）



来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

### 长期高端化进程中，中国白酒产业结构或已从金字塔形转向哑铃形

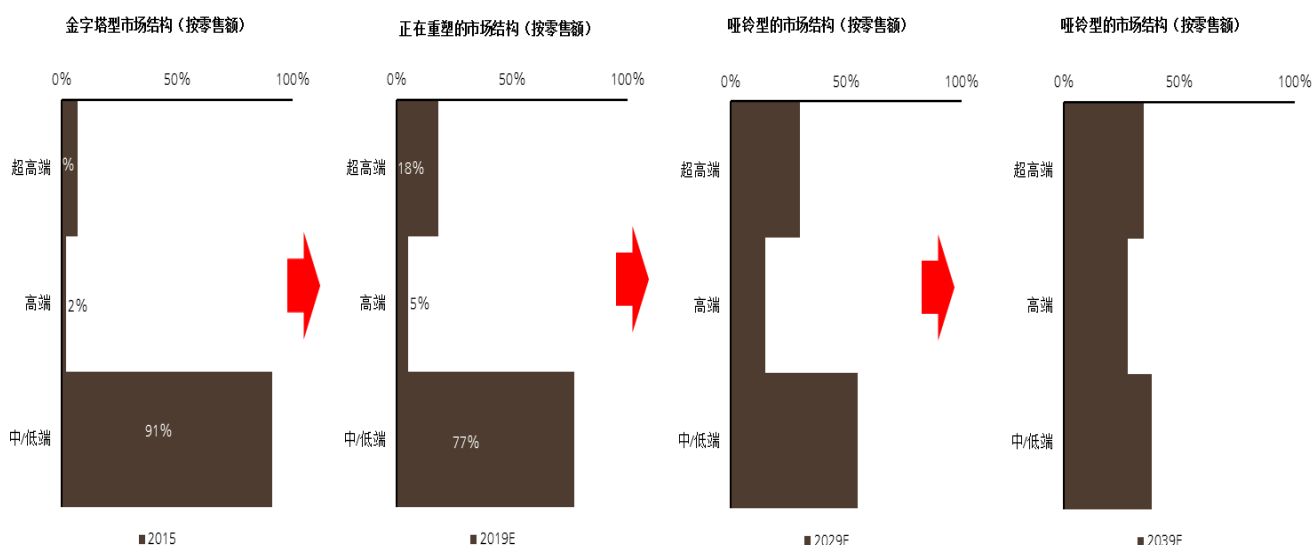
2013 年前，更高端领域由政府或政府相关消费主导，白酒高端化主要由政府和企业消费而非家庭驱动。

2015 年开始的白酒行业长上行周期主要由家庭高端化驱动，也有经济复苏和政务合规消费（政府合规要求限制官员白酒花费的金额）的原因。我们认为家庭主导的高端化或在长期内引领结构转型。

我们估算，更高端领域份额约为 23%（按销售额），较 2015 年仅约 9%有较大提升。由此，2015-19 年超高端和高端领域零售市场价值预计分别增长 2 倍以上。

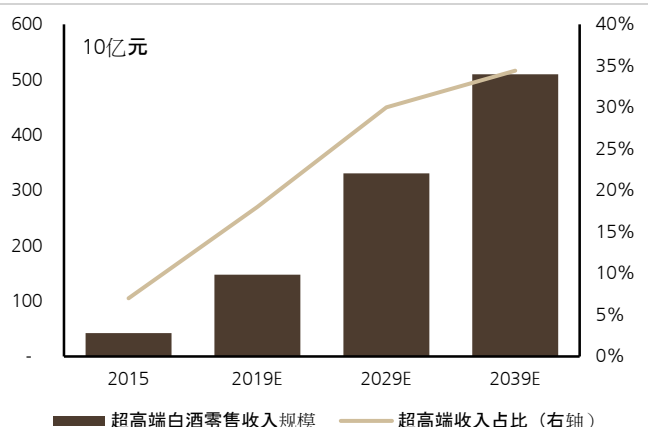
展望未来 1-2 年，超高端和高端领域仍有显著增长潜力，主要由于消费者消费升级使得行业结构从金字塔形渐变为哑铃形。我们预计 2019-29 年超高端领域零售市场价值增长 1 倍以上，高端领域增长接近 3 倍。

图表 55: 白酒产业结构由金字塔形向哑形转变



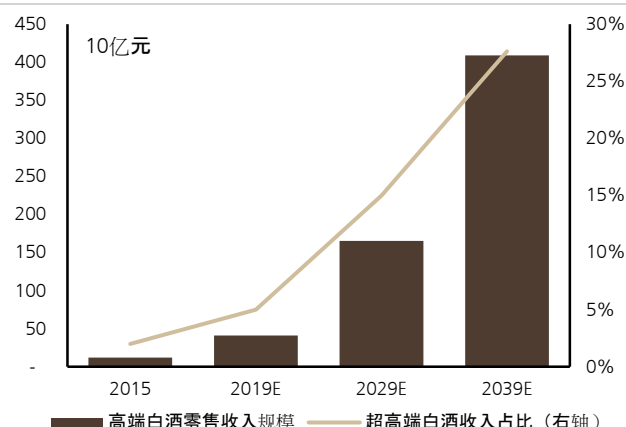
来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 56: 未来 10-20 年超高端白酒仍有可观增长潜力



来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 57: 未来 10-20 年高端白酒仍有可观增长潜力



来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

### 超高端领域竞争格局稳定，高端领域增速加快但结构性竞争加剧

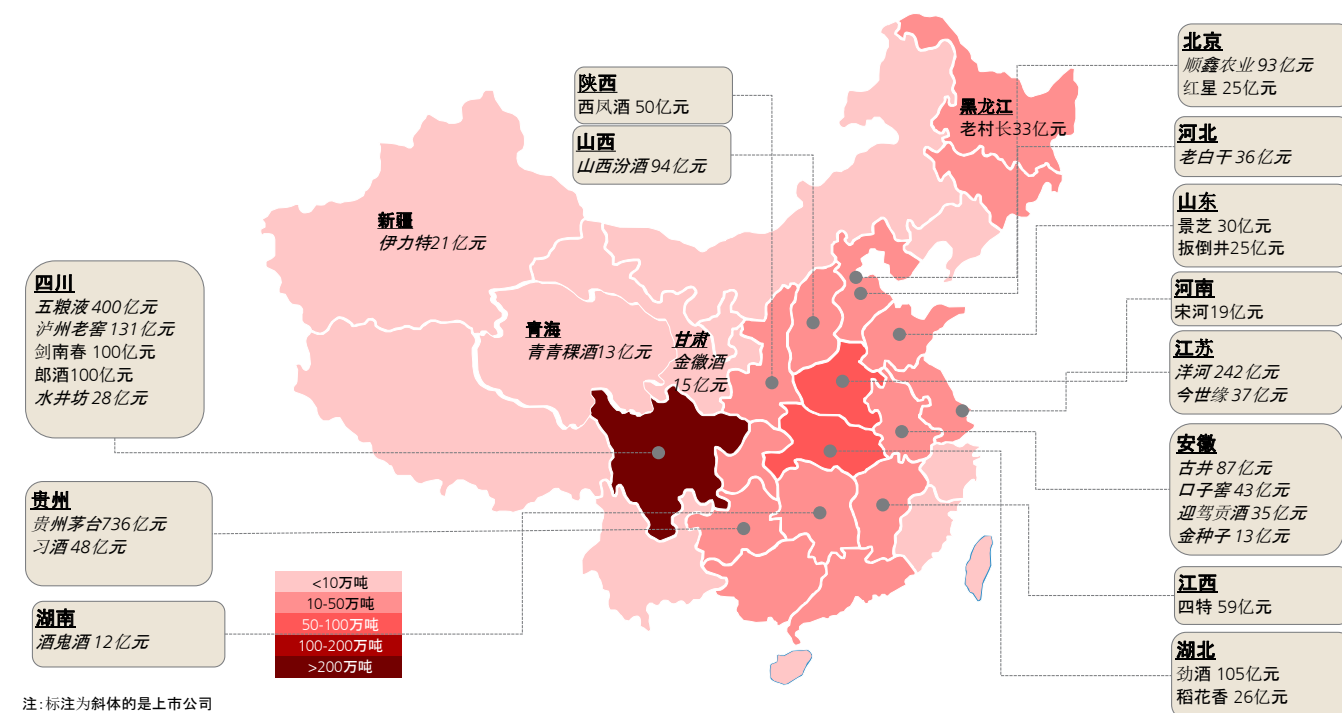
中/低端领域极为分散，我们认为其无法成为中国白酒行业主要增长引擎，因此本文不做讨论。不过我们认为某些子领域整合和高端化趋势或为一些企业带来增长机会。

**超高端领域**集中度显著较高且各价位板块内的竞争有限（尽管相邻价格带间存在一定的替代效应），得益于头部企业拥有强大的品牌资产和定价能力。这种市场结构表明：1）超高端白酒主要企业长期增长动力可能主要来自超高端产品消费量增长和价格提升；2）这类企业长期增长路径可见度更高。这些主要企业短期增长可能受宏观经济及其自身抗风险能力影响更大。我们认为超高端领域已成为稳定的寡头市场，增长前景可观。茅台、五粮液和泸州老窖竞争地位很难动摇，剩余几张门票将留将给那些有雄心、有能力的追随者。

**高端领域**目前较超高端领域销售额要小很多且更为分散。我们预计高端领域销售额增长快于超高端，主要由于随着时间推移，高端领域可直接受益于更大范围的中端领域消费升级。这种市场结构表明：1) 高端领域企业长期驱动力可能主要来自高端产品消费量增长，企业区域扩张及产品结构升级。2) 由于区域知名品牌、全国知名品牌和超高端领域企业旗下的高端品牌三者间结构性竞争加剧，高端领域主要企业长期增长可见性相对较低。因此，竞争也将影响高端领域企业短期增长，且高端领域尚未成为寡头市场。我们认为许多高端领域企业仍未证明其长期增长能力/潜力（估值决定因素）；在这场长期竞争中，山西汾酒等一些企业保持领先。

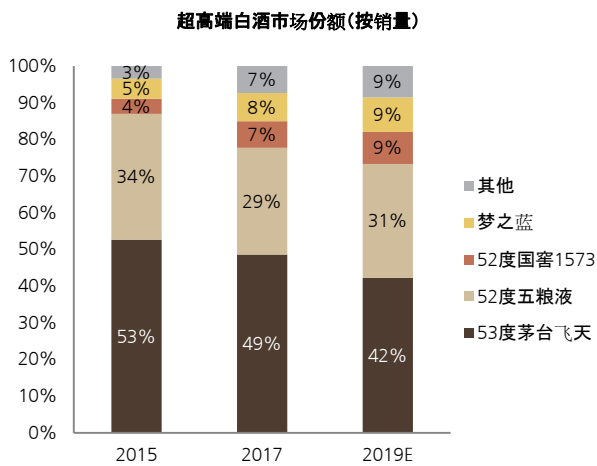
**图表 58: 全国主要白酒企业概况**

**中国各省白酒产量和主要白酒公司收入(2018)**



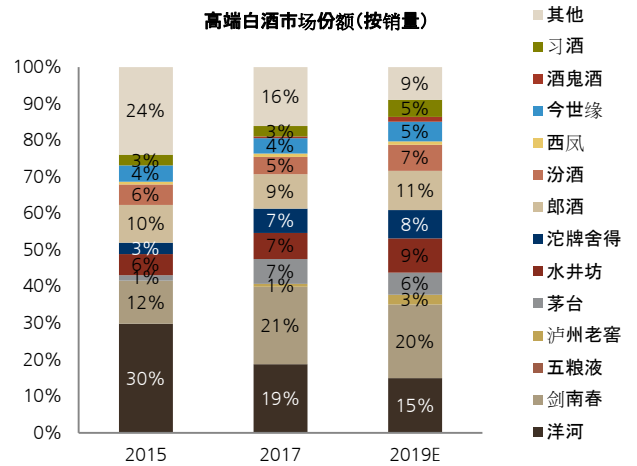
来源: 国家统计局, 公司数据

图表 59: 超高端领域的市占率情况 (按销量)



来源:Euromonitor, 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 60: 高端领域的市占率情况 (按销量)



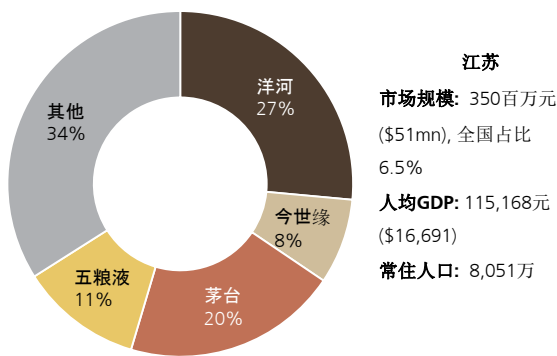
来源:Euromonitor, 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

### 从地理角度而言, 知名品牌长期仍有巨大市场空间可以探索

知名白酒企业走出本土市场开始区域扩张时通常瞄准满足以下条件的省级市场: 1) 人口众多, 各种场合均有良好饮酒文化和传统; 2) 经济增长健康; 3) 当地强势品牌较少。最符合这几点的省份包括山东和河南, 尽管这些标准可能不适用于超高端领域头部品牌。

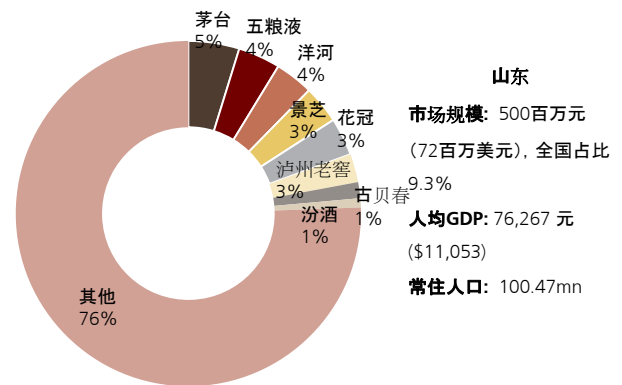
我们选取六个样本市场作为案例研究。其中一些市场拥有强势本地主导品牌, 另一些则没有。总体而言, 这些市场依然分散, 尽管知名品牌已在其中深耕多年。因此, 我们认为这些主要企业在拥有先发优势基础上应继续专注品牌提升、深度分销和管理改善, 并采取适当的产品、销量和价格战略来寻求长期可持续增长。

图表 61: 江苏省市占率 (按出厂销售额)



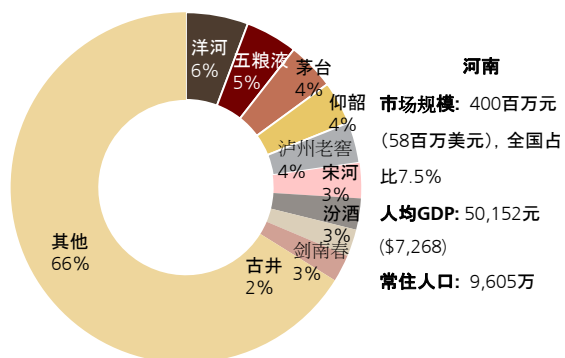
来源:国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 62: 山东省市占率 (按出厂销售额)



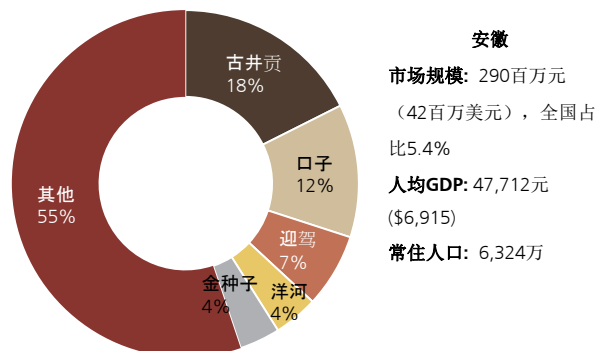
来源:国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 63: 河南省市占率 (按出厂销售额)



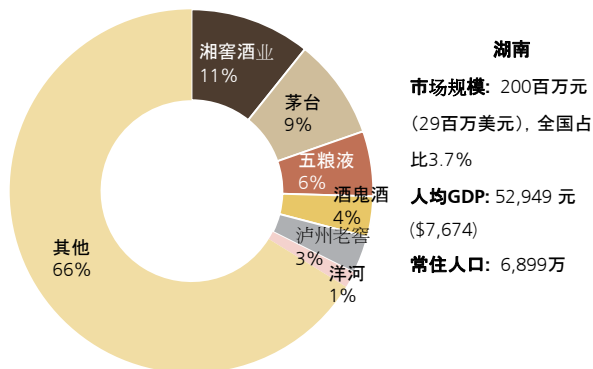
来源: 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 64: 安徽省市占率 (按出厂销售额)



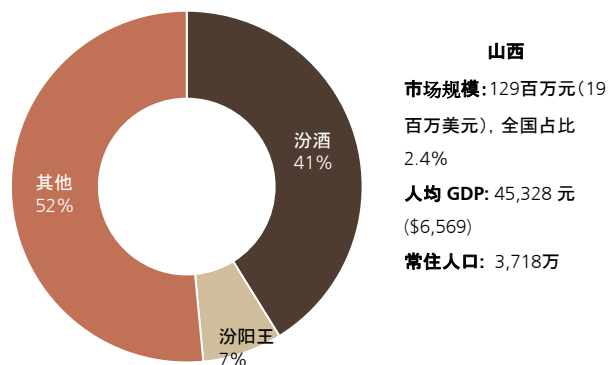
来源: 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 65: 湖南省市占率 (按出厂销售额)



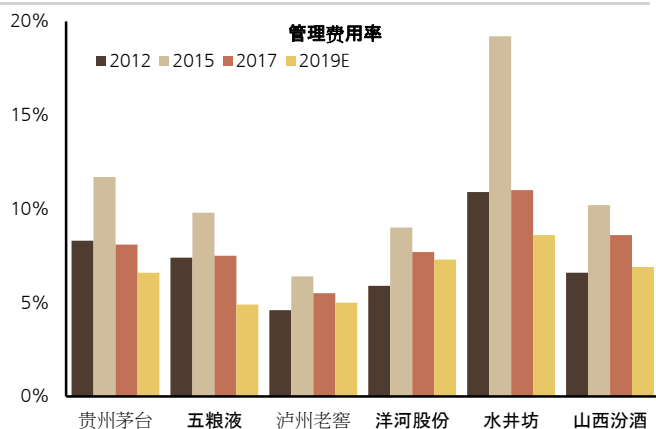
来源: 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 66: 按收入 (出厂口径) 看市占率 (山西)



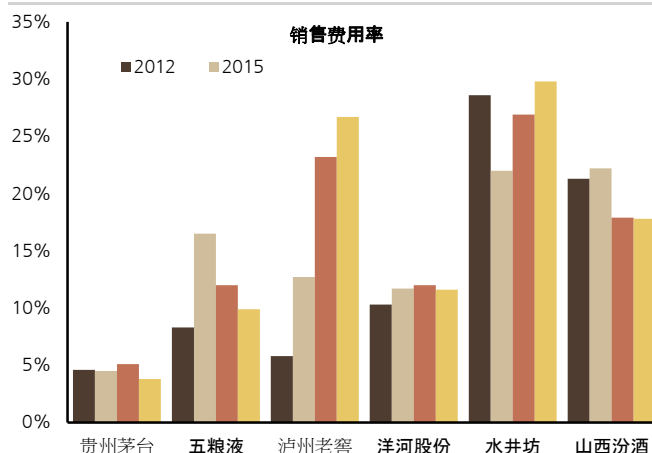
来源: 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券估算

图表 67: 得益于运营杠杆及管理效率提升, 领先企业销售管理费用率下降



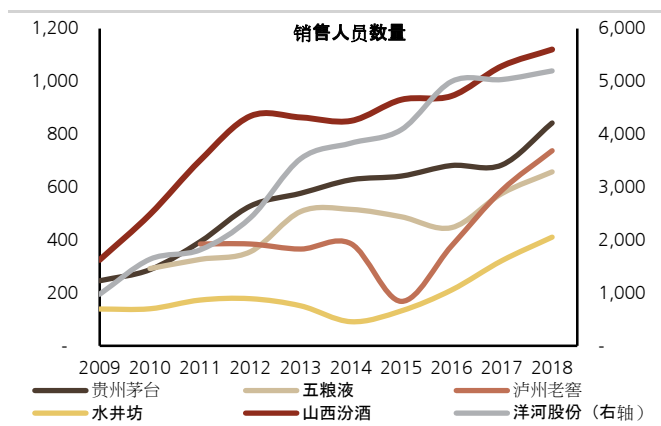
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 68: 销售费用率变化取决于销售模式



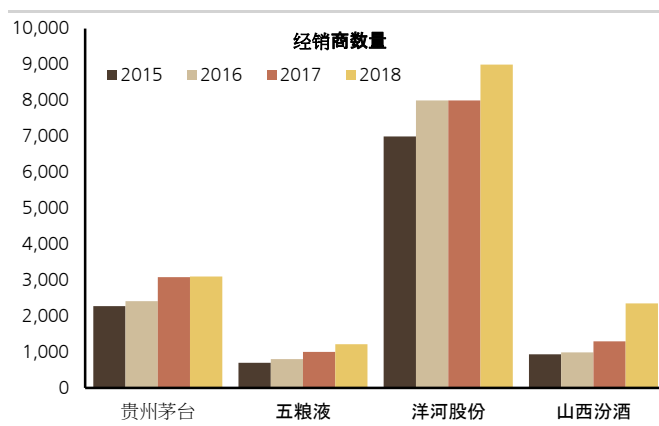
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 69: 领先企业销售队伍持续扩大



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 70: 领先企业经销商阵营扩大



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 关键问题

### 问:与最接近同类相比, 知名品牌零售价是否足够“安全”?

#### 瑞银证券观点

前三大品牌中, 普通 52 度五粮液的价格看起来“最安全”(消费者能接受该品牌的提价幅度越大, 改品牌的价格越安全), 其次为国窖 1573 零售价, 普通飞天茅台零售价(经销渠道)则过高。

#### 论据

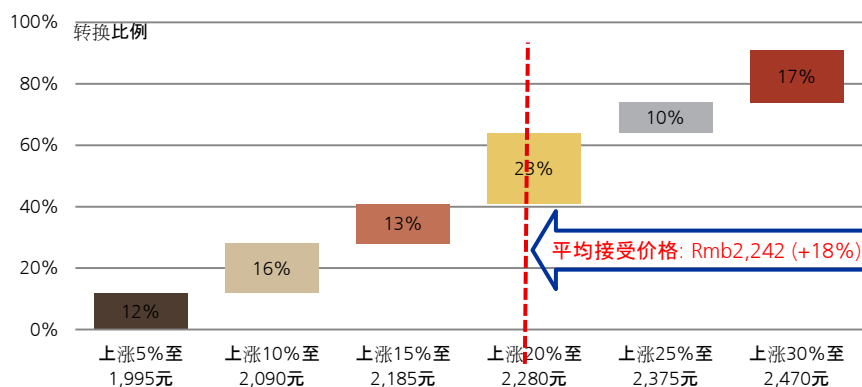
借助 UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查, 我们分析了各知名品牌间的价格替代效应, 结论如下:

1. 普通飞天茅台目前零售价(经销渠道)约为 2,300 元/500 毫升, 似乎偏高, 其部分消费者或转投普通 52 度五粮液。
2. 普通 52 度五粮液目前零售价约为 980 元/500 毫升, 看起来较为健康, 其消费者转投普通飞天茅台或国窖 1573 可能性较小。
3. 国窖 1573 目前零售价约为 850 元/500 毫升, 同样较为健康, 且有上行空间。
4. 知名品牌中, 普通 52 度五粮液零售价理论上黏性最强, 普通飞天茅台忠实拥趸群体最大。

#### 什么已反映在股价中?

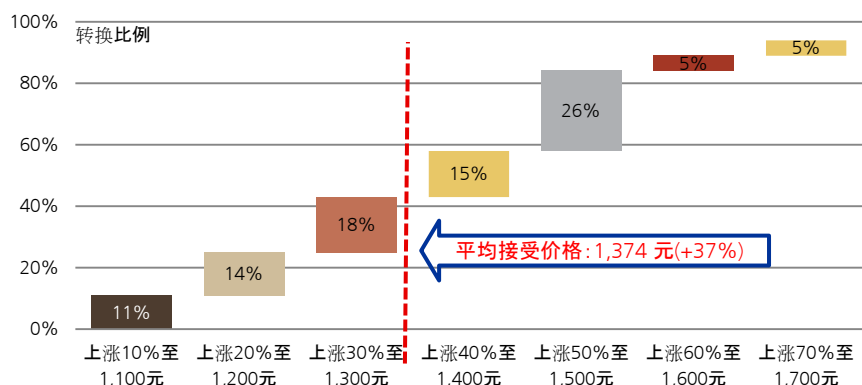
价格黏性方面, 普通 52 度五粮液可能强于投资者预期, 国窖 1573 或弱于市场预期。

图表 71: 预设普通飞天茅台零售价为 1,900 元/瓶, 普通五粮液零售价保持 1,900 元/瓶不变, 随着普通飞天茅台零售价上涨, 原普通飞天茅台消费者转投普通五粮液的比例(%, 2019 年 8 月)



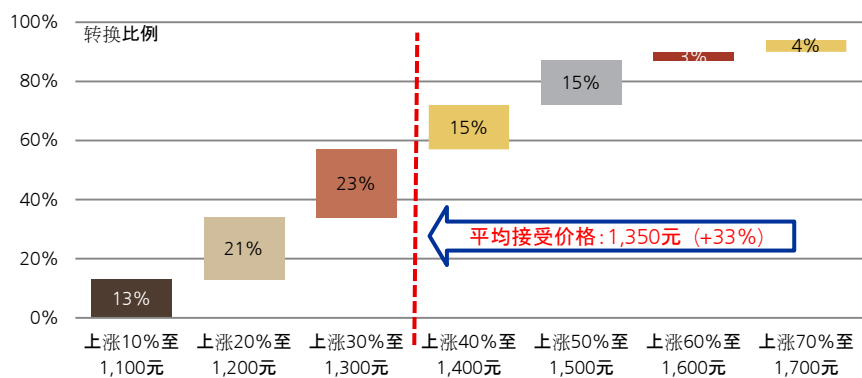
注: 预设价格指 UBS Evidence Lab 调查中所使用的价格。  
来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类调查

**图表 72: 预设普通五粮液零售价为 1,000 元/瓶，普通飞天茅台零售价保持 1,900 元/瓶不变，随着普通五粮液零售价上涨，原普通五粮液消费者转投普通飞天茅台的比例（%，2019 年 8 月）**



注：预设价格指 UBS Evidence Lab 调查中所使用的价格。  
来源:UBS Evidence Lab 中国高端酒类调查

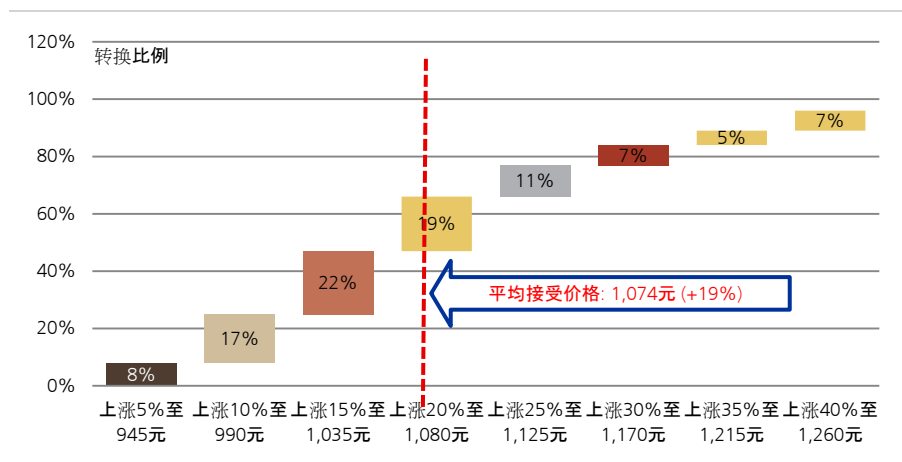
**图表 73: 预设普通五粮液零售价为 1,000 元/瓶，国窖 1573 零售价保持 900 元/瓶不变，随着普通五粮液零售价上涨，原普通五粮液消费者转投国窖 1573 的比例（%，2019 年 8 月）**



注：预设价格指 UBS Evidence Lab 调查中所使用的价格。  
来源:UBS Evidence Lab 中国高端酒类调查

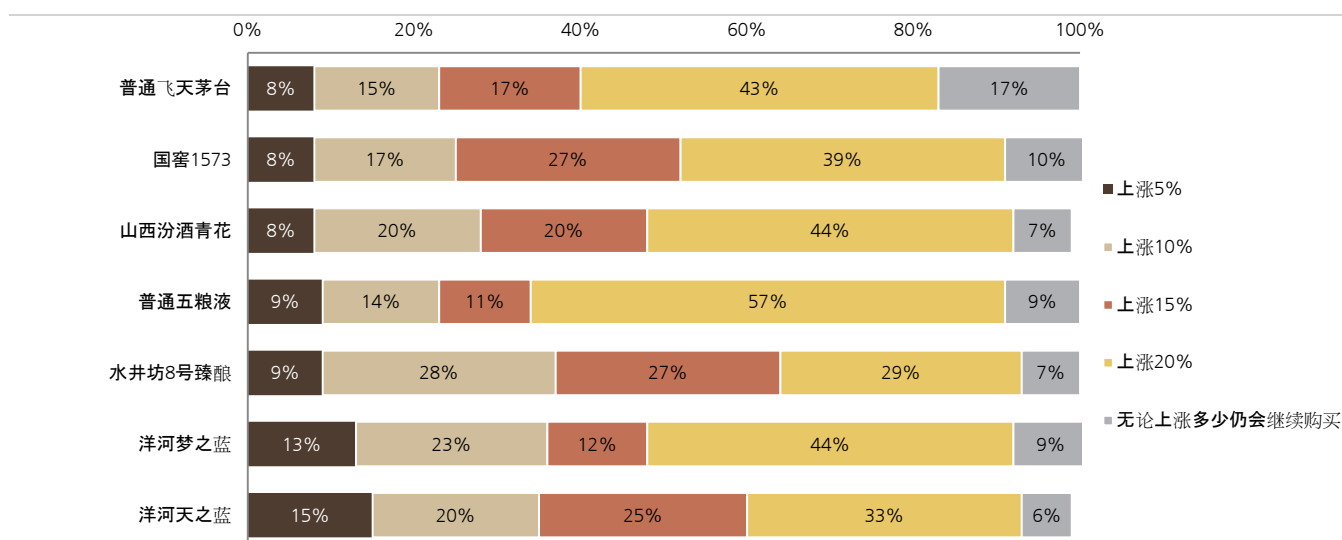


**图表 74: 预设国窖 1573 零售价为 900 元/瓶，普通五粮液零售价为 1,000 元/瓶不变，随着国窖 1573 零售价上涨，原国窖 1573 消费者转投普通五粮液的比例（%，2019 年 8 月）**



注：预设价格指 UBS Evidence Lab 调查中所使用的价格。  
来源:UBS Evidence Lab 中国高端酒类调查

**图表 75: 随着零售价上涨，原购买各产品的消费者转投其他白酒产品的比例（%，2019 年 8 月）**

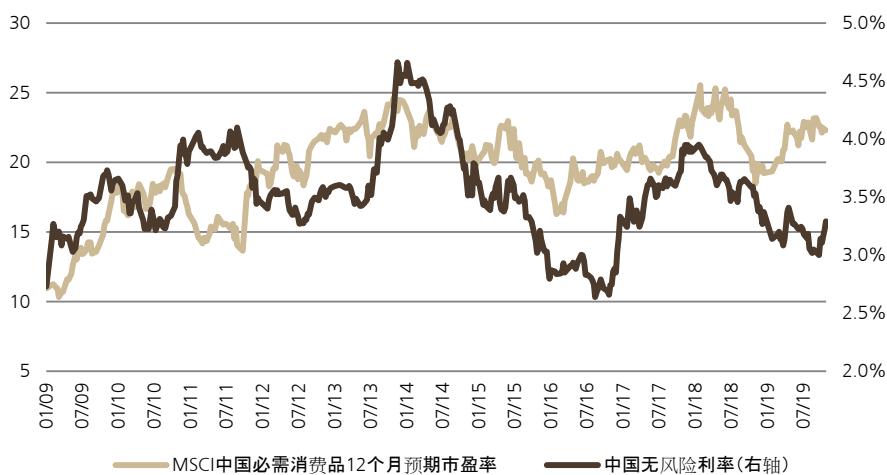


来源:UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

## 什么已反映在股价中？

[返回](#) ↑

MSCI中国必需消费品12个月预期市盈率vs中国无风险利率



Source: 汤森路透, 万得

## 无风险利率下降或有利必需消费品股票估值

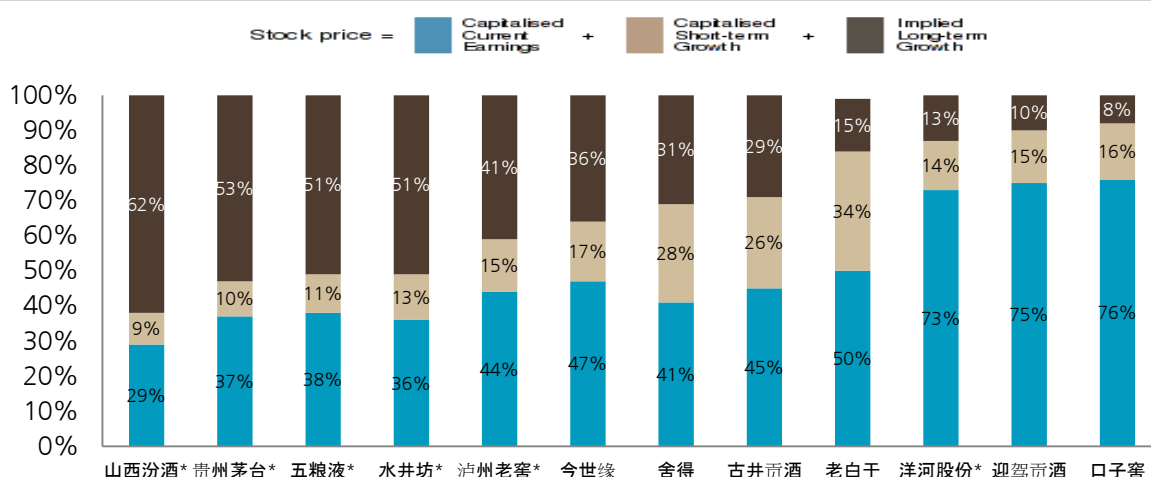
历史上，无风险利率下降通常有利于全球必需消费品股票估值，尤其盈利增长可见度较高的股票。放眼 2019 年后，我们认为，主要受由家庭主导的白酒高端化和行业持续整合支撑，领先白酒企业的周期性减弱而增长可见性高。因此，中国和全球无风险利率下降将令多数领先白酒企业市盈率受益。

## 剩余收益模型

我们的剩余收益分析表明，基于当前的股价，价值投资者给予领先白酒企业的长期增长价值比例整体上基本已恢复至 2019 年初以来相对高位，主要由于在中国经济不确定性上升情况下，今年这些企业盈利仍有稳定增长。

但洋河股份不在其中，更是年初以来中国白酒板块最大落后者，主要因其遭遇短期渠道问题导致增长停滞。不过我们认为，在其一直以来的高端化驱动全国布局战略支撑下，洋河长期增长前景不变，且公司已在积极解决短期问题。按当前股价中长期增长所占比例，洋河远不及主要同业，表明投资者或因公司短期战略调整而低估其长期前景。

图表 76: 瑞银剩余收益模型 (2019 年 12 月)



\*为瑞银证券估算, 其余基于万得。  
来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

### 未来 12 个月动态市盈率

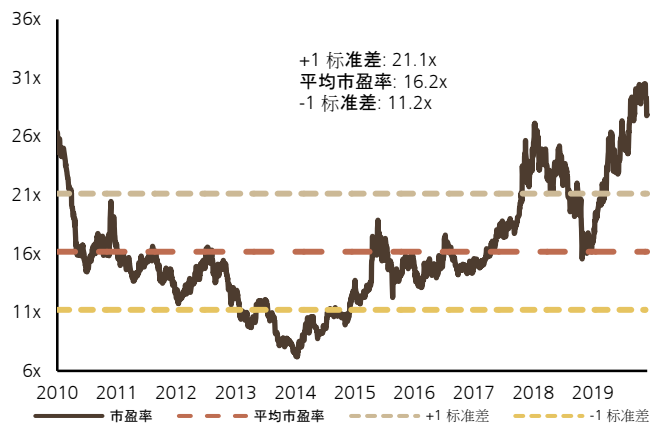
我们覆盖的领先白酒企业（茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、水井坊和山西汾酒）当前股价对应 12 个月动态市盈率为 16-30x，高于其历史均值（14-31x）。

但鉴于过去几年资本市场环境和公司基本面经历重大变化，我们认为将历史均值作为基准并不适合。

- **2010-12:** 2010-2012 年领先白酒企业净利润增长 143%，但 2010 年 1 月至 2012 年 12 月，其股价涨幅较慢，动态市盈率倍数也相应下调。
- **2013-Q114:** 随着净利润增速从 2012 年的 55% 降至 2014 年的 -18%，领先白酒企业动态市盈率进一步降至 8-9x（泸州老窖、山西汾酒和水井坊除外，它们当时净利润很小甚至为负，因此其市盈率不具有意义）。由于白酒价格泡沫破裂（基本系政府反腐间接所致），行业/公司基本面及投资者预期出现恶化，导致领先白酒企业股价大跌。
- **Q114-Q118:** 前期股价调整过度之后，领先白酒企业整体净利润增速从 2014 年的 -18% 恢复至 2017 年的 47%，动态市盈率自 Q114 起开始上调（泸州老窖除外），一其后得到基本面改善支撑。
- **Q218-Q418:** 经济增长放缓（中美贸易紧张局势升级加剧这种担忧）和中国消费放缓背景下，投资者对更高端白酒需求前景担忧加剧，导致领先白酒企业动态市盈率在 Q2-Q418 持续波动并在 Q418 大幅缩减。
- **2019 至今:** 前三季度盈利稳健增长 27%（洋河除外）且在由家庭主导的白酒消费高端化持续背景下，更高端白酒需求仍然健康。受此推动，领先白酒企业动态市盈率已大幅回升。投资者先前对需求前景过于悲观的观点看来已基本转向。
- 除领先白酒企业基本面改善外，我们认为 A 股市场一些变化可能会推动估值从 2011-15 年的水平上调。这些变化包括：1) 投资者风险偏好相对下降（2016 年前，投资者通常追逐成长股，而多数优质蓝筹股估值出现折

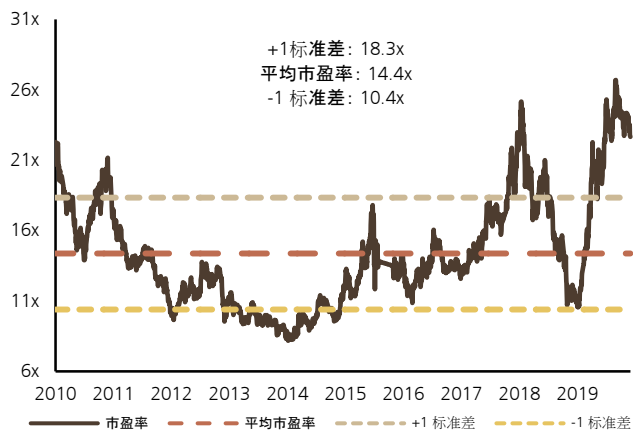
让)；更重要的是，2) 越来越多的外国投资者通过 QFII 和沪深港通机制进行交易，并且自 A 股市场纳入 MSCI 以来，资金流入已大幅增长。中国资本市场全球化趋势持续也会继续为估值提供支撑。

图表 77: 茅台 12 个月动态市盈率



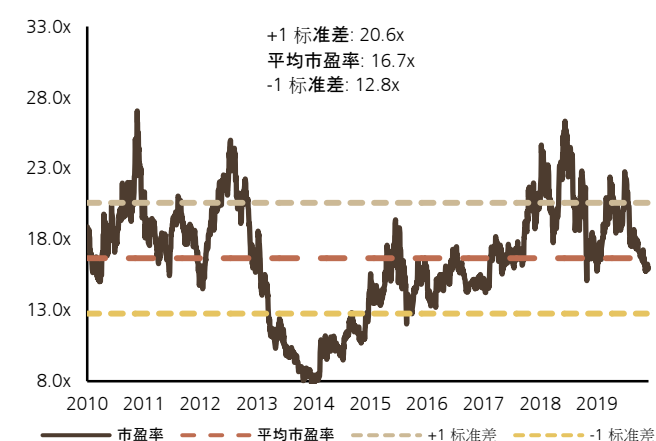
来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

图表 78: 五粮液 12 个月动态市盈率



来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

图表 79: 洋河股份 12 个月动态市盈率



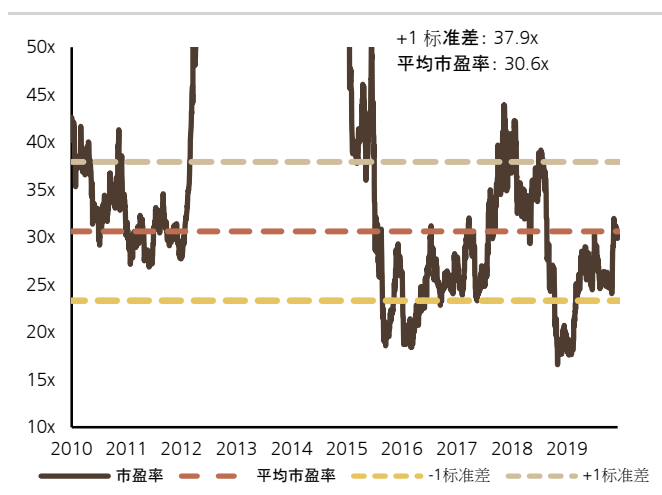
来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

图表 80: 泸州老窖 12 个月动态市盈率



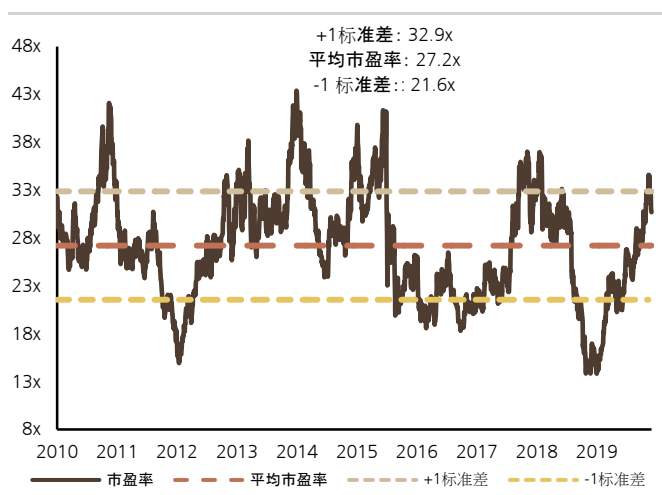
来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

图表 81: 水井坊 12 个月动态市盈率



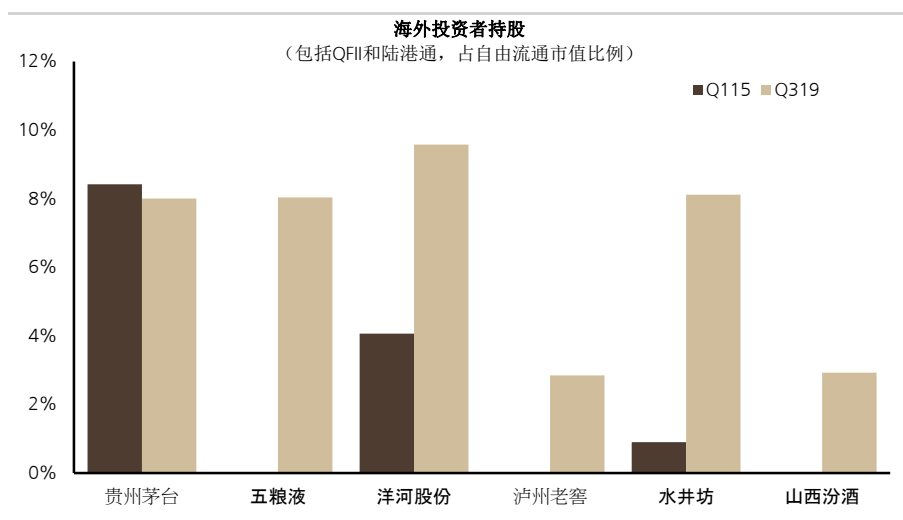
来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

图表 82: 山西汾酒 12 个月动态市盈率



来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

图表 83: 外国投资者在领先白酒企业中的持股大增



来源: 万得

### 全球酒类同行估值比较

主要白酒企业（茅台、五粮液、洋河股份、泸州老窖、水井坊和山西汾酒）当前股价对应 16-30x 2020E PE，对比全球烈酒同业均值为 26x。相比国际企业，领先白酒企业增长前景更好且 ROIC 更高，因此我们认为其估值溢价合理。我们认为一些领先白酒品牌长期价值可能仍被投资者低估。

图表 84: 白酒企业与国际酒类企业估值表

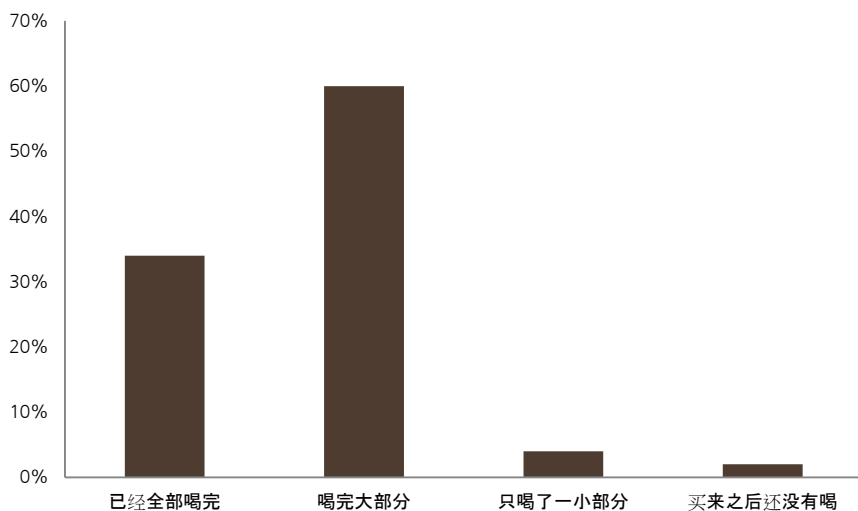
	市值 (百万美元)(当地货币)	股价	市盈率		EPS CAGR 19E-21E	EV/EBITDA		市净率		ROE		股息收益率		PEG 19E-21E
			20E	21E		20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
<b>中国内地/香港</b>														
贵州茅台*	199,926	1,122.33	27.2x	22.6x	20.4%	18.1x	14.7x	8.4x	7.0x	34.1%	34.0%	2.0%	2.4%	1.33
五粮液*	70,703	128.45	22.6x	19.0x	22.0%	14.6x	11.9x	5.6x	4.9x	27.4%	28.1%	2.7%	3.4%	1.03
洋河股份*	21,366	99.98	16.0x	13.6x	19.9%	10.1x	8.3x	3.6x	3.2x	24.0%	25.3%	4.1%	5.0%	0.80
泸州老窖*	16,974	81.72	20.5x	17.5x	20.6%	13.8x	11.5x	5.3x	4.7x	28.1%	28.8%	3.2%	3.7%	1.00
山西汾酒*	10,886	88.08	30.2x	25.7x	20.6%	20.3x	17.1x	8.4x	7.2x	30.2%	30.1%	3.3%	3.9%	1.46
水井坊*	3,915	56.51	30.2x	25.6x	18.1%	20.8x	17.4x	10.5x	8.3x	38.4%	35.6%	1.3%	1.6%	1.67
古井贡酒	7,079	113.50	20.1x	16.2x	25.2%	11.9x	9.5x	4.7x	3.7x	24.9%	24.8%	1.7%	1.9%	0.80
今世缘	5,385	30.31	20.8x	17.0x	24.4%	13.9x	11.8x	4.3x	3.5x	21.6%	22.0%	1.6%	1.8%	0.85
顺鑫农业	5,150	49.02	25.3x	19.2x	31.4%	16.2x	13.5x	3.8x	3.3x	15.2%	16.5%	1.2%	1.4%	0.81
口子窖	4,521	53.20	15.0x	13.0x	15.8%	10.5x	8.7x	3.6x	3.0x	24.5%	23.2%	2.6%	2.2%	0.95
沱牌舍得	1,388	29.06	19.6x	-	-	13.3x	-	3.0x	-	16.1%	-	0.9%	-	-
酒鬼酒	1,706	37.07	31.5x	23.5x	35.3%	22.8x	-	4.4x	3.8x	14.2%	16.1%	0.9%	0.8%	0.89
青青稞酒	660	10.35	32.3x	27.2x	49.5%	16.6x	14.2x	-	-	-	-	-	-	0.65
<b>平均</b>			<b>24.0x</b>	<b>20.0x</b>	<b>25.3%</b>	<b>15.6x</b>	<b>12.6x</b>	<b>5.5x</b>	<b>4.8x</b>	<b>24.9%</b>	<b>25.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>1.02</b>
<b>中值</b>			<b>22.6x</b>	<b>19.1x</b>	<b>21.3%</b>	<b>14.6x</b>	<b>11.9x</b>	<b>4.6x</b>	<b>3.8x</b>	<b>24.7%</b>	<b>25.3%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.2%</b>	<b>0.92</b>
<b>国际</b>														
Remy Cointreau	6,266	112.80	28.9x	25.7x	12.4%	19.6x	19.4x	3.8x	3.5x	12.2%	13.2%	1.7%	1.7%	2.33
Constellation Brands	35,190	184.49	20.3x	17.4x	11.0%	15.7x	16.5x	2.9x	2.7x	12.3%	14.3%	1.6%	1.7%	1.84
Diageo	94,576	31.18	21.4x	19.9x	7.6%	18.0x	17.5x	8.4x	8.3x	38.9%	41.1%	2.3%	2.5%	2.82
Pernod Ricard	47,820	162.65	22.1x	20.0x	10.7%	17.8x	16.3x	2.5x	2.4x	11.1%	11.7%	2.1%	2.3%	2.06
Brown-Forman	31,206	66.70	35.3x	32.7x	7.3%	27.5x	27.1x	16.3x	13.8x	47.0%	42.9%	1.0%	1.1%	4.83
Anheuser-Busch Inbev	133,224	71.03	16.8x	15.4x	5.5%	11.2x	10.8x	2.0x	1.8x	12.7%	12.9%	2.5%	1.1%	3.07
Carlsberg	22,251	992.00	22.3x	20.2x	10.2%	11.8x	11.2x	3.3x	3.2x	14.9%	15.9%	2.2%	2.4%	2.18
Molson Coors	10,869	50.10	12.4x	12.0x	-1.6%	8.7x	9.0x	0.8x	0.7x	6.5%	6.6%	4.5%	4.6%	(7.90)
Heineken	59,848	93.80	19.8x	18.4x	7.7%	12.6x	12.0x	3.2x	2.9x	16.2%	16.4%	1.9%	2.1%	2.56
Asahi	23,480	5,274.00	14.1x	13.2x	11.2%	11.0x	9.8x	1.7x	1.6x	12.8%	12.0%	2.2%	2.4%	1.26
Kirin	20,448	2,430.00	15.0x	13.8x	50.0%	12.9x	10.7x	2.2x	2.0x	14.6%	14.7%	2.8%	3.1%	0.30
Thai Beverage	16,299	0.89	18.0x	16.7x	10.6%	18.9x	16.6x	3.6x	3.3x	21.3%	20.4%	2.8%	3.0%	1.70
Treasury Wine	8,596	17.44	21.8x	18.7x	18.4%	17.4x	14.7x	3.2x	3.0x	13.9%	15.7%	2.7%	3.3%	1.18
<b>平均 (烈酒)</b>			<b>25.6x</b>	<b>23.2x</b>	<b>9.8%</b>	<b>19.7x</b>	<b>19.4x</b>	<b>6.8x</b>	<b>6.1x</b>	<b>24.3%</b>	<b>24.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.78</b>
<b>中值 (烈酒)</b>			<b>22.1x</b>	<b>20.0x</b>	<b>10.7%</b>	<b>18.0x</b>	<b>17.5x</b>	<b>3.8x</b>	<b>3.5x</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.33</b>
<b>平均 (全部)</b>			<b>20.6x</b>	<b>18.8x</b>	<b>12.4%</b>	<b>15.6x</b>	<b>14.7x</b>	<b>4.1x</b>	<b>3.8x</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.18</b>
<b>中值 (全部)</b>			<b>20.3x</b>	<b>18.4x</b>	<b>10.6%</b>	<b>15.7x</b>	<b>14.7x</b>	<b>3.2x</b>	<b>2.9x</b>	<b>13.9%</b>	<b>14.7%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.18</b>

\*为瑞银证券估算, 其余基于汤森路透. 以上数据截至 2019 年 12 月 4 日  
来源:汤森路透, 瑞银证券估算

## UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查与白酒有关的其他洞察

### 茅台开瓶率较高

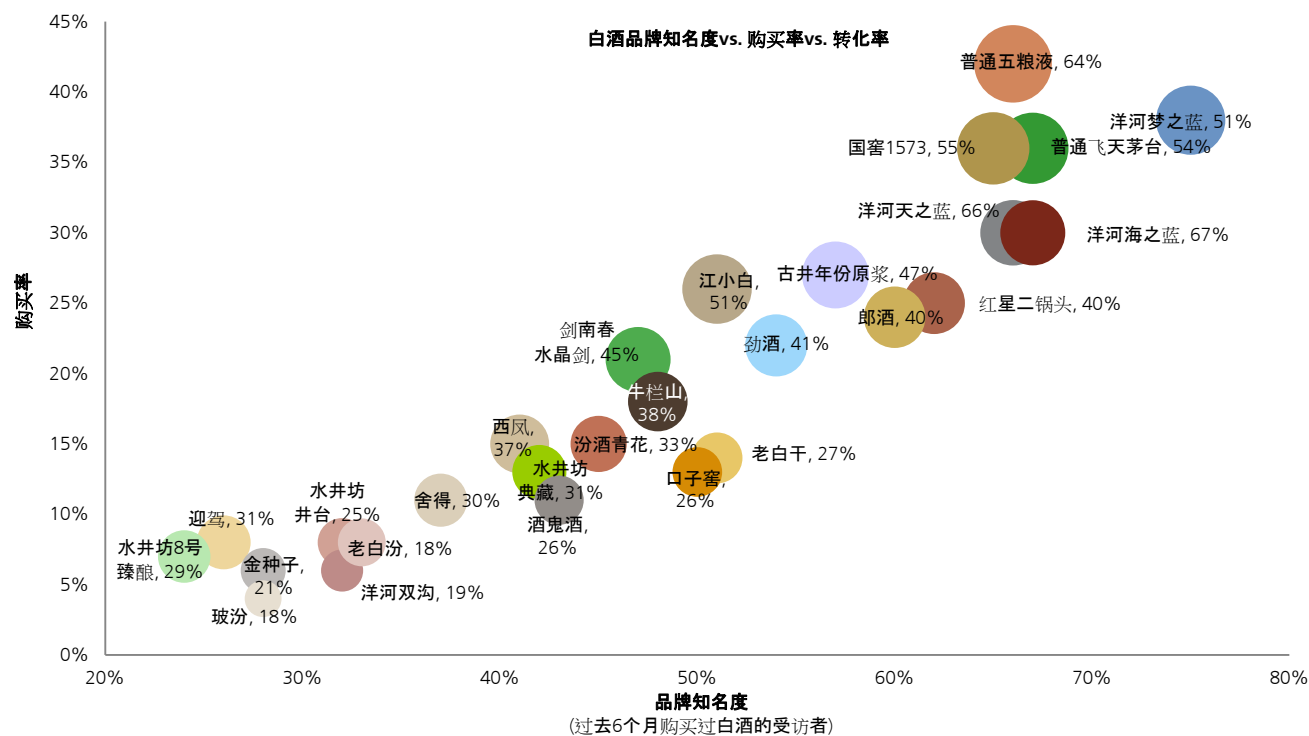
图表 85: 过去 6 个月购买的普通飞天茅台开瓶率 (2019 年 8 月)



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

### 主要白酒品牌购买渗透率研究

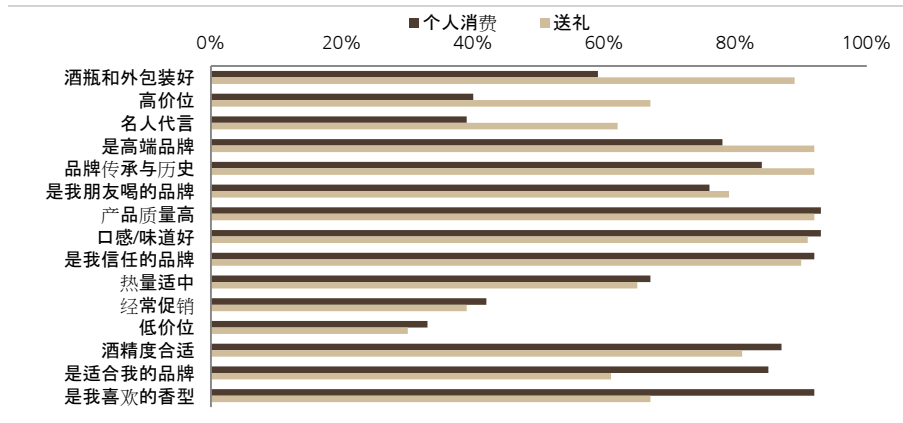
图表 86: 主要白酒品牌购买转化率 (购买率/品牌知名度) (2019 年 8 月)



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

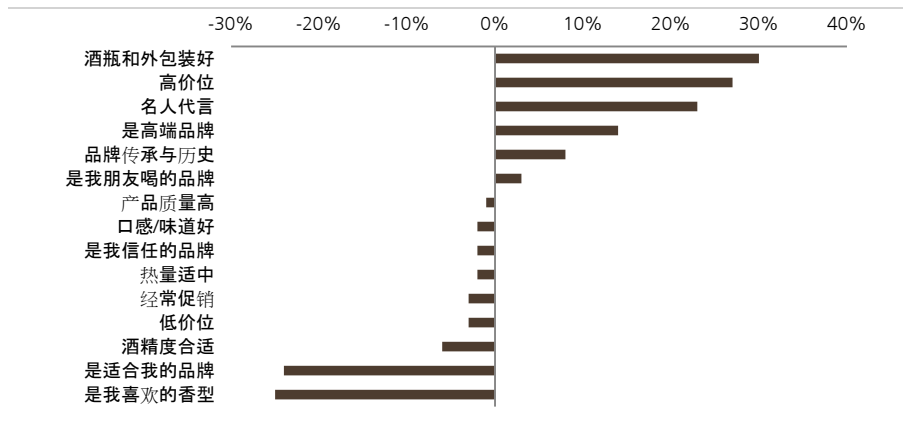
## 购买白酒时所考虑的因素及品牌认知

图表 87: 购买白酒时所考虑因素的重要性 – 个人消费和送礼 (2019 年 8 月)



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

图表 88: 购买白酒考虑因素的重要性 – 送礼减去个人消费 (2019 年 8 月)



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

图表 89: 认同某种特质与各白酒产品紧密相关的受访者占比 (2019 年 8 月)

产品特质差异 (各产品-白酒整体)	普通飞天茅台	普通五粮液	泸州老窖 国窖1573	洋河 梦之蓝	洋河 天之蓝	洋河 海之蓝
低价位	9%	-2%	-9%	0%	2%	7%
高价位	25%	14%	7%	2%	-4%	-14%
口感/味道好	4%	4%	4%	2%	-2%	-1%
产品质量高	6%	-1%	2%	-3%	-2%	-2%
经常促销	5%	6%	-9%	9%	-5%	-9%
名人代言	7%	8%	0%	7%	-2%	-10%
是我信任的品牌	3%	3%	4%	-7%	3%	-6%
是适合我的品牌	3%	-3%	2%	-1%	5%	-1%
是我朋友喝的品牌	2%	-3%	5%	4%	-1%	-6%
是高端品牌	13%	4%	7%	-7%	-2%	-6%
热量适中	4%	-2%	-3%	5%	-6%	-8%
酒精度合适	4%	-2%	2%	-1%	0%	-1%
是我喜欢的香型	9%	-3%	3%	3%	3%	-3%
酒瓶和外包装好	2%	1%	-6%	4%	8%	0%
品牌传承与历史	9%	-1%	6%	-5%	-6%	-2%

来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查



**\*UBS Evidence Lab** 是一个独立于瑞银研究部的卖方专家团队，工作范围覆盖 12 个专业领域以及 45 个细分研究室，致力于创建对公司、行业或市场热点问题能够提供深入洞察的数据。每个月，该团队会利用一系列工具和技术来收集、清洗和关联数十亿项数据，进而将其转化为可用于投资研究的论据。从 2014 年起，瑞银研究部分析师一直都得到 UBS Evidence Lab 的专业支持，并基于后者提供的论据撰写了逾 6000 篇特色鲜明的瑞银研究报告。UBS Evidence Lab 本身不提供研究、投资建议或意见，仅为瑞银研究部及其客户提供富于洞见的数据集以进行进一步分析。

UBS Evidence Lab 于 2019 年 8 月在中国大陆 1 线和 2 线城市进行了一次在线调查，共采访了 1,050 名富裕消费者，他们至少每月购买一次酒精饮料，而且必须在干邑、威士忌或白酒花费上分别满足一定标准。本报告主要使用了 UBS Evidence Lab 的中国高档酒类需求调查和中国白酒消费调查。从总样本（1,050 人）中所得结论的潜在抽样误差为 +/- 2.48%，置信度 90%。

这是本系列的第 11 次调查。此前 10 次在线调查进行的时间分别为 2014 年 7 月、2015 年 1 月、2015 年 7 月、2016 年 1 月、2016 年 7 月、2017 年 1 月、2017 年 10 月、2018 年 1 月、2018 年 7 月和 2018 年 12 月。

## 估值方法及风险声明

我们基于现金流贴现法得出洋河股份、五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒和水井坊的目标价。

我们认为主要风险包括：1) 经济低迷（包括房地产投资急剧放缓、房价下跌等），可能损及对超高端和高端白酒的需求；2) 竞争加剧可能影响酒企盈利能力；3) 在需求形势仍健康的情况下，可能出现产能限制而拖累销售增长；4) 国企体制，恐抑制某些酒企的增长潜能；5) 政府的相关监管法规或政策（如消费税改革）可能会对公司盈利能力造成负面影响；6) 可能破坏品牌形象的食品安全问题；7) 战略错误或执行风险。

## 首次覆盖

**山西汾酒**
**UBS Evidence Lab inside: 国企改革助力清香龙头释放品牌价值**
**首次覆盖中国第五大白酒公司，给予中性评级**

我们首次覆盖山西汾酒，给予中性评级。作为中国第五大白酒公司（根据2018年收入），山西汾酒是清香型白酒的领导品牌。我们认为汾酒稳健的区域扩张有望继续释放其品牌价值，受益于青花随高端白酒板块增长及玻汾对低端白酒板块的整合，2019-21年公司收入/利润年均复合增速有望达到17%/21%。此外，2017年年初以来的积极国企改革持续推动公司的竞争力和治理水平改善，增强了我们对汾酒增长前景的信心。但我们认为公司2020年预期市盈率的大幅提升（至30倍）已公允反映汾酒增长的可持续性和可见性。

**山西省外的区域扩张仍在路上**

我们认为，汾酒能取得省外增长的根本性优势在于：所传承的强大品牌资产（清香型白酒龙头）、广受认可的产品以及在华北较广的消费者基础。经过约三年的省外扩张，汾酒在省外依靠市占率提升带来的增长潜力仍然较大。我们预测2019-21年公司的省外收入年均复合增速为25%（2016-19为43%），原因有：1）销售网络进一步向全国拓展；2）在高端/低端白酒板块有深受消费者认可、多元化的产品组合；3）稳固的基地市场能为区域扩张提供支撑，这与大多数同业相比有比较优势；4）销售团队持续提升。

**积极的国企改革持续推动价值创造**

我们预计汾酒在多个领域（销售及营销、管理与公司治理等）积极的国企改革将继续提升其竞争力，并持续为股东创造价值。更可喜的是，与华润的合作有望助力汾酒从传统白酒生产者向现代消费品企业转型。另外，公司2018年的员工股票激励计划大幅提高了未来几年的盈利可见性。

**估值：目标价90.00元（WACC 9.2%），首次覆盖给予中性评级**

汾酒当前30倍的2020年预期市盈率高于历史/行业均值（27/23倍），我们认为这能被公司的高增长潜力和可见性所佐证。我们基于现金流折现的目标价对应2020年预期市盈率31倍。

**Equities**

中国	
酿酒业	
12个月评级	中性
	之前: 未予评级
12个月目标价	Rmb90.00
	之前: -
股价(2019年12月04日)	Rmb88.08
路透代码: 600809.SS 彭博代码 600809 CH	
<b>交易数据和主要指标</b>	
52周股价波动范围	Rmb98.70-33.08
市值	Rmb76.8十亿/US\$10.9十亿
已发行股本	872百万(ORDA)
流通股比例	28%
日均成交量(千股)	5,088
日均成交额(Rmb百万)	Rmb433.9
普通股股东权益(12/19E)	Rmb7.73十亿
市净率(12/19E)	9.9x
净债务/EBITDA	NM
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 %市场预测
12/19E	- 2.36 - 2.26
12/20E	- 2.92 - 2.79
12/21E	- 3.43 - 3.32

陈阳

分析师

S1460516060001

brad-a.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8985

苏洛辉

研究助理

frank.su@ubssecurities.com

+86-213-866 8811

重要数据(Rmb百万)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
营业收入	4,405	6,361	9,382	11,773	13,915	16,057	18,437	21,117
息税前利润(UBS)	902	1,370	2,146	2,868	3,482	4,079	4,791	5,614
净利润(UBS)	605	952	1,467	2,053	2,545	2,988	3,517	4,141
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.70	1.10	1.69	2.36	2.92	3.43	4.04	4.75
每股股息(Rmb)	0.70	1.10	1.69	2.36	2.92	3.43	4.04	4.75
现金/(净债务)	1,138	1,259	1,089	2,235	3,975	3,890	6,180	7,483
<b>盈利能力和估值</b>								
息税前利润率(%)	20.5	21.5	22.9	24.4	25.0	25.4	26.0	26.6
ROIC(EBIT)(%)	25.2	34.3	44.3	51.5	62.2	64.9	69.2	78.3
EV/EBITDA(core)x	15.9	22.2	19.1	24.9	20.3	17.1	14.4	12.0
市盈率(UBS, 稀释后)(x)	29.0	36.3	30.6	37.3	30.2	25.7	21.8	18.5
权益自由现金流(UBS)收益率%	2.7	2.6	2.0	2.2	3.7	1.7	5.1	4.2
净股息收益率(%)	3.4	2.8	3.3	2.7	3.3	3.9	4.6	5.4

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2019年12月04日18时58分的股价(Rmb88.08)得出;

## 瑞银证券 研究 主题页

我们的观点与本文内容概览

[图示主题→](#)

## 关键问题

**问：经济不确定性已影响到商务相关消费，不断上升的家庭消费能支撑 2019-21 年更高端白酒需求吗？**

能。我们认为，短期内，更高端白酒的家庭需求保持健康且向其消费升级或令更高端白酒（零售）收入持续增长。长期看，更高端白酒向家庭主导型消费转型或刚行至半途。

[更多→](#)

**问：经过 2016-19 年的快速增长后，汾酒的省外扩张战略能否帮助其在 2019-21 年保持较高的收入年复合增速？**

能，我们预计 2019-21 年公司在山西省外的收入将以 25% 的年复合速度增长，主要受双核心产品青花和玻汾推动：1) 公司处于全国扩张的早期，环山西市场强势品牌不多；2) 在华北市场的品牌知名度高，且在清香型白酒处于龙头地位；3) 销售网络扩张和市场营销投入不断加大；4) 国企改革和与华润战略合作背景下的管理改善。

[更多→](#)

**问：汾酒净利率已连续五年稳步回升，2020-21 年能否进一步改善？**

能，但我们预计在下列因素的共同影响下，2020-21 年净利率年均或仅温和提升 0.6 个百分点：1) 同时聚焦高/低端产品（青花/玻汾）的策略带来温和的毛利率扩张；2) 对渠道和品牌的销售费用投入升高以在不断加剧的竞争中实现省外扩张；及 3) 受益国企改革和正经营杠杆，管理费用率下降。

[更多→](#)

## 瑞银证券观点

我们首次覆盖山西汾酒，给予中性评级。我们认为区域扩张可望继续帮助释放汾酒的品牌价值，2019-21 年公司收入/利润年均复合增速或分别达 17%/21%。我们预计青花和玻汾将是两大收入增长点。此外，汾酒积极的国企改革或将进一步推动价值创造。但是，我们认为汾酒当前 30 倍的 2020 年预期市盈率已公允反映其良好的增长前景和可见性。

## 论据

据 UBS Evidence Lab 和我们渠道调研：1) 汾酒品牌资产强、产品接受度高且消费者基础广，能够支持区域扩张；2) 汾酒在其开发程度最高的省外市场的市占率仍较低；3) 在省内市场的主导地位或为汾酒参与竞争提供强大支撑；4) 我们的敏感性分析结果表明，2020-21 年净利率提升空间较小。

## 什么已反映在股价中？

汾酒股价对应 12 个月动态市盈率 31 倍，略低于 H217-H118 时的高位，当时投资者充分认识到了国企改革背景下汾酒基本面的改善。我们认为其增长潜能仍较大且国企改革进展顺利，目前估值公允。

[更多→](#)

## 乐观/悲观情景分析

[更多→](#)

## 公司背景

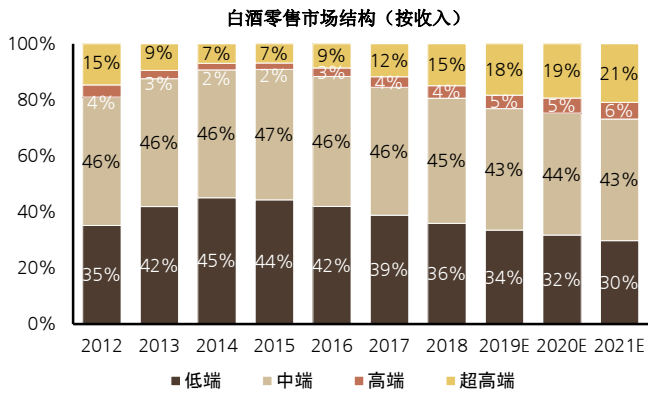
山西杏花村汾酒厂股份有限公司（“汾酒”）生产和销售汾、竹叶青、杏花村等品牌白酒，青花和玻汾是其两大旗舰产品（两者对 2018 年公司的收入贡献均超...）

[更多→](#)

陈阳, 分析师, S1460516060001, brad-a.chen@ubssecurities.com, +86-213-866 8985

图示主题

[返回](#) ↑



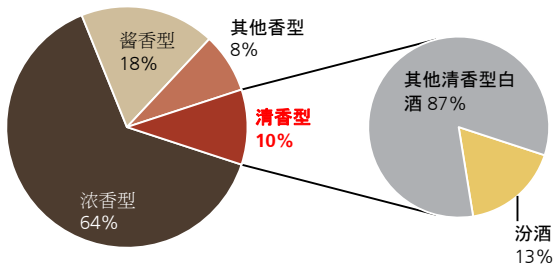
中国白酒行业仍然相当分散；我们预计更高端白酒板块将呈长期扩张态势，而低端白酒板块或将整合

汾酒品牌力较强，能够支撑区域扩张

荣获“全国名酒”称号的次数	品牌
5	山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖
4	五粮液、古井贡酒、西凤酒、董酒
3	洋河、全兴（水井坊）、剑南春
2	双沟*、黄鹤楼**、郎酒
1	沱牌（舍得）、宝丰、宋河、武陵

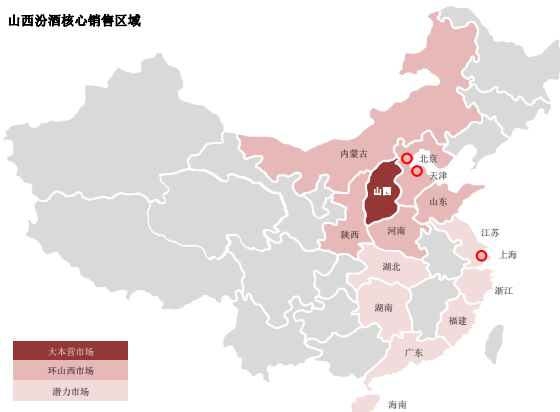
汾酒的区域扩张或受助于公司强大的品牌资产...

白酒各香型份额 (按销售额)

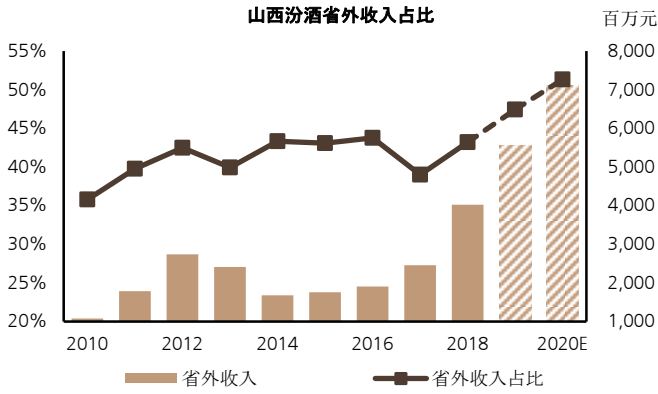


...在清香型白酒中的龙头地位和和华北广泛的消费者基础

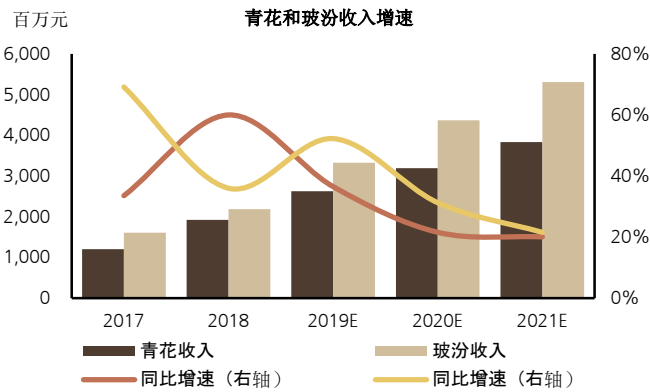
山西汾酒核心销售区域



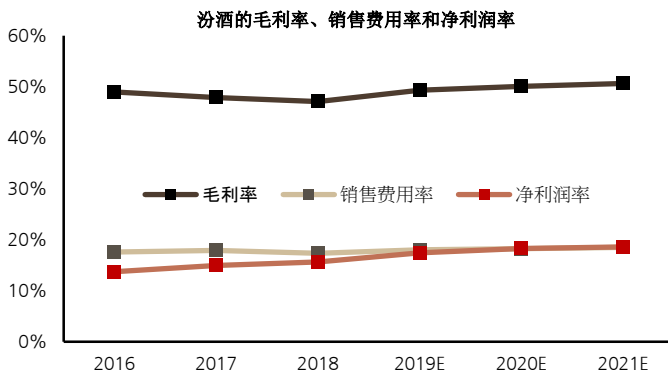
2017 年年初以来，汾酒加快了走出山西的步伐；但我们认为，区域市场覆盖的广度和深度提升仍能给公司带来可观的增长机会



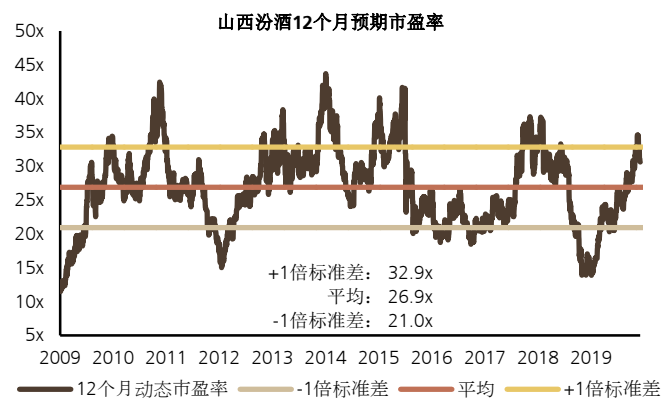
我们预计 2020 年省外市场对汾酒收入的贡献将超过一半



从产品角度看，高端白酒板块的青花和低端白酒板块的玻汾或是未来数年两大收入增长点



由于双核心产品策略下毛利率温和扩张而销售费用率或升高，我们预计 2020-21 年汾酒净利率年均提升 0.6 个百分点



汾酒目前股价对应 12 个月动态市盈率 31 倍，比其 27 倍的 10 年均值高 0.7 个标准差，但略低于 2017 年下半年到 2018 年上半年时的高点，当时市场越来越认识到在本轮始于 2017 年初的国企改革推动下，公司基本面有所改善

上述图表来源: 公司数据, 瑞银研究, 国家统计局, 万得, 瑞银证券估算

## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 经济不确定性已影响到商务相关消费, 不断上升的家庭消费能支撑 2019-21 年更高端白酒需求吗?****瑞银证券观点**

能。我们认为, 短期内, 更高端白酒<sup>1</sup>的家庭需求保持健康且向其消费升级或令更高端白酒(零售)收入持续增长。长期看, 更高端白酒向家庭主导型消费转型或刚行至半途。

**论据**

1. 2019 年 8 月 UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查显示:
  - a) 表示过去 6 个月已经/未来 6 个月将会增加白酒支出的受访者比例在较高基数上保持稳定, 他们的平均月白酒支出亦创新高。
  - b) 对受访者而言, 调查涉及的所有 15 个白酒品牌(茅台除外)在非商务场合/个人消费方面的渗透率均高于商务场合/送礼。
  - c) 受访者给出的增加白酒支出的原因中, 2018/19 年“量”的因素在个人消费和送礼两个场景均保持健康, 而“价”的因素相对变弱。
2. 我们的全球比较分析表明, 与世界其他发达烈酒市场相比, 中国白酒市场仍相当分散, 更高端白酒板块占比较小。
3. 我们对白酒产业结构所作分析显示, 白酒行业正从金字塔形转变为哑铃形。
4. 我们的白酒行业结构分析显示, 借助区域扩张、整合等途径, 知名白酒仍有很大增长潜力。

**什么已反映在股价中?**

我们认为, 部分投资者或低估家庭持续消费升级所带来的更高端白酒长期增长潜力。

关于我们最新的行业观点, 请参考我们的[白酒行业报告](#)。在行业报告中, 我们探讨了中国白酒行业需求前景、行业结构和各子板块增长潜能。我们认为低端白酒是汾酒的一个重要收入增长点, 在本关键问题中我们进一步对该板块进行分析。

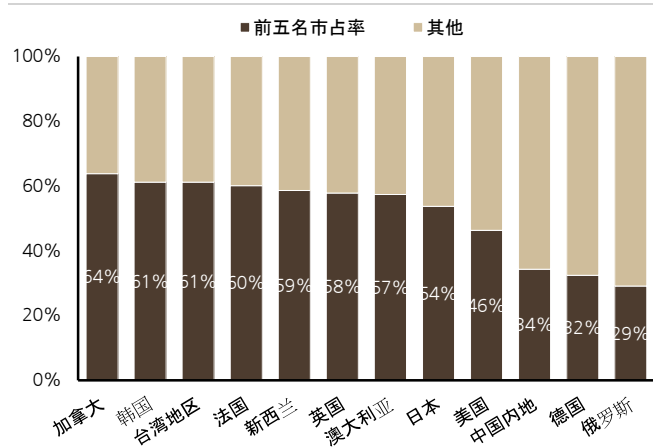
---

<sup>1</sup>在本文中, 我们根据产品零售价格将中国白酒行业划分为四档(除非另有所述): 1) 超高端(零售价格: >500 元/500 毫升); 2) 高端(零售价格: 300-500 元/500 毫升); 3) 中端(零售价格: 100-300 元/500 毫升); 4) 低端(零售价格: <100 元/500 毫升)。本文中的更高端白酒指超高端和高端产品。

## 随着相当分散的白酒行业结构从金字塔形转向哑铃形转型，低端白酒板块整合或为长期主题

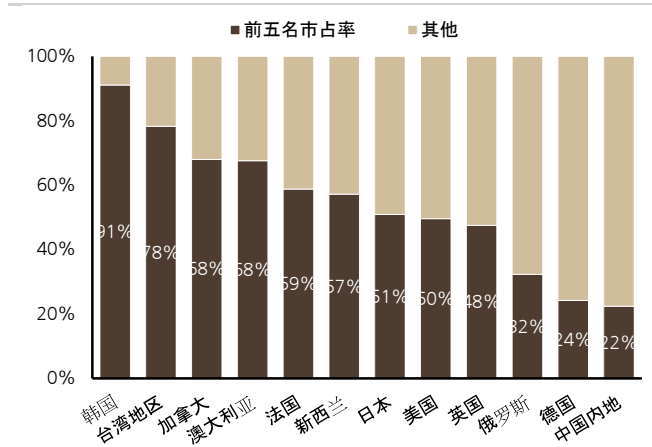
与全球其他主要烈酒市场相比，中国白酒行业在销售额和销量方面两个维度仍相当分散。我们估算 2019 年低端白酒占白酒总销量/总销售额的 84/34%。

图表 1: 各国烈酒市场集中度（按销售额，2018）



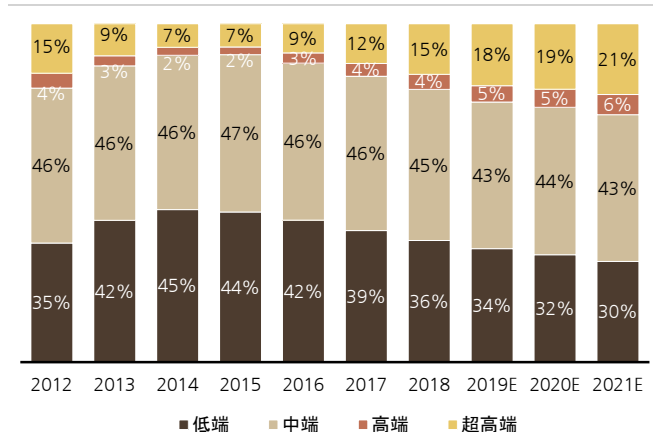
来源: Euromonitor

图表 2: 各国烈酒市场集中度（按销量，2018）



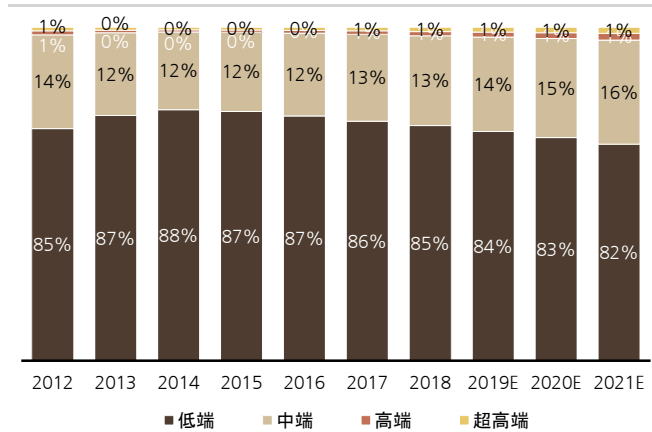
来源: Euromonitor

图表 3: 白酒零售市场结构（按销售额）



来源: Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 4: 白酒零售市场结构（按销量）

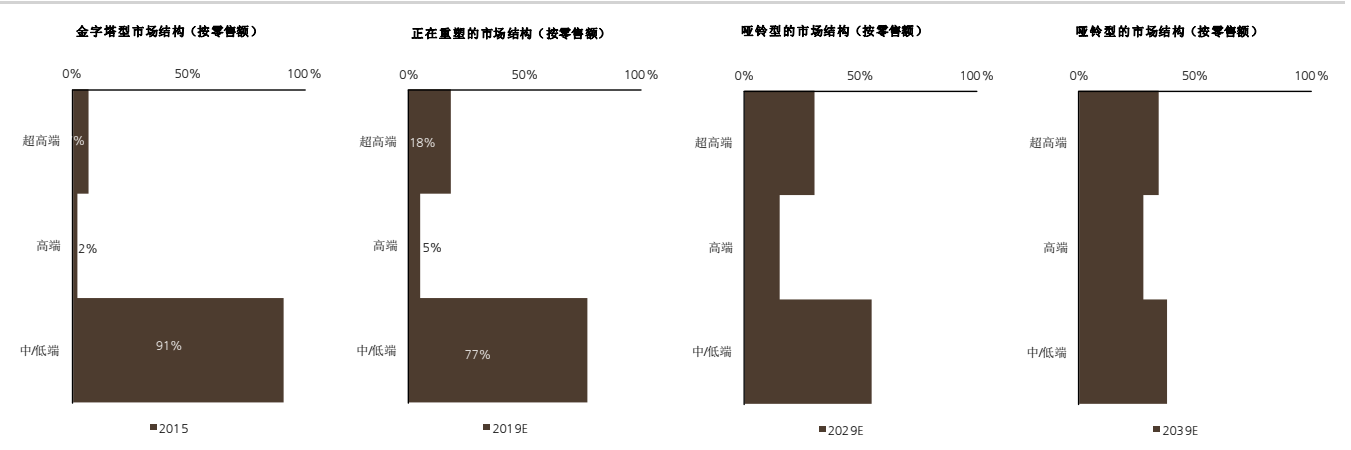


来源: Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

展望未来 10-20 年，虽然我们预计消费者的升级需求和“喝得少，喝的好”的趋势将令低端白酒（按零售额）市占率下降，但能够提供高性价比产品、持续投入于渠道/营销的品牌仍将享有可观的市场整合机会。

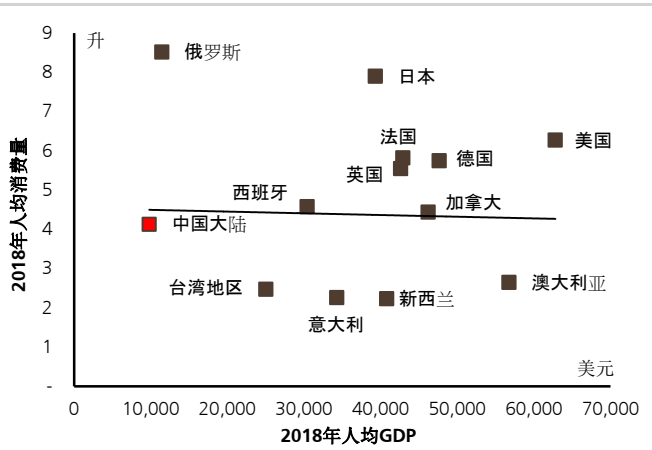
**光瓶酒将主导低端白酒板块？** 在低端白酒中，光瓶酒已在持续获取盒装酒份额，因前者性价更高（部分原因是光瓶酒包装成本占生产成本比率较低）。例如，光瓶酒第一品牌顺鑫农业 2009-18 年收入年均复合增速排名高达 24%，其 2018 年包装成本/销售成本比约为 19%，而多数白酒为 25-35%。

图表 5: 白酒产业结构由金字塔形向哑铃形转变



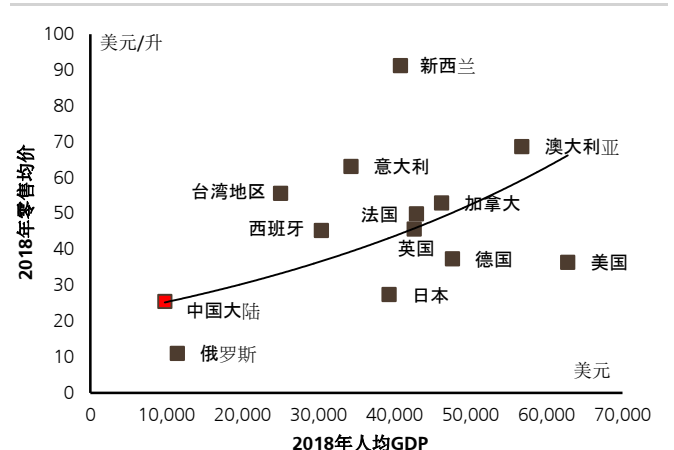
来源:Euromonitor, 国家统计局, 瑞银证券估算

图表 6: 中国白酒（烈酒）的人均消费量相较全球已然较高，因此上升空间或将有限



来源:Euromonitor

图表 7: 由于消费者追求更好的产品，白酒的零售均价可能存在较大上行空间



来源:Euromonitor



## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 经过 2016-19 年的快速增长后, 汾酒的省外扩张战略能否帮助其在 2019-21 年保持较高的收入年复合增速?**

## 瑞银证券观点

能, 我们预计 2019-21 年公司在山西省外的收入将以 25% 的年复合速度增长, 主要受双核心产品青花和玻汾推动: 1) 公司处于全国扩张的早期, 环山西市场强势品牌不多; 2) 在华北市场的品牌知名度高, 且在清香型白酒处于龙头地位; 3) 销售网络扩张和市场营销投入不断加大; 4) 国企改革和与华润战略合作背景下的管理改善。

## 论据

1. 汾酒**品牌资产**强大, 能够支撑区域扩张: 1) 汾酒是在 1952-89 年全部五届全国评酒会上均被评为中国名酒的三个白酒品牌之一; 2) 作为清香型白酒龙头品牌, 汾酒在华北拥有广泛的消费者基础; 3) UBS Evidence Lab 数据显示, 消费者对汾酒品牌认可度高。
2. 汾酒的**区域渗透**机会仍有很多。根据我们对省级市场的分析, 2018 年汾酒在河南和山东 (开发成熟度最高的省外市场) 的按销售额市占率仍均不足 3%, 且公司 2019 年才开始进入华东和华南。
3. 汾酒拥有多元化、广受认可的**产品组合**: 1) 青花是参与高端/超高端板块竞争的唯一清香型白酒; 2) 根据我们的渠道调研, 玻汾被消费者公认为低端白酒板块的一个标志性产品。
4. 汾酒在**基地市场**占据主导地位 – 公司在山西省内按销售额市占率一直最高, 且省内竞争环境相对良好。这为汾酒跨区域扩张提供有力支持, 在这方面, 公司相比其他大多数竞争对手优势明显。
5. 汾酒已将部分产品引入**华润**试点地区和渠道, 双方合作有望向更多地区及产品扩展。

## 什么已反映在股价中?

我们认为, 尽管汾酒省外收入在 2016-19 年已录得强劲增长, 市场已认识到 2020-21 年的可持续增长。

## 汾酒是清香型白酒领导者，品牌传承深厚，在华北地位稳固

我们认为，汾酒比其他大多数区域白酒品牌更有机会实现全国扩张，主要由于公司在一些基本特质方面具有稳固、不可替代的优势，包括品牌价值强、清香型白酒龙头品牌的独特定位和在华北拥有广泛的消费群体等。

我们认为，品牌价值传承、清香型白酒龙头地位及在华北拥有广泛的消费群体是汾酒拓展山西省外市场的根本优势所在

### 品牌传承

白酒行业历史表明，品牌价值很可能是白酒企业发展繁荣的最关键前提因素。从消费者角度来看，品牌价值决定了一个品牌的全国扩张潜力和零售价上限。在这方面，汾酒相对其他区域型白酒企业甚至一些全国型白酒生产商都有明显竞争优势。

汾酒是在 1952-89 年举行的全部五届全国评酒会上均被评为中国名酒的三个白酒品牌之一，其他两个是贵州茅台和泸州老窖。按收入/销量规模，1980-90 年前后汾酒为白酒行业绝对龙头，一度占中国知名白酒产量的 50% 以上。

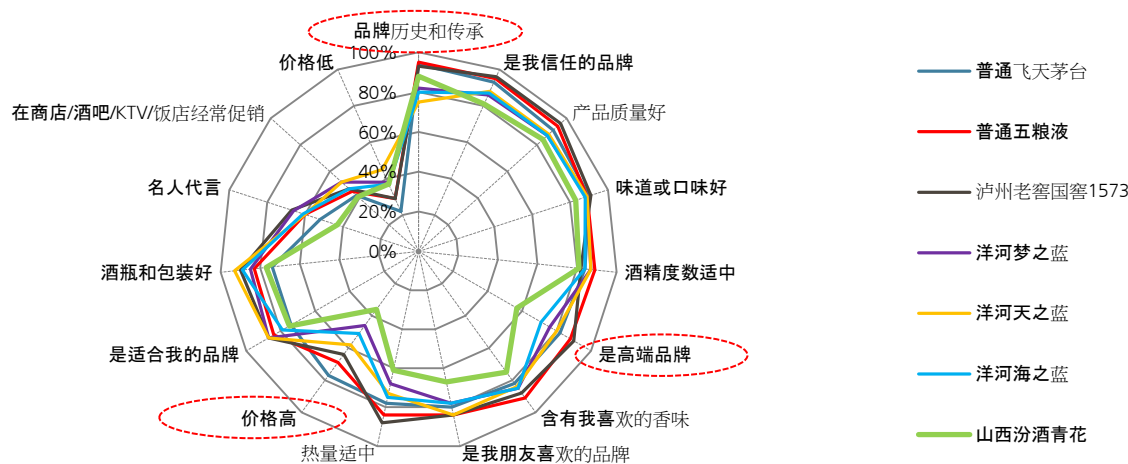
图表 8: 汾酒是在 1952-89 年举行的全部五届全国评酒会上均被评为国家名酒的三个白酒品牌之一

荣获“全国名酒”称号的次数	品牌	品牌数
5	山西汾酒、贵州茅台、泸州老窖	3
4	五粮液、古井贡酒、西凤酒、董酒	4
3	洋河、全兴（水井坊）、剑南春	3
2	双沟*、黄鹤楼**、郎酒	3
1	沱牌（舍得）、宝丰、宋河、武陵	4
合计		17

注：非上市品牌以斜体表示；\*双沟于 2011 年被洋河收购；\*\*黄鹤楼于 2016 年被古井贡酒收购。  
来源：全国评酒会

汾酒深厚的品牌传承也被第 10 期 UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查所验证。该调查显示，88% 的青花汾酒购买者因为“品牌历史和传承”而偏好汾酒，这个比例接近三大超高端白酒品牌（五粮液、贵州茅台和泸州老窖），且领先洋河的蓝色经典系列。汾酒在“是高端品牌”和“价格高”两个因素上与超高端品牌存在差距，表明汾酒产品仍有价格提升空间。

图表 9: 白酒产品品牌形象 - 青花汾酒 对比主流白酒品牌



来源：UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

## ■ 清香型白酒龙头

根据国家统计局数据和我们的估算，2018 年清香型约占白酒总收入的 10%。汾酒在其中收入规模最大，按收入市占率为 13%。此外，凭借其较高的品牌价值及由此带来的良好消费者认知，汾酒成为更高端白酒板块内唯一具有重要地位的清香型品牌。

其他清香型白酒（如红星和顺鑫农业旗下的品牌牛栏山）则主要定位低端板块。换言之，汾酒很可能是清香型白酒拥趸消费升级时的首选。

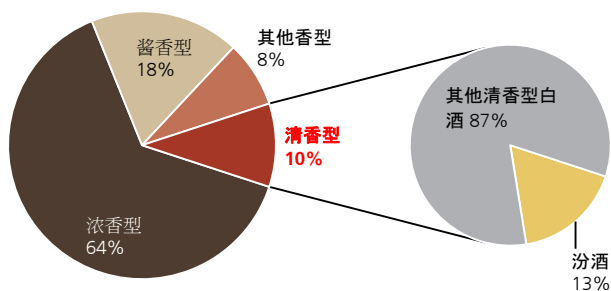
我们认为在白酒行业竞争加剧的情况下，这一产品定位或使汾酒能够差异化竞争。由茅台系列酒带动的酱香型白酒热潮已经证明，随着白酒消费结构向家庭转移，中国白酒消费者现在愈发注重产品质量/特点。

图表 10: 主要白酒香型

香型分类	特点	代表品牌
清香型	入口绵，落口甜，香气清正	山西汾酒，红星，牛栏山，宝丰，黄鹤楼
浓香型	酒味芳香浓郁，绵柔甘烈，香味协调，绵甘适口，回味悠长	五粮液，泸州老窖，洋河，剑南春，水井坊
酱香型	清澈透明，色泽微黄，酱香突出，回味悠长	贵州茅台，郎酒，习酒，国台，钓鱼台，珍酒

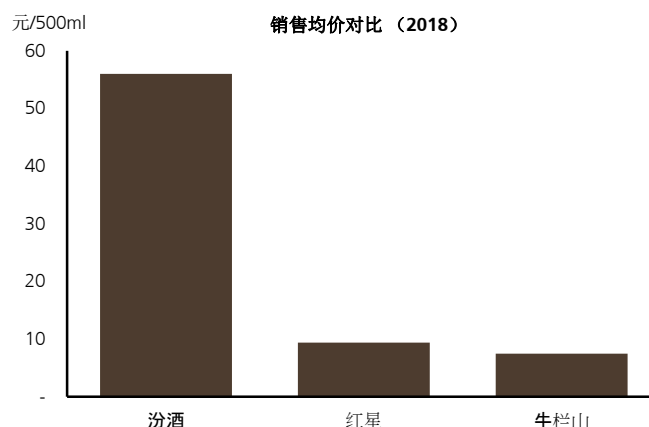
来源: 瑞银证券研究

图表 11: 各白酒香型市场份额（按销售额）



来源: 国家统计局，公司数据，瑞银证券估算

图表 12: 主要清香型白酒的平均出厂价



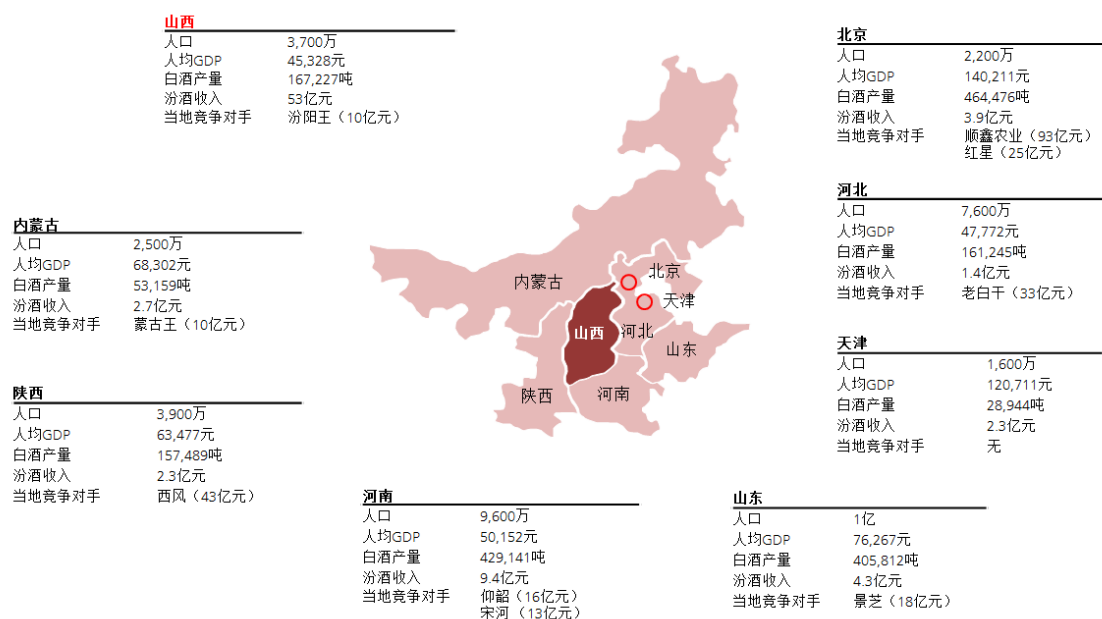
注: 我们只计算了汾酒的核心产品。  
来源: 公司数据，京东，瑞银证券估算

## ■ 在华北拥有广泛消费群体，且当地强势品牌较少

根据我们对当地经销商所做渠道调研，汾酒在其基地市场山西占主导地位，按销售额市占率超过 40%，其余份额多为专注低端板块的本地品牌所有。

汾酒在华北地位较高，华北清香型白酒消费群体稳固，且少有品牌能销售更高端产品与汾酒竞争。这为汾酒的环山西增长打下基础，公司销量增长通过渠道开发推动，销售均价则借助高端化提升。

图表 13: 汾酒的环山西市场一览 (2018 年)



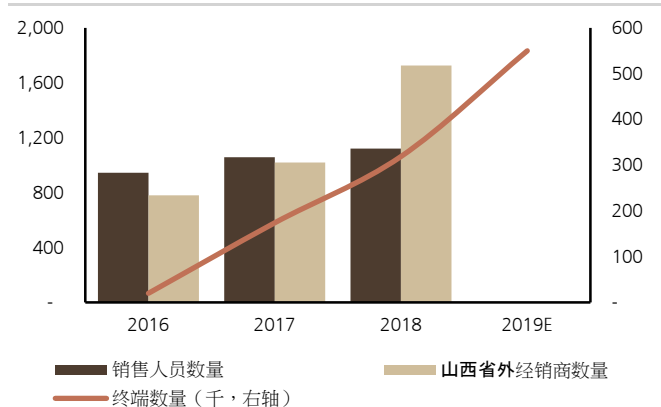
来源: 国家统计局, 瑞银证券估算

### 通过持续渠道拓展来释放品牌传承和定位良好的产品组合价值

我们预计 2016-19 年汾酒省外收入年均复合增速为 43%，主要受益于经销网络快速扩张（销售人员 / 经销商 / 销售网点数量不断增长）和营销/品牌投入加大。展望未来，我们预计在稳固的基地市场和定位良好的产品组合支持下，汾酒区域扩张还将持续，2019-21 年公司省外收入年均复合增速有望达到 25%。

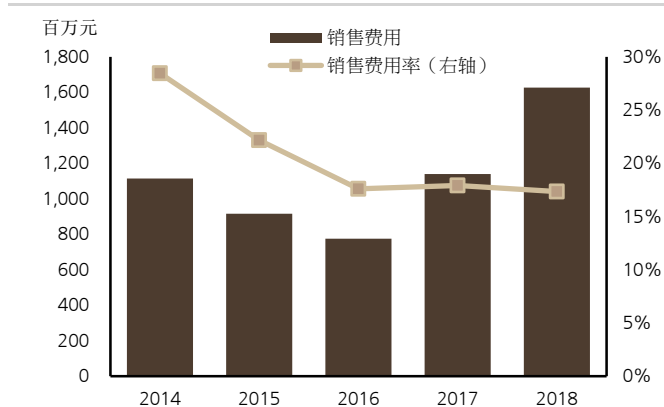
我们预计，在稳固的基地市场和定位良好的产品组合支撑下，汾酒仍处区域扩张的进程中

图表 14: 汾酒销售队伍迅速扩大



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 15: 汾酒销售费用投入

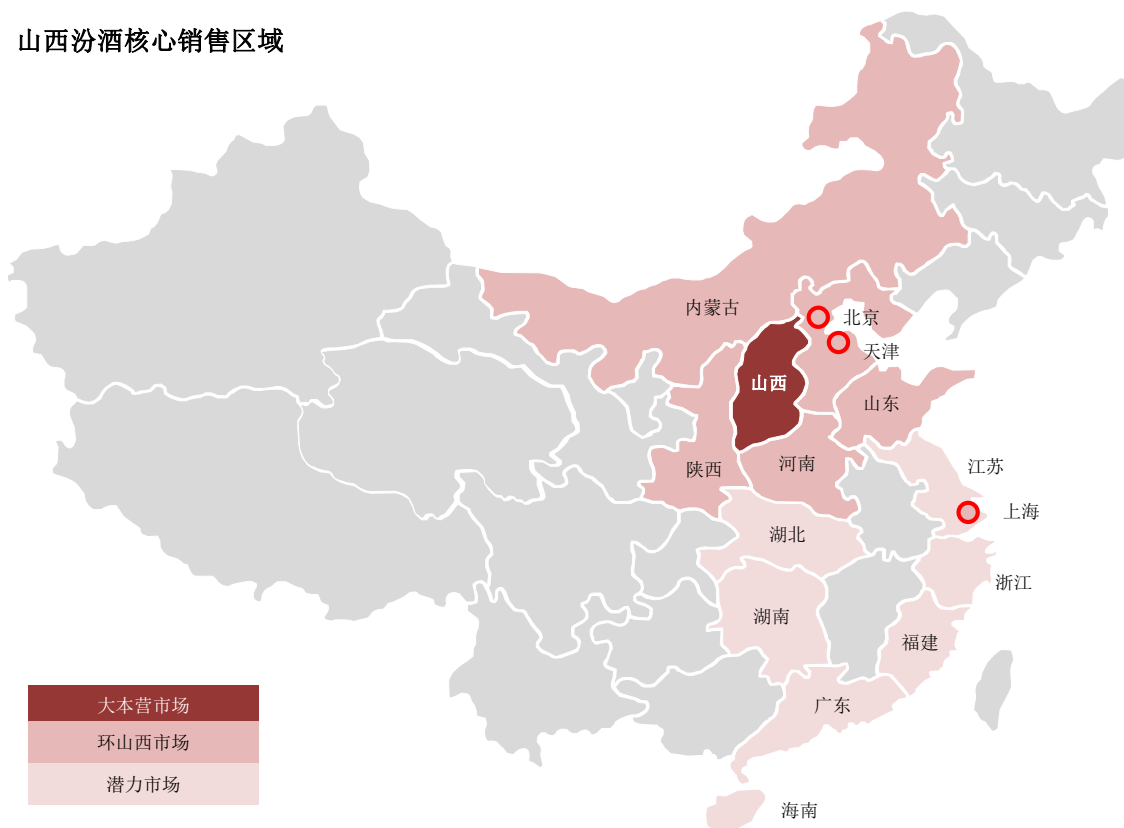


来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 汾酒全国扩张行至半途

图表 16: 汾酒三级区域市场

### 山西汾酒核心销售区域



来源: 公司数据

2017 年初以来，汾酒加快了走出山西的步伐。我们认为区域市场覆盖范围的宽度和深度扩大仍会带来大量增长机会。

**宽度：**2017 年汾酒的区域重点为其本土市场山西，2018 年为环山西市场，从 2019 年起公司朝国内其他区域拓展。今年年初，汾酒发布“13313”区域扩张蓝图 -- 1 个本土市场（山西）、3 个环山西市场（北京-天津-河北、山东-河南和陕西-内蒙古）、3 个潜力市场（江苏-浙江-上海、海南-广东-福建和湖北-湖南）和 13 个其他市场（每个市场年收入均超 1,000 万元）。

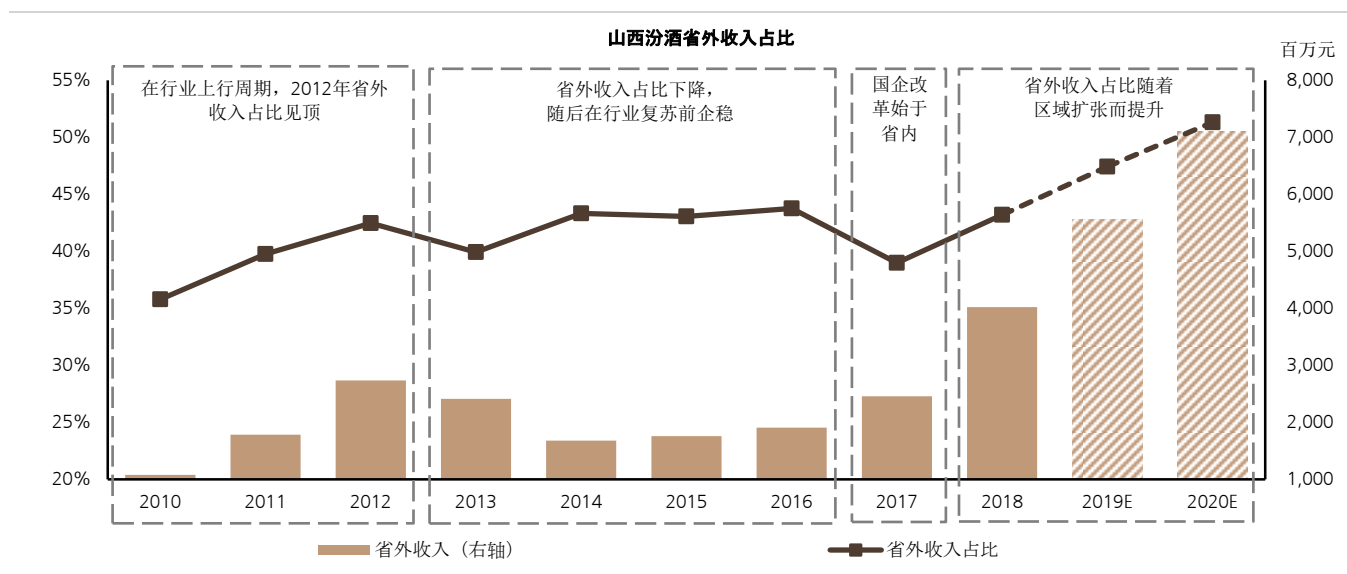
**深度：**为更好评估汾酒在山西以外市场所处的增长阶段，我们采访了汾酒在河南（最大的省外市场，占 2019 年收入的 10%）和山东（第二大省外市场，收入份额 6%）的主要经销商/销售人员。

河南是汾酒在山西省外开发成熟度最高的市场。本轮汾酒在河南的扩张始于 2017 年，现已渗透至当地小型烟酒店。我们认为河南市场未来的增长可能来自：1) 向更低线市场和餐饮渠道进一步渗透；2) 通过零售店展示和品鉴活动等进一步加强消费者教育以提升销售点平均销售额。汾酒在山东的渠道渗透和产品组合投放不及河南。

我们预计环山西 / 省外其他市场将贡献汾酒 2019 年总收入的 31% / 16%。  
到 2020 年，我们预计山西省外地区将占汾酒收入的 50% 以上。

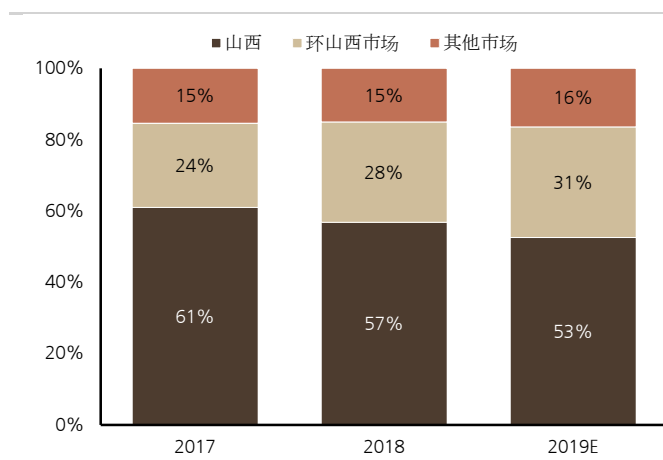
到 2020 年，我们预计山西省外地区将占汾酒收入的 50% 以上

图表 17: 我们预计 2020 年山西以外地区贡献汾酒总收入的半数以上



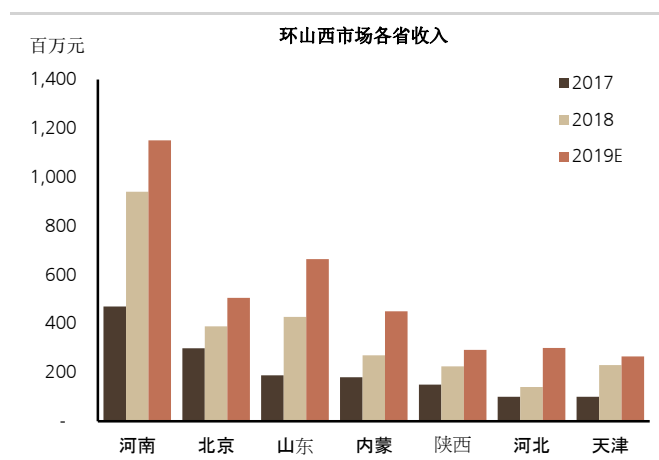
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 18: 汾酒收入构成 (按区域, 2017-19)



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 19: 汾酒环山西市场收入 (按省市, 2017-19)



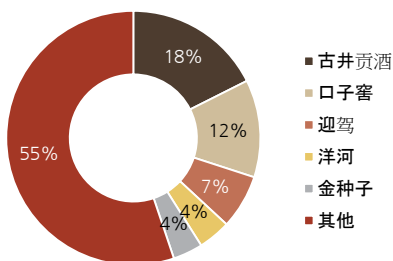
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

### 稳固的基地市场至关重要

根据对当地经销商所做渠道调查及瑞银证券估算，作为山西省的一个文化符号，汾酒在省内享有很高的品牌声誉，2018 年按销售额市占率达 41%。汾酒在本地市场最接近的竞争对手汾阳王主要销售零售价低于 40 元/瓶的白酒，2018 年其收入估计为 10 亿元 - 我们认为很难对汾酒构成威胁。由于山西省内消费者长期习惯饮用清香型白酒，全国性知名品牌在山西的影响仍然有限。

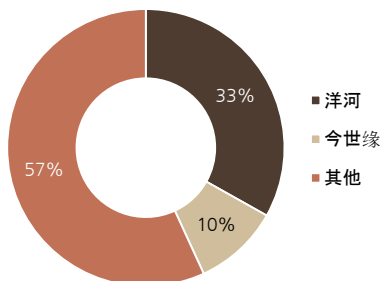
稳定且竞争格局良好的本地市场可使汾酒专注于全国扩张。作为对比，在江苏市场，Q418 以来今世缘对洋河的竞争压力不断加大；在安徽市场，古井与口子、迎驾等本地同业的竞争持续不断。

图表 20: 安徽 – 按销售额市占率



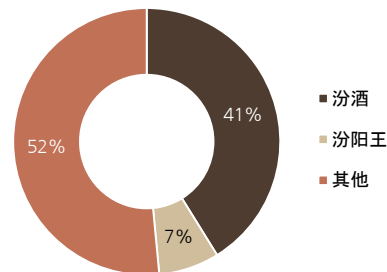
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 21: 江苏 – 按销售额市占率



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 22: 山西 – 按销售额市占率



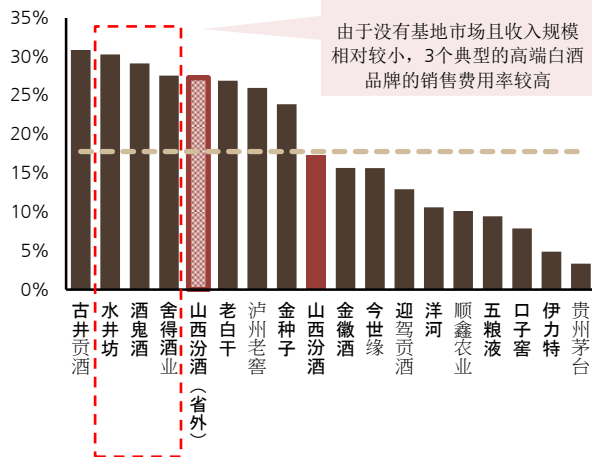
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

与水井坊等无基地市场的高端白酒品牌相比，汾酒能够利用其大本营市场稳定的“收入池”将其销售费用投入朝山西省外地区倾斜。因此理论上，在竞争加剧的情况下，汾酒省外扩张所获支持要多于部分同业。

汾酒管理层表示，公司在山西省内的销售费用率通常低于 10%，这意味着在与其他区域性品牌竞争时，汾酒将能够灵活地为省外营销投入资金。我们认为这特别有利于青花汾酒系列产品，该系列与水井坊、酒鬼酒、舍得等企业的核心产品展开直接竞争。

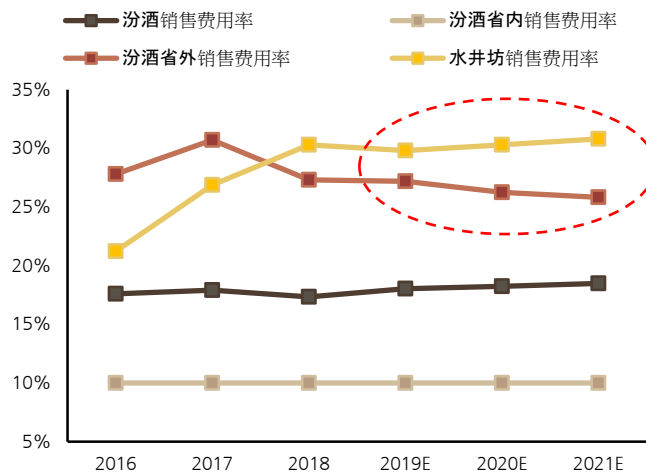
山西市场是汾酒稳定的收入池，可助其承受高于部分同业的销售费用率来扩张

图表 23: 白酒行业销售费用率 (2018)



注: 我们假设山西省内销售费用率为 10% 的固定值来估算省外销售费用率。  
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 24: 销售费用率 – 汾酒对比水井坊



注: 我们假设山西省内销售费用率为 10% 的固定值来估算省外销售费用率。  
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

此外，基地市场良好的竞争格局意味着汾酒具有长期高端化潜力（尽管山西省经济不及中国南部/东部省份发达），且在行业低迷时自身波动相对较小。

### 产品组合认可度高

汾酒产品组合定位良好，其核心产品零售价从 40 元/瓶到 800 元/瓶不等。2017 年以来，汾酒一直遵循双核心产品策略 – 着力推广两种最具竞争力的系列产品，即青花（多为 400-800 元/瓶）和玻汾（主要是 40-70 元/瓶），巴拿

马（中高端）、老白汾（中端）和配制酒（主要为低端产品竹叶青）则是潜在增长动力。

图表 25: 汾酒核心产品

系列	产品	酒精度	容量	*线上零售价（元）	价格带	**收入贡献（2018）
青花	青花 30	53	500ml	768	超高端	23%
	青花 30	48	500ml	585	超高端	
	青花 20	53	500ml	458	高端	
	青花 20	42	500ml	448	高端	
巴拿马	金奖 20	53	475ml	398	高端	19%
	金奖 10	53	475ml	328	高端	
老白汾	老白汾 15	53	475ml	218	中端	26%
	老白汾 10	53	475ml	148	中端	
	老白汾 10	45	475ml	139	中端	
	老白汾醇柔	42	475ml	100	中端	
玻汾	黄盖玻汾	53	475ml	45	低端	26%
	红盖玻汾	42	475ml	44	低端	
	出口玻汾	53	500ml	42	低端	
	乳玻汾	48	475ml	69	低端	
竹叶青	玻璃瓶竹叶青	45	475ml	43	低端	4%
	金象竹叶青	38	500ml	78	低端	
	坛装竹叶青	38	475ml	83	低端	

注: \*价格截至 2019 年 12 月上旬; \*\*我们未计入 2018 年从汾酒集团收购的非核心产品收入。  
来源: 京东, 公司数据, 瑞银证券估算

汾酒的双核心产品策略与其他名酒有所不同, 后者在高价产品上投入的精力通常多于低价产品。我们认为, 双核心产品策略与公司意在短期内最大化在省外的品牌影响力这一目标相符 - 玻汾品质和性价比已获消费者高度认可, 而青花作为清香型白酒的旗舰产品定位有利。

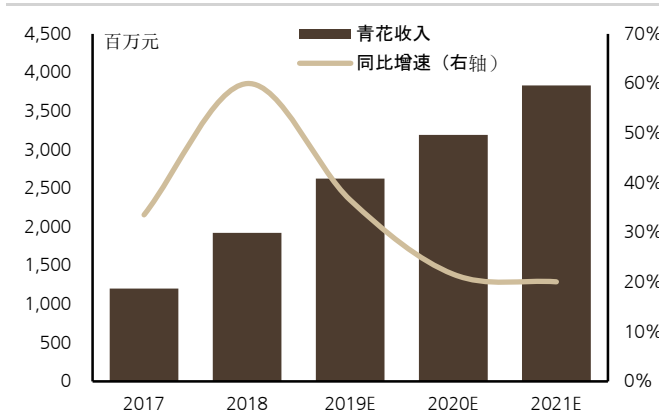
我们认为, 青花能够较好顺应高端板块的扩张, 玻汾或为低端板块集中度提升的最大受益者之一。

青花能够较好顺应高端板块的扩张, 玻汾或为低端板块集中度提升的最大受益者之一

- **青花:** 我们预计 2019-21 年收入年复合增速为 21%, 主要受省外渠道持续开发和高端酒板块扩容。
- **玻汾:** 我们预计 2019-21 年收入年复合增速为 26%, 主要受省外区域扩张及与华润的渠道协同效应所带来的销量增长和稳步提价推动。我们预测玻汾收入增长快于青花的主要原因是玻汾销售渠道种类更多（如小规模餐馆和零售店）。

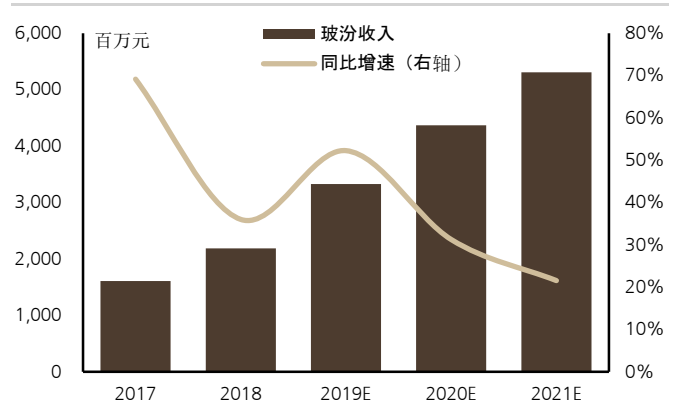


图表 26: 青花收入增长 (2017-21)



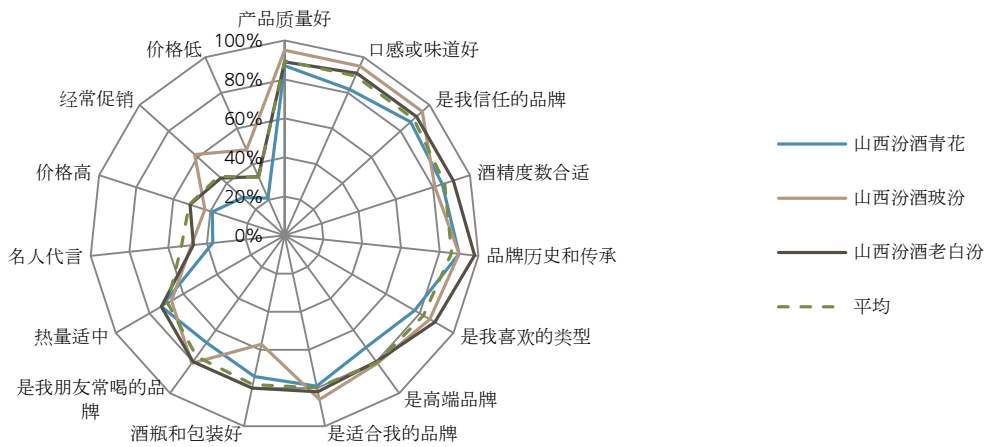
来源: 瑞银证券估算

图表 27: 玻汾收入增长 (2017-21)



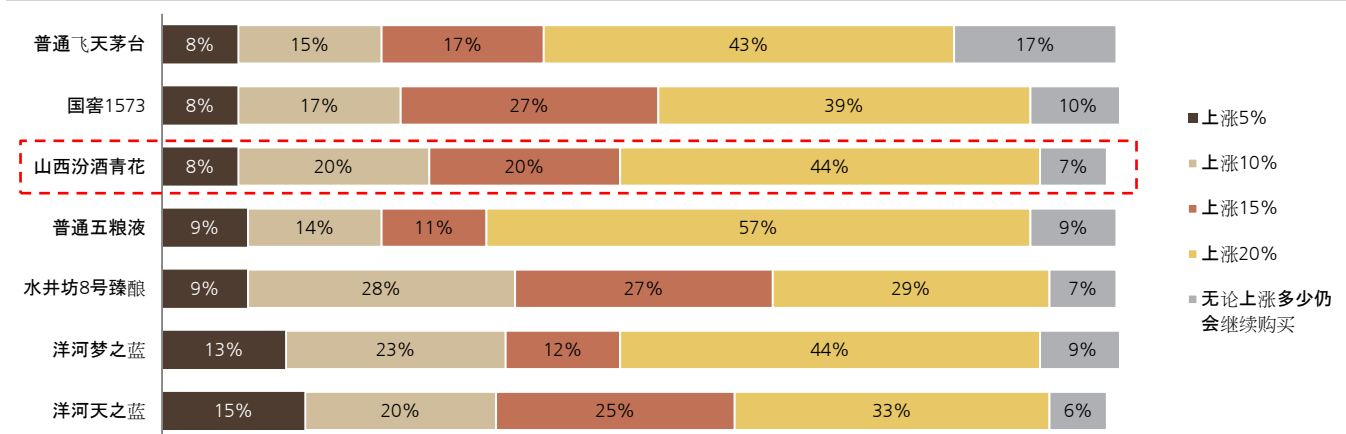
来源: 瑞银证券估算

图表 28: 认同某种特质与各白酒产品紧密相关的受访者占比



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类消费调查

图表 29: 随着零售价上涨, 原购买各产品的消费者转而购买其他白酒产品的比例



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类消费调查

## 通过国企改革和汾酒-华润联盟提升长期竞争力

汾酒本轮国企改革始于 2017 年 2 月，现已在多个方面推进。从 2017 年以来强劲的财务业绩及我们渠道调研从汾酒员工和经销商处得到的反馈来看，公司的动力和基础能力已有明显改善。

国企改革积极推进将继续提升汾酒竞争力；更重要的是，与华润联盟可使汾酒走得更远

由于汾酒 2018 年股票激励计划已囊括中层管理人员以及汾酒-华润联盟也将开始发挥作用，我们预计国企改革将继续显著提升汾酒的竞争力。

引入华润作为战略投资者可给予汾酒从传统白酒生产商向现代化消费品公司转型所需要的全面能力（而多数白酒生产商不太可能有此机会），并为汾酒带来额外的增长。从合作的深度和力度来看，我们认为这将为汾酒带来长期价值创造潜力。

图表 30: 国企改革途径

国企改革路径（2015-2019YTD）	山西汾酒	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	古井贡酒
员工持股（通过定增、股票激励计划等）	√		√		
经销商持股			√		
引入外部投资者	√		√	√	
减少/限制关联交易	√	√	√	√	

来源: 公司数据

## 2017 年以来汾酒国企改革路线图

### 1. 与山西省政府签订 2017-19 年经营协议

2017 年 2 月，山西省国资委与汾酒集团签署 2017-19 年经营目标协议。根据协议，以 2016 年为固定基准，2017/18/19 年汾酒集团酒类收入（主要由上市公司贡献）增长不低于 30/30/20%，税前利润增长不低于 25/25/25%。2018 年汾酒集团已提前实现 2019 年收入和净利润目标。

### 2. 2018 年股票激励计划

2019 年 3 月，公司以每股 19.28 元的价格向管理层和核心中层管理人员发行 568 万份汾酒股票（占扩大后股本的 0.7%）。解锁这些股票所设财务目标综合了 2019-21 年收入增长、ROE 和核心业务收入贡献。公司估计相关总成本为 2.14 亿元。

该计划将激励范围从汾酒集团和汾酒的高级管理层扩大至中层经理，我们预计未来几年本计划将有助汾酒提升团队执行力并保持改革势头。

图表 31: 2018 年限制性股票激励计划的财务目标

年份	收入增速 (相对 2017 年)	隐含收入同比增速*	净资产收益率**	主营业务收入占比	解除限售比例
2019	90%	22%	不低于 22%	不低于 90%	40%
2020	120%	16%	不低于 22%	不低于 90%	30%
2021	150%	14%	不低于 22%	不低于 90%	30%

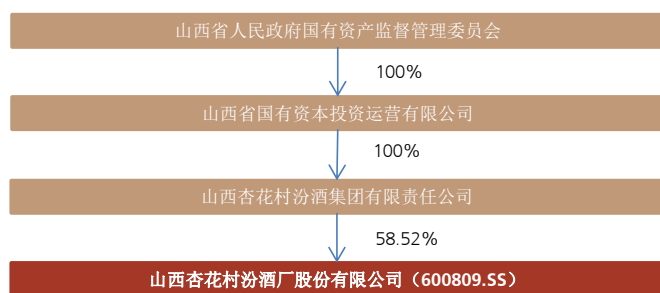
注: 基于 2017 年末调整收入; \*\*标的净利润指经常性净利润  
来源: 公司数据

### 3. 与华润开展战略合作

作为其混改工作的一部分，2018 年汾酒集团以每股 52.04 元的价格将汾酒 11.45% 的股权售予华润，随后来自华润的两位代表当选汾酒董事。我们预计这将带来以下潜在协同效应：

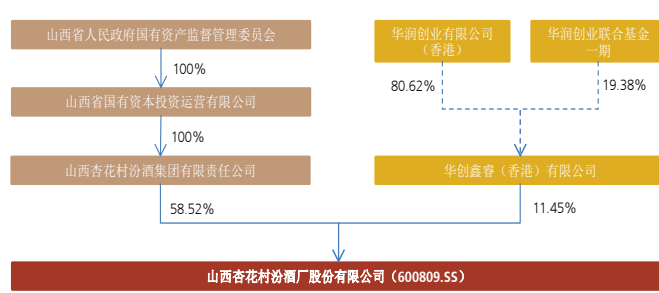
- **渠道开发：**将汾酒产品引入华润经销渠道，如华润啤酒、华润万家和华润怡宝。玻汾现已通过华润啤酒在北京和辽宁的经销网络销售。除专为华润开发的新 SKU 外，汾酒希望将这种合作向更多区域及公司现有产品扩展。此外，在华润帮助下，汾酒可在其弱势市场找到具有竞争力的经销商。
- **管理和销售提升：**向华润学习管理（企业战略、人力资源、费用规划及分析等）和销售（产品营销、品牌培育等）。

图表 32: 华润交易前的股权结构



来源: 公司数据

图表 33: 华润交易后的股权结构



来源: 公司数据

### 4. 收购汾酒集团白酒资产

为减少与汾酒集团间的关联交易，2018 年汾酒收购了汾酒集团白酒资产下属的销售部门，并有望于今年完成对其生产部门的收购。这些举措可以：1) 通过更好联合大股东汾酒集团与少数股东间的利益来改善公司治理；2) 削减以往稀释核心品牌的集团低价、非核心产品以提升品牌价值；3) 通过整合生产和销售职能来提高经营效率。

我们估算收购汾酒/杏花村销售公司少数股权将使公司 2019 年净利润增厚 6% 左右，这已反映在我们的财务模型中。

图表 34: 收购汾酒集团白酒资产时间表

公告日期	收购资产	交易金额 (百万元)	收购股份比例	职能
12/3/2018	山西杏花村国际贸易有限责任公司下属 6 家公司	93	100%	销售
12/14/2018	山西杏花村汾酒集团酒业发展区销售有限责任公司	122	51%	销售
3/6/2019	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产	99	n.a	销售和生产
3/6/2019	山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产	9	n.a	生产
6/20/2019	山西杏花村汾酒集团宝泉涌有限责任公司	26	51%	生产
11/26/2019	山西杏花村汾酒销售有限责任公司	258	10%	销售
11/26/2019	山西杏花村竹叶青酒营销有限责任公司	12	10%	销售
11/26/2019	山西杏花村汾酒集团有限责任公司汾青酒厂	197	100%	生产
11/26/2019	山西杏花村汾酒集团有限责任公司部分资产	120	n.a	生产
11/26/2019	山西杏花村汾酒集团宝泉福利有限责任公司	14	n.a	生产
11/26/2019	山西杏花村义泉涌酒业股份有限公司部分资产	2	n.a	生产
11/26/2019	山西杏花村汾酒集团有限责任公司土地使用权	2	n.a	生产
<b>合计</b>		<b>954</b>		

来源: 公司数据

## 关键问题

[返回](#) ↑**问: 汾酒净利率已连续五年稳步回升, 2020-21 年能否进一步改善?**

## 瑞银证券观点

能, 但我们预计在下列因素的共同影响下, 2020-21 年净利率年均或仅温和提升 0.6 个百分点: 1) 同时聚焦高端/低端产品 (即青花/玻汾) 的策略带来温和的毛利率扩张; 2) 对渠道和品牌的销售费用投入升高以在不断加剧的竞争中实现省外扩张; 及 3) 受益国企改革和正经营杠杆, 管理费用率下降。

## 论据

1. 除来自高端/超高端板块的青花 (2018 年毛利率超过 85%) 外, 来自低端板块的玻汾 (2018 年毛利率约 60%) 是汾酒的另一收入增长动力, 导致公司整体毛利率增长较其他情况下更为温和。
2. 汾酒的省外区域扩张仍处初期阶段, 表明公司在销售网络和品牌运营方面将继续投入大量费用。
3. 在上市白酒公司中, 汾酒 2018 年销售费用率相对较低, 而近年来多数同业都已上调费用预算。
4. UBS Evidence Lab 中国高端酒类消费需求调查显示, 白酒品牌知名度与购买率之间正相关。

## 什么已反映在股价中?

市场一致预期隐含 2020-21 年净利润率增长提升 1.7 个百分点, 这或是由于产品组合改善提升毛利率且经营费率基本稳定。

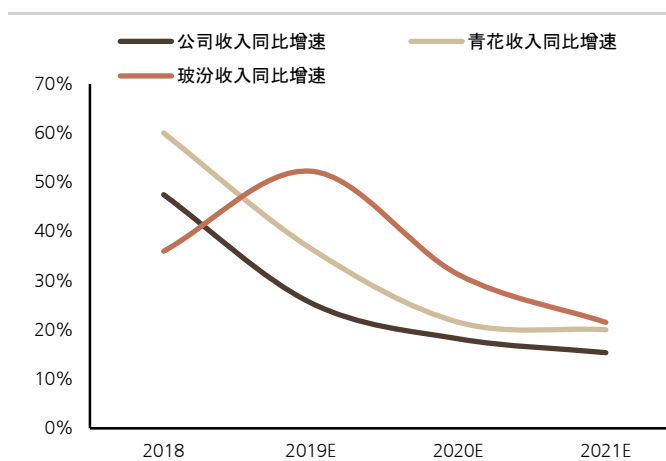
**双核心产品策略表明毛利率有望温和提升**

如关键问题 2 所述, 汾酒主要收入增长动力为来自高端/超高端板块的青花 (每瓶零售价 400-800 元, 2018 年毛利率超过 85% (瑞银证券估算)) 和来自低端领域的玻汾 (每瓶零售价 40-70 元, 2018 年毛利率约 60%)。这两大核心产品在零售价和毛利率上差距非常大导致公司毛利率或将温和增长。

2020-21 年, 我们预计汾酒毛利率增长 1.3 个百分点, 主要受产品结构改善和出厂价直接上调推动。需注意的是, 我们预测的 2019 年毛利率增幅 (2.2 个百分点) 除与产品结构改善和出厂价上调有关外, 还部分受到汾酒集团白酒资产并表和增值税下调等一次性因素影响。

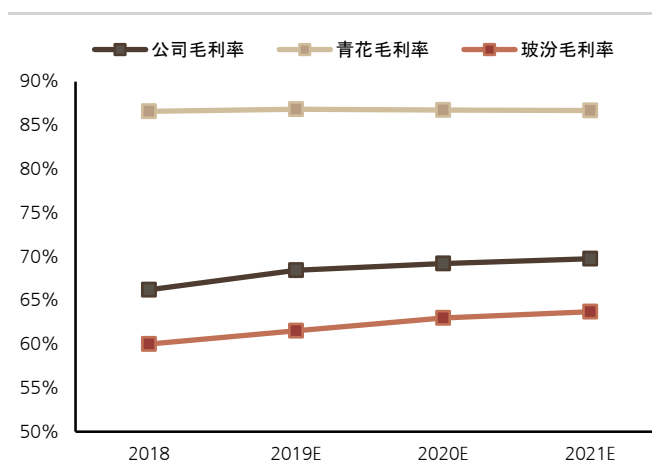
在毛利率温和增长、销售费用率上升和经营杠杆的综合影响下, 净利润率或仅小幅改善

图表 35: 青花和玻汾将带动收入增长



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 36: 2020 年起毛利率或仅温和增长



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

假设没有出厂价上调, 我们的敏感性分析显示, 在各产品毛利率均固定在 2018 年水平的前提下, 若青花和玻汾收入贡献均提升 1%, 汾酒 2019 年毛利率将扩张 0.24 个百分点; 若仅青花收入贡献提升 1%, 则毛利率将扩张 0.25 个百分点; 若仅玻汾收入贡献提升 1%, 则毛利率将收缩 0.01 个百分点。

我们认为该分析表明: 1) 汾酒收入增长质量因产品组合而异; 2) 青花为最重要的盈利增长动力; 3) 将来汾酒可能会用巴拿马/老白汾(高端/中端板块)来引导玻汾消费者升级以填补产品缺口。

图表 37: 敏感性分析 - 产品结构变化对毛利率影响

	2018 年毛利率	2018 年收入贡献	2019 年预期收入贡献		
			若青花提高 1%	若玻汾提高 1%	若二者分别提高 1%
青花	86.6%	20%	21%	20%	21%
玻汾	60.0%	23%	23%	24%	24%
其他	61.4%	56%	55%	55%	54%
公司毛利率	66.2%		66.5%	66.2%	66.5%
毛利率与 2018 年相比的变化			0.25%	-0.01%	0.24%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

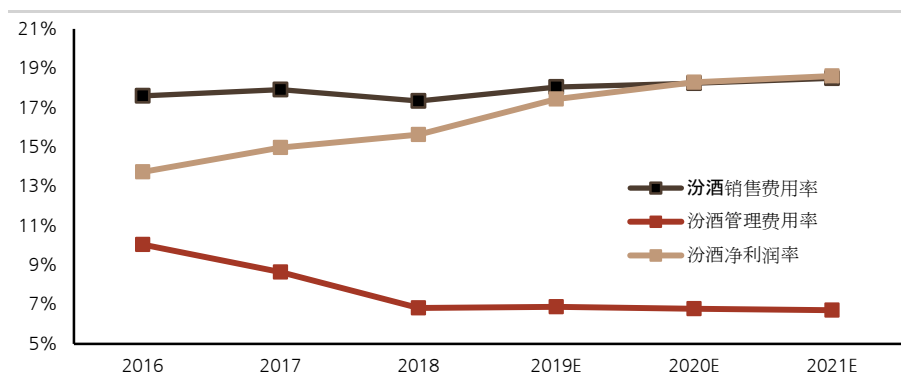
## 销售费用率走高

我们认为汾酒的销售费用率可能继续上升, 主要由于公司需投入大量费用支撑其区域扩张, 且青花所在高端酒板块竞争加剧。

UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查显示, 25 种白酒产品的品牌知名度与购买率之间存在正相关, 这意味着尽管汾酒在中国北方已有较高品牌知名度, 但公司仍需继续对其品牌进行投资。这也得到以下调查结果支持, 即当前汾酒在富裕白酒消费者中的品牌知名度与其行业领先的品牌价值不符。

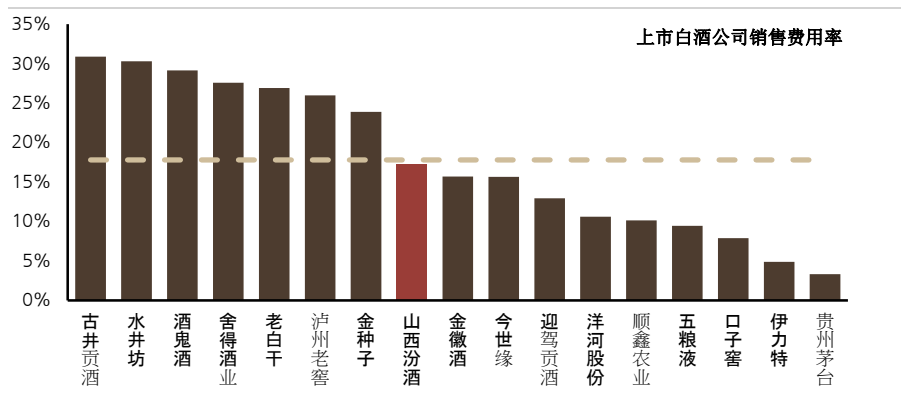
综上, 我们预计, 在 2019-21 年, 汾酒销售费用率上升将在很大程度上抵消毛利率增长, 导致净利率增长或有限。

图表 38: 2020-21 年汾酒净利率预计仅小幅增长



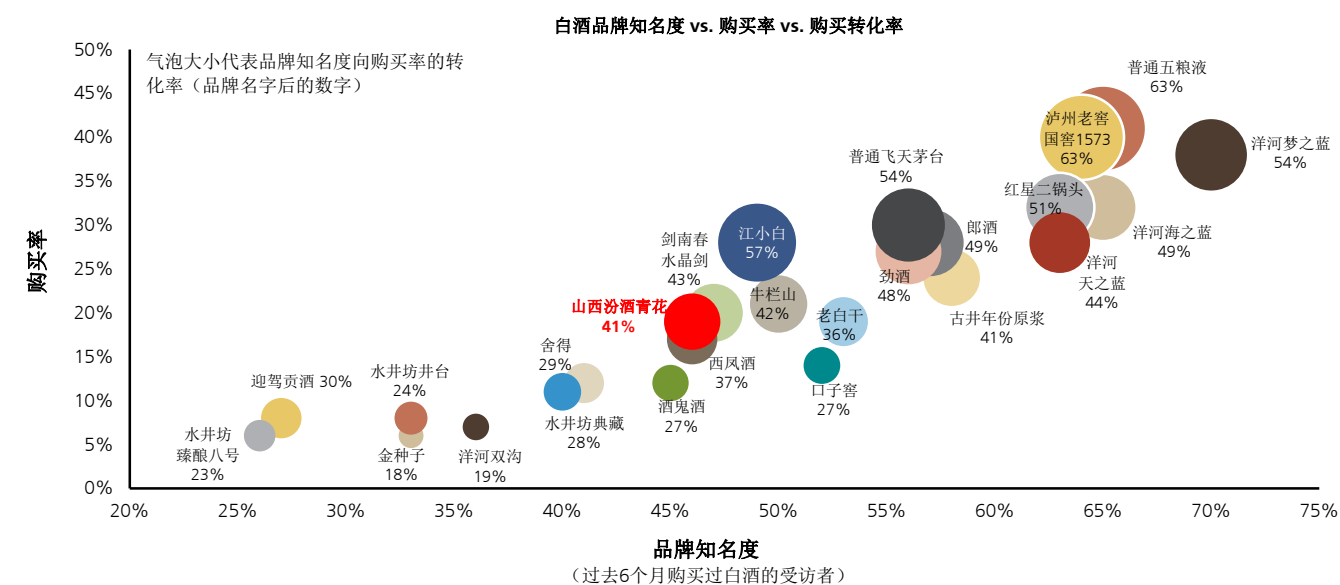
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 39: 汾酒销售费用率低于行业均值 (2018 年)



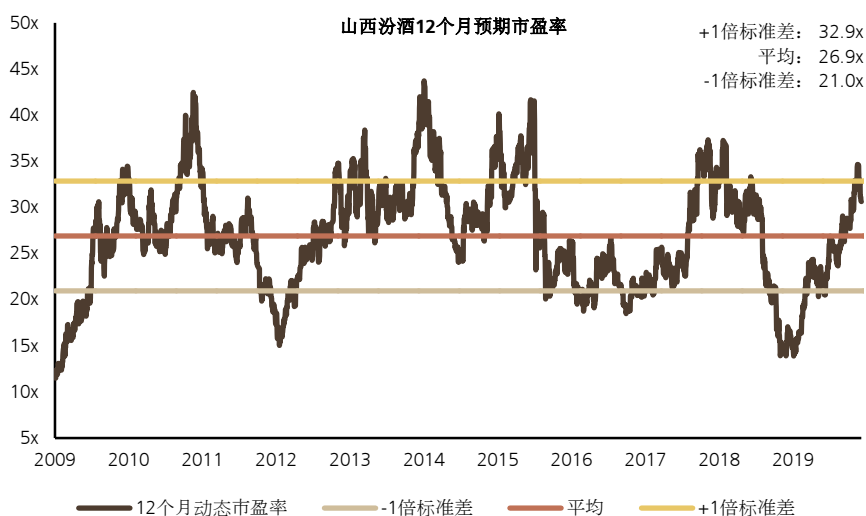
来源: 公司数据

图表 40: 知名白酒品牌的购买转化率 (购买率/品牌认知度)



来源: UBS Evidence Lab 中国高端酒类需求调查

## 什么已反映在股价中？

[返回](#) ↑

来源: 公司数据, 万得, 瑞银证券估算

**历史 12 个月动态市盈率:** 汾酒目前股价对应 31 倍的 12 个月动态市盈率, 比其 27 倍的十年均值高 0.7 个标准差, 但略低于 2017 年下半年到 2018 年上半年的高点, 当时市场逐步认识到在本轮始于 2017 年初的国企改革驱动下, 公司基本面有所改善。

2018 年 6-11 月, 汾酒估值随白酒板块下行, 贸易摩擦和经济放缓给白酒板块带来负面影响。之后到了 2019 年, 在市场情绪好转及其强劲业绩 (受助于持续的区域扩张) 的推动下, 汾酒估值持续回升。

截至目前, 我们认为汾酒估值公允。经过 2017-19 年的利润快速增长后, 公司来自区域扩张的增长潜能仍较大, 尽管有些同业在经历收入/利润增速的急剧放缓。

**同业估值对比:** 虽然汾酒目前 30 倍的 2020 年预期市盈率高于国内白酒同业均值, 但我们认为其估值溢价较好体现了投资者对汾酒未来几年在持续的区域扩张和国企改革引领下、盈利可持续发展的信心。目前在宏观不确定性背景下, 重振品牌价值和定位良好的产品组合或使汾酒的增长可见性高于大多数同业, 这也为其估值提供了支撑。

图表 41: 瑞银证券预测与万得市场预期对比

百万元	销售收入			净利润		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
瑞银证券预测	11,773	13,915	16,057	2,053	2,545	2,988
万得一致预期	11,762	14,001	16,253	1,957	2,451	2,974
差异	0.1%	-0.6%	-1.2%	4.9%	3.8%	0.5%

来源: 万得, 瑞银证券估算

**瑞银证券预测与万得市场预期对比:** 我们的 2020-21 年盈利预测比万得一致预期高 1-4%。但如果剔除公司 2019 年 11 月 26 日所公告的少数股东权益收购给 2019-21 年盈利带来的约 6% 增厚, 我们的利润率预测低于市场预期。



这主要是我们对公司的利润率扩张前景更为谨慎。展望 2020-21 年，我们预计汾酒的销售费用率的增长将抵消掉毛利率温和升幅的大部分，使得净利率提升幅度有限。

图表 42: 估值对比表

	Mkt cap (US\$ m)	Share price(LC)	CY PE		EPS CAGR 18-20E	EV/EBITDA		PB		ROE		Div Yld		PEG 18-20E
			19E	20E		19E	20E	19E	20E	19E	20E	19E	20E	
山西汾酒*	10,860	88.08	37.3x	30.2x	31.7%	24.9x	20.3x	9.9x	8.4x	29.5%	30.2%	2.7%	3.3%	1.18
<b>中国内地/香港</b>														
贵州茅台*	199,463	1122.33	32.8x	27.2x	21.3%	22.1x	18.1x	10.2x	8.4x	34.4%	34.1%	1.6%	2.0%	1.54
五粮液*	70,539	128.45	28.3x	22.6x	28.5%	18.7x	14.6x	6.6x	5.6x	25.5%	27.4%	1.9%	2.7%	0.99
洋河股份*	21,316	99.98	18.2x	16.0x	7.7%	11.8x	10.1x	4.1x	3.6x	23.4%	24.0%	3.4%	4.1%	2.36
泸州老窖*	16,935	81.72	25.5x	20.5x	29.4%	17.5x	13.8x	6.1x	5.3x	25.8%	28.1%	2.6%	3.2%	0.87
水井坊*	3,906	56.51	35.7x	30.2x	25.5%	24.8x	20.8x	13.5x	10.5x	39.4%	38.4%	1.1%	1.3%	1.40
古井贡酒	7,079	113.50	25.3x	20.1x	29.6%	15.0x	11.9x	5.7x	4.7x	24.0%	24.9%	1.3%	1.7%	0.86
口子窖	4,521	53.20	17.4x	15.0x	17.9%	11.9x	n.a	4.3x	3.6x	25.3%	24.5%	2.3%	2.6%	0.97
今世缘	5,385	30.31	26.3x	20.8x	26.0%	17.6x	13.9x	5.2x	4.3x	20.3%	21.6%	1.3%	1.6%	1.01
青青稞酒	660	10.35	60.9x	32.3x	15.7%	29.1x	16.6x	-	-	n.a	n.a	n.a	n.a	3.88
沱牌舍得	1,388	29.06	25.1x	19.6x	20.3%	16.8x	13.3x	3.4x	3.0x	14.5%	16.1%	0.6%	0.9%	1.23
酒鬼酒	1,706	37.07	43.0x	31.5x	31.0%	28.8x	22.8x	5.0x	4.4x	11.8%	14.2%	0.7%	0.9%	1.39
顺鑫农业	5,150	49.02	33.2x	25.3x	39.0%	19.8x	n.a	4.4x	3.8x	13.2%	15.2%	0.9%	1.2%	0.85
<b>平均</b>			<b>31.0x</b>	<b>23.4x</b>		<b>19.5x</b>	<b>15.6x</b>	<b>6.2x</b>	<b>5.2x</b>	<b>23.4%</b>	<b>24.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.45</b>
<b>中值</b>			<b>27.3x</b>	<b>21.7x</b>	<b>25.7%</b>	<b>18.2x</b>	<b>14.2x</b>	<b>5.2x</b>	<b>4.4x</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.12</b>
<b>国际</b>														
Remy Cointreau	6,266	112.80	32.5x	28.9x	8.7%	19.6x	19.4x	3.9x	3.8x	12.0%	12.2%	1.5%	1.7%	3.74
Constellation Brands	35,190	184.49	21.5x	20.3x	-0.4%	15.7x	16.5x	2.4x	2.9x	17.7%	12.3%	1.6%	1.6%	n.m
United Spirits	6,043	596	50.1x	40.0x	23.1%	32.8x	28.5x	14.0x	10.8x	25.3%	25.0%	0.0%	-	2.17
Diageo	94,576	31	23.0x	21.4x	8.3%	18.0x	17.5x	9.1x	8.4x	34.6%	38.9%	0.0%	2.3%	2.78
Pernod Ricard	47,820	162.65	24.5x	22.1x	11.2%	17.8x	16.3x	2.7x	2.5x	10.8%	11.1%	1.6%	2.1%	2.19
Brown-Forman	31,206	66.70	37.6x	35.3x	7.1%	27.5x	27.1x	6.8x	16.3x	56.4%	47.0%	1.0%	1.0%	5.28
Anheuser-Busch Inbev	133,224	71.03	17.1x	16.8x	16.7%	11.2x	10.8x	2.1x	2.0x	14.0%	12.7%	2.5%	2.5%	1.03
Carlsberg	22,251	992.00	24.5x	22.3x	13.3%	11.8x	11.2x	3.3x	3.3x	13.8%	14.9%	2.0%	2.2%	1.84
Molson Coors	10,869	50.10	11.6x	12.4x	-10.5%	8.7x	9.0x	0.8x	0.8x	6.9%	6.5%	3.9%	4.5%	n.m
Heineken	59,848	93.80	21.3x	19.8x	5.6%	12.6x	12.0x	3.4x	3.2x	16.2%	16.2%	1.8%	1.9%	3.80
Asahi	23,480	5274	16.3x	14.1x	6.6%	11.0x	9.8x	2.0x	1.7x	12.5%	12.8%	1.9%	2.2%	2.48
Kirin	20,448	2430.00	31.0x	15.0x	-6.0%	12.9x	10.7x	2.3x	2.2x	8.0%	14.6%	2.6%	2.8%	n.m
Thai Beverage	16,458	0.90	20.6x	18.1x	12.9%	19.0x	16.7x	4.3x	3.7x	19.7%	21.3%	53.6%	2.7%	1.60
Treasury Wine	8,596	17.44	26.3x	21.8x	19.9%	17.4x	14.7x	3.4x	3.2x	12.1%	13.9%	2.2%	2.7%	1.32
<b>平均 (烈酒)</b>			<b>31.5x</b>	<b>28.0x</b>		<b>21.9x</b>	<b>20.9x</b>	<b>6.5x</b>	<b>7.5x</b>	<b>26.1%</b>	<b>24.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.23</b>
<b>中值 (烈酒)</b>			<b>28.5x</b>	<b>25.5x</b>	<b>8.5%</b>	<b>18.8x</b>	<b>18.5x</b>	<b>5.4x</b>	<b>6.1x</b>	<b>21.5%</b>	<b>18.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.78</b>
<b>平均 (全部)</b>			<b>26.1x</b>	<b>22.6x</b>		<b>17.3x</b>	<b>16.2x</b>	<b>4.5x</b>	<b>4.9x</b>	<b>19.2%</b>	<b>18.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.63</b>
<b>中值 (全部)</b>			<b>24.5x</b>	<b>21.6x</b>	<b>8.5%</b>	<b>17.6x</b>	<b>16.4x</b>	<b>3.4x</b>	<b>3.2x</b>	<b>15.1%</b>	<b>14.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.84</b>

来源: \*瑞银证券估算, 其余则为汤森路透数据, 按 2019 年 12 月 4 日收盘价计算

## 乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑

汾酒当前股价报 **88.08**  
元 (12月4日收盘  
价)

价值影响因素 (2020E)	山西省外收入增速	山西省内收入增速	毛利率	销售费用率
乐观情景估值 132.00 元	33.0%	12.0%	69.7%	17.8%
目标价 90.00 元	28.0%	9.6%	69.2%	18.2%
悲观情景估值 56.00 元	23.0%	6.0%	68.6%	19.3%

来源: 瑞银证券估算

## 当前股价面临的风险指向中间 (1.4 : 1)

山西汾酒当前股价报 **88.08 元** (12月4日收盘价)。

**乐观情景 (每股估值 132.00 元):** 乐观情景下, 如果汾酒的区域扩张进展好于预期, 那么该公司 2020 年的山西省外收入增长或达到 33%。同时, 得益于需求强劲, 汾酒在山西省的收入可能增长 12%。再加上 69.7%/17.8% 的毛利率/销售费用率假设, 我们得到 3.15 元的 2020 年 EPS 预测值; 基于 42 倍的 2020 年预期市盈率, 我们得出 132.00 元的乐观情景估值。

**基准情景 (目标价 90.00 元):** 基准情景下, 我们预计 2020 年汾酒在山西省外市场录得 28% 的收入增长, 得益于公司在环山西市场及其他地区的持续区域扩张。同时我们认为, 在省内市场平稳、宏观经济转弱的背景下, 2020 年汾酒在省内的收入增长或放缓至 9.6%。2020 年毛利率或提升 0.8 个百分点至 69.2%, 主要归因于青花引领下的产品结构升级和玻汾出厂价的温和上涨。鉴于竞争不断加剧、区域扩张下的品牌/渠道建设费用投入较高, 我们预计 2020 年汾酒的销售费用率将比 2019 年上升 0.2 个百分点至 18.2%。综上, 我们得到 2.92 元的 2020 年每股收益。我们 90.00 元的目标价基于 DCF 法得出 (WACC: 9.2%), 对应 31 倍的 2020 年预期市盈率。

**悲观情景 (每股估值 56.00 元):** 悲观情景下, 如果汾酒的区域扩张进展慢于预期, 该公司 2020 年的山西省外收入增长或为 23%。同时, 由于需求形势不佳, 汾酒在山西省的收入可能仅增长 6%。再加上 68.6%/19.3% 的毛利率/销售费用率假设, 我们得到 2.66 元的 2020 年 EPS 预测值; 基于 21 倍的 2020 年预期市盈率, 我们得出 56.00 元的悲观情景估值。

图表 43: DCF 估值假设

假设	
第二阶段 时间跨度	10 年
再投资率	30.0%
第二阶段 投入资本回报率	68.3%
第二阶段 增长率	20.5%
终期 增长率	5.0%
终期 投入资本回报率	15.0%
加权平均资本成本	
无风险利率	3.1%
权益风险溢价	5.0%
β系数	1.2
权益成本	9.2%
债务成本	4.0%
边际税率	25.0%
税后债务成本	3.0%
债务/总资本	0.0%
加权平均资本成本	9.2%

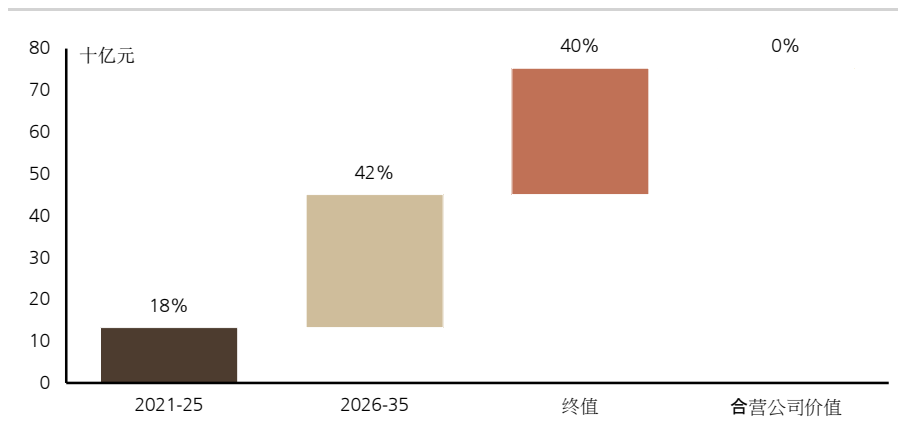
来源:瑞银证券估算

图表 44: DCF 估值摘要

估值	(人民币 百万元)
第一阶段 DCF估值	13,245
第二阶段 DCF估值	31,800
第三阶段 终值	30,214
非核心业务价值	4
<b>企业价值</b>	<b>75,263</b>
调整:	
净现金/(净债务)	3,464
少数股东权益	(291)
<b>净现值</b>	<b>78,435</b>
已发行股份数(百万)	872
<b>目标价(元)</b>	<b>90.00</b>

来源:瑞银证券估算

图表 45: 各阶段的企业价值分解



来源:瑞银证券估算

## 公司背景

[返回 ↑](#)

山西杏花村汾酒厂股份有限公司（“汾酒”）生产和销售汾、竹叶青、杏花村等品牌白酒，青花和玻汾是其两大旗舰产品（两者对 2018 年公司的收入贡献均超 20%）。2018 年汾酒收入达到 94 亿元人民币，山西省外收入占比已达 43%。截至 2018 年末，汾酒集团（国企）和华润分别持有汾酒 59% 和 11% 的股份。

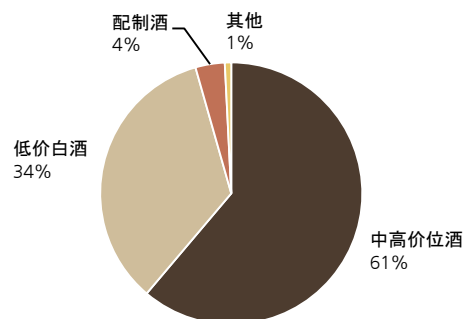
## 行业前景

受中国政府反腐影响，白酒行业自 2012 年以来经历了两年多的低迷，2015/16 年在超高端白酒以及部分区域性中/高端品牌的带动下开始呈现弱复苏迹象。2017 年到 2018 年上半年，超高端和高端白酒需求强劲复苏，2018 年下半年至今需求增长常态化放缓。但由于产能过剩以及同质化，低端白酒仍承受较大压力。

回顾历史，2015 至 2019 年，更高端白酒消费结构重塑，从政府驱动到家庭主导转型（我们认为仍行至半途），导致主要企业的供给侧重大改革。展望未来，基于中国独特的白酒文化（家庭/商务聚会场合情感交流的特殊媒介）和仍然较低的渗透率，我们认为更高端白酒的增长前景向好。

我们认为，以下因素将继续成为白酒行业的关键驱动力：1) 消费升级（可支配收入增加驱动高端化）至更高端酒而非增加饮酒量（中国的人均饮酒量在已处于全球较高水平）；2) 和伴随人口老龄化，日益增长的健康意识（“喝得好，喝得少”的趋势）。因此我们认为，在行业销量增长趋弱的形势下，拥有强大品牌、稀缺产能、优质产品和/或整合力良好（即广泛的分销网络、有效的战略、良好的执行力和充裕的现金等）的白酒企业更可能获得市场份额并逐渐成为全国性企业。□

## 收入分产品（2018）



来源：公司数据

## 毛利润分产品

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中高端酒	2,816	4,315	5,228	6,014	6,862
低端酒	1,302	1,638	2,463	3,172	3,819
配制酒	136	212	318	396	471
其他	30	48	48	48	48
<b>总计</b>	<b>4,284</b>	<b>6,212</b>	<b>8,057</b>	<b>9,629</b>	<b>11,200</b>

来源：公司数据，瑞银证券估算

注：毛利润为剔除税金及附加前数据

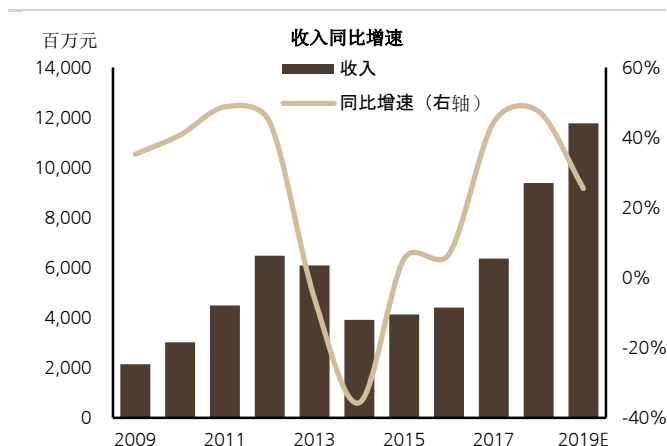
## 公司背景

### 数说山西汾酒

经过 2013-14 年政府加强反腐带来的低迷期后，汾酒销售收入一直持续大幅回升，有望在 2019 年创下新高，公司利润率也从 2015 年起持续恢复。

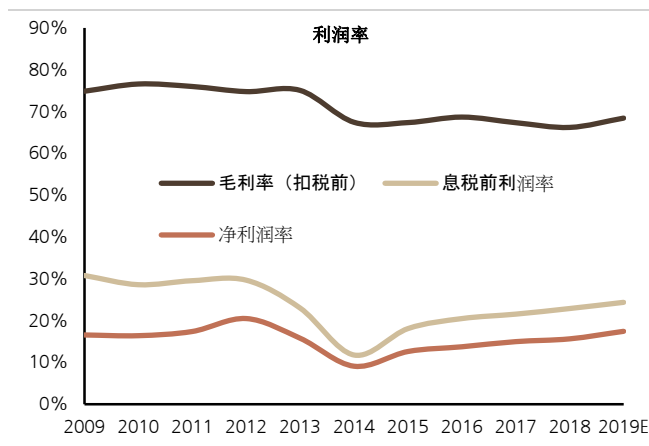
截至 2018 年，山西省内市场占汾酒总收入的 57%；中高价位酒（青花系列、巴拿马和老白汾）贡献公司 61% 的收入，随后为低价白酒（包括玻汾）和配制酒（主要是竹叶青）。

图表 46: 2017 年起汾酒收入强劲增长



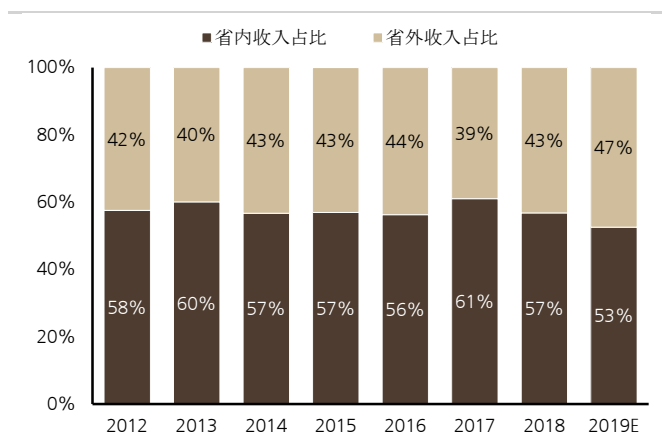
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 47: 汾酒毛利率和净利率



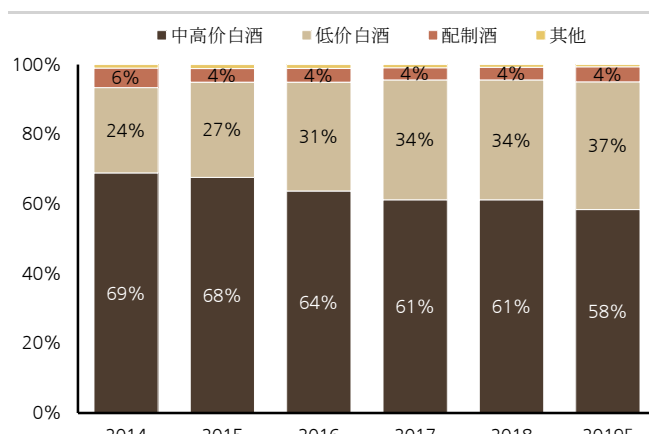
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 48: 收入构成 (分区域)



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 49: 收入构成 (分产品)



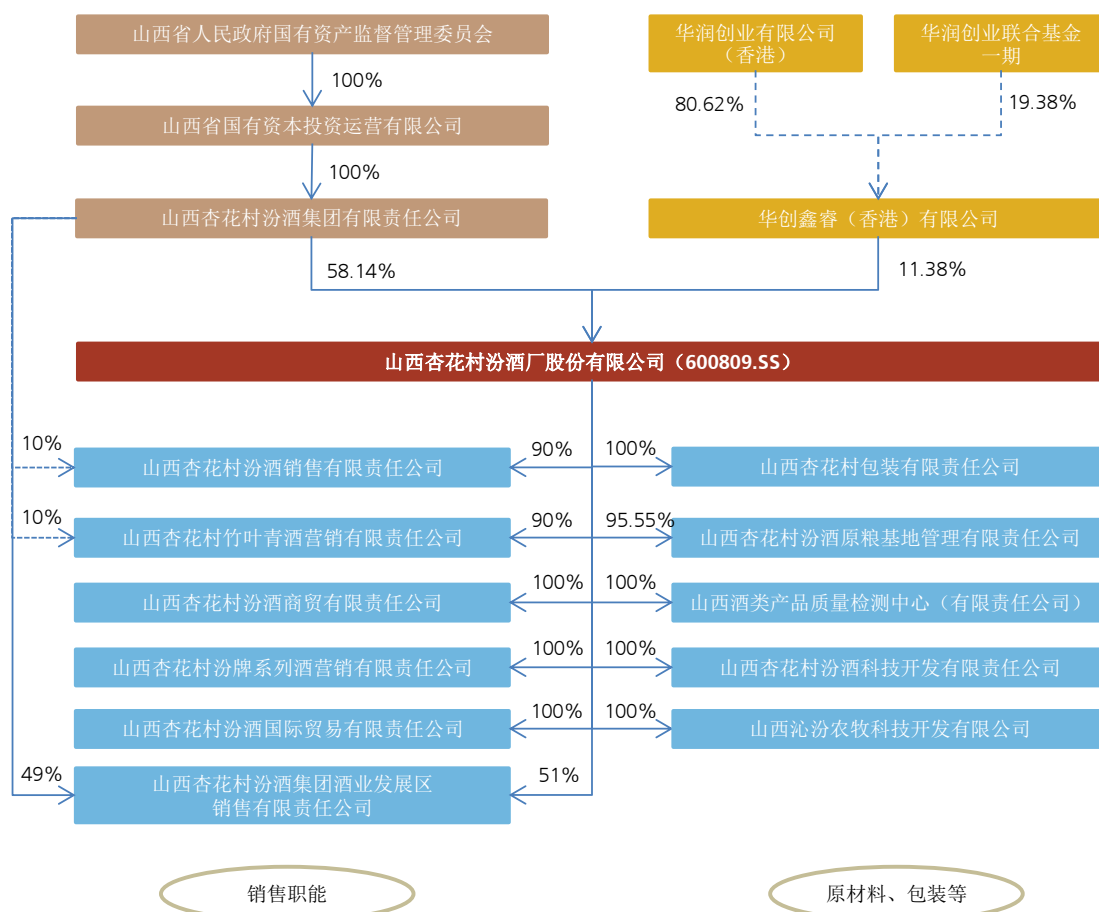
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 50: 公司发展里程碑

时间	公司里程碑
1915	汾酒在巴拿马万国博览会上荣获甲等金质大奖章
1949	国营山西杏花村汾酒厂成立
1952-89	汾酒在第一届至第五届全国评酒会上获得国家名酒称号
1963-79	竹叶青在第二届、第三届全国评酒会上获得国家名酒称号
1993	山西杏花村汾酒厂改组为杏花村汾酒（集团）公司
1993	山西杏花村汾酒（集团）公司组建山西杏花村汾酒厂股份有限公司，后者在上海证券交易所挂牌上市
1997	推出青花汾酒 30 年，进入高档酒市场
2002	杏花村汾酒（集团）公司改制为山西杏花村汾酒集团有限责任公司
2017	汾酒集团与山西省国资委签订 2017-19 年经营业绩责任书
2018	引入华润作为战略投资者
2018	向管理层和员工推出限制性股票激励计划
2018-19	收购汾酒集团的其他白酒资产以减少关联交易

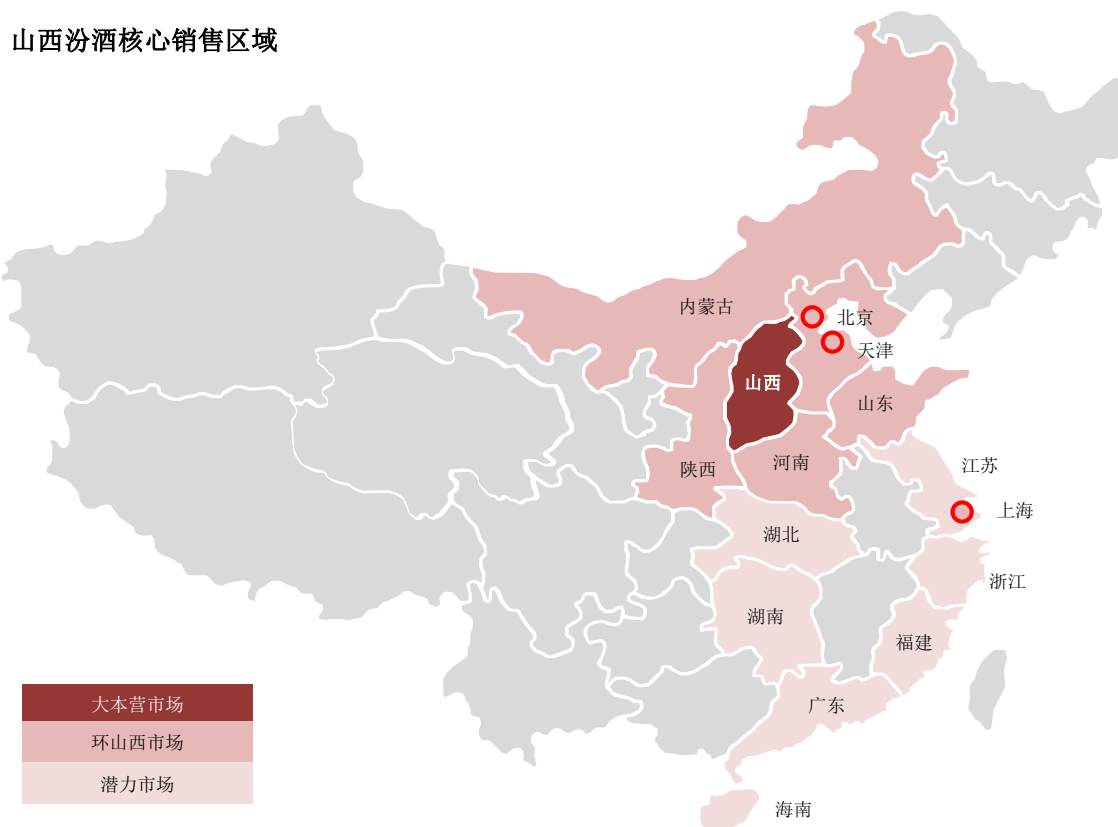
来源: 公司数据

图表 51: 山西汾酒公司结构（截至 2019 年 3 季度末）



注: \* 2019 年 11 月 26 日, 汾酒宣布收购控股股东汾酒集团所持有的山西杏花村汾酒销售有限责任公司 10% 股权;  
 \*\* 2019 年 11 月 26 日, 汾酒宣布收购控股股东汾酒集团所持有的山西杏花村竹叶青营销有限责任公司 10% 股权。  
 来源: 公司数据, 国家企业信用信息公示系统

图表 52: 汾酒市场地理分布 – 公司在华北市场地位强势



来源: 公司数据, 瑞银证券研究

### 白酒香型和汾酒生产工艺

白酒可按香型分类。其中，浓香、酱香和清香为三大主流香型。小众香型包括米香、凤香、芝麻香、董香、老白干香等。从销售收入和品牌定位/知名度来看，汾酒为清香型白酒龙头品牌。

图表 53: 白酒主要香型

香型分类	特点	代表品牌
浓香型	酒味芳香浓郁，绵柔甘烈，香味协调，绵甘适口，回味悠长	五粮液，泸州老窖，洋河，剑南春，水井坊
酱香型	清澈透明，色泽微黄，酱香突出，回味悠长	贵州茅台，郎酒，习酒
清香型	入口绵，落口甜，香气清正	山西汾酒，宝丰，红星，牛栏山
兼香型	混合两种或两种以上香型	口子窖，白云边

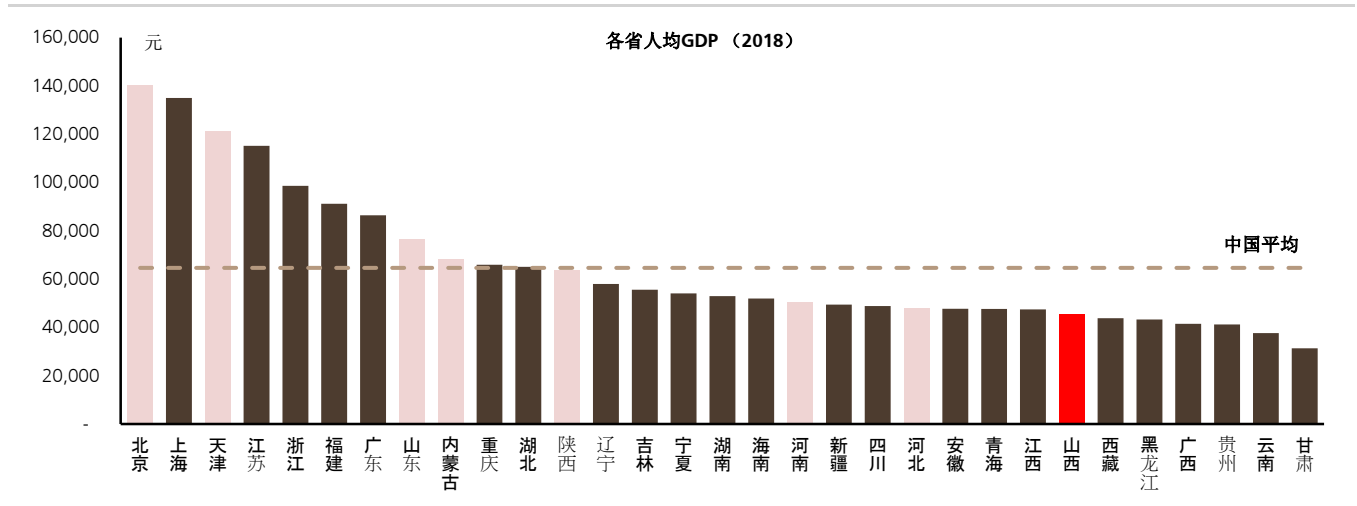
来源: 公司数据、瑞银证券研究

汾酒主要原料包括高粱、大麦、豌豆和水。汾酒生产工艺的一个显著特征是地缸发酵。从粮食到基酒的生产周期通常持续约 1 个月。汾酒高端产品所用基酒需窖藏至少 3 年才能勾兑、包装成为产成品。

## 关于山西省

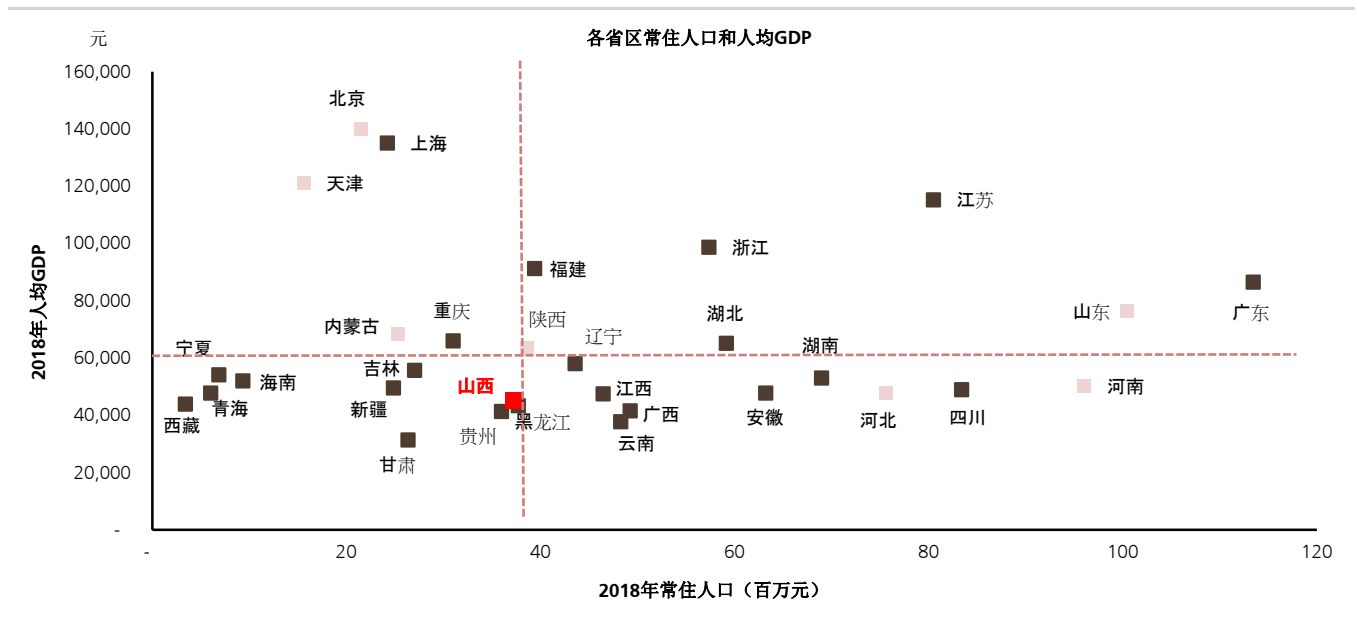
汾酒的大本营市场是山西省，2018 年山西人口数量和人均 GDP 均低于全国平均水平。而环山西市场或是人口大省（山东、河南和河北），或为经济较发达地区（北京和天津）。

图表 54: 山西人均 GDP 低于全国平均水平（2018 年）



注: 浅红柱体为环山西市场, 深红柱体为山西市场  
来源: 国家统计局

图表 55: 山西人口和人均 GDP 低于全国平均水平（2018 年）



注: 浅红色方块为环山西市场, 深红方块为山西市场  
来源: 国家统计局



## 盈利预测

我们预计汾酒 2018-21 年利润年均复合增速为 27%。

### 2019-21 年收入增长可能保持高位

我们预计汾酒 2017-19 年收入年均复合增速为 36%，之后 2019-21 年收入年均复合增速依然强劲为 17%。产品方面，我们预计青花/玻汾/巴拿马/老白干 2019-21 年收入复合增速为 21%/26%/11%/9%，主要受各自销量推动（年复合增速为 19%/21%/8%/7%）。价格方面，我们预计上述主要产品均价均受出厂价小幅提升推动而温和提升。

### 2020-21 年毛利率可能缓慢增长，主要系产品结构略有升级及出厂价提升

我们预计汾酒 2020/21 年毛利率（税金及附加扣除前）上升 0.8 / 0.6 个百分点，因其主要产品出厂价年均提升 1-4% 及高利润产品青花系列收入占比上升。我们预计 2019 年毛利率增长 2.2 个百分点，部分原因是受汾酒集团白酒资产整合和 2019 年 2 季度以来增值税下调等一次性因素影响。

### 2019 年起税金及附加/销售收入比率或持平

我们预计汾酒税金及附加/收入比率从 2019 年起保持在 19%，消费税/收入比率保持在 2018 年 15.8% 这一水平。该假设对应的从价消费税占收入之比约为 15%，在白酒行业内相对较高且高于法定水平 12%。

### 2020-21 年销售费用率可能持续上行，而管理费用率可能略降

我们预计汾酒 2020-21 年销售费用率年均增加 0.2 个百分点，主要由于其山西省外扩张费用增长，尤其在白酒行业竞争加剧情况下。另一方面，尽管其 2018 年股票激励计划将带来相关费用，但由于存在运营杠杆，公司 2020-21 年管理费用率可能年均略降 0.1 个百分点。

### 分红率

我们预计汾酒分红率从 2018 年 44% 低位反弹至 2019-21 年的 55%，主要由于公司现金流状况良好及 2018 年股票激励计划完成后提高分红率的动力提升。

图表 56: 利润表预测

(百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3,916</b>	<b>4,129</b>	<b>4,405</b>	<b>6,361</b>	<b>9,382</b>	<b>11,773</b>	<b>13,915</b>	<b>16,057</b>	<b>18,437</b>
中高价白酒	2,698	2,793	2,808	3,893	5,739	6,873	7,863	8,922	10,127
低价白酒	959	1,128	1,375	2,188	3,230	4,320	5,352	6,319	7,380
配制酒	219	161	174	224	339	506	626	741	855
其他	39	47	48	56	74	74	74	74	74
<b>毛利率(扣税金及附加前)</b>	<b>67.4%</b>	<b>67.4%</b>	<b>68.7%</b>	<b>67.3%</b>	<b>66.2%</b>	<b>68.4%</b>	<b>69.2%</b>	<b>69.8%</b>	<b>70.3%</b>
税金及附加占收入比例	15.0%	16.5%	19.7%	19.5%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
<b>毛利率(扣税金及附加后)</b>	<b>52.4%</b>	<b>50.8%</b>	<b>48.9%</b>	<b>47.9%</b>	<b>47.1%</b>	<b>49.3%</b>	<b>50.1%</b>	<b>50.6%</b>	<b>51.2%</b>
销售费用率	28.5%	22.2%	17.6%	17.9%	17.3%	18.0%	18.2%	18.5%	18.7%
管理费用率	11.4%	10.2%	10.0%	8.6%	6.8%	6.9%	6.8%	6.7%	6.5%
<b>息税前利润</b>	<b>461</b>	<b>747</b>	<b>902</b>	<b>1,371</b>	<b>2,147</b>	<b>2,869</b>	<b>3,483</b>	<b>4,080</b>	<b>4,791</b>
<b>息税前利润率</b>	<b>11.8%</b>	<b>18.1%</b>	<b>20.5%</b>	<b>21.5%</b>	<b>22.9%</b>	<b>24.4%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.4%</b>	<b>26.0%</b>
净财务收入/(费用)占收入比例	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.6%	0.7%	0.8%
有效税率	25.0%	28.7%	30.3%	27.4%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
<b>净利润</b>	<b>356</b>	<b>521</b>	<b>605</b>	<b>952</b>	<b>1,467</b>	<b>2,053</b>	<b>2,545</b>	<b>2,988</b>	<b>3,517</b>
<b>净利润率</b>	<b>9.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.6%</b>	<b>17.4%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.6%</b>	<b>19.1%</b>

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 57: 资产负债表预测

(百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>现金及现金等价物</b>	<b>743</b>	<b>996</b>	<b>1,138</b>	<b>1,259</b>	<b>1,089</b>	<b>2,235</b>	<b>3,975</b>	<b>3,890</b>	<b>6,180</b>
存货	1,898	1,918	1,919	2,448	3,156	4,263	4,430	5,424	6,092
应收款项	1,078	1,238	1,517	2,262	3,706	3,110	3,803	4,174	4,278
其他流动资产	87	112	214	830	1,065	1,214	1,124	1,272	1,188
<b>流动资产</b>	<b>3,807</b>	<b>4,264</b>	<b>4,787</b>	<b>6,799</b>	<b>9,016</b>	<b>10,822</b>	<b>13,332</b>	<b>14,761</b>	<b>17,738</b>
净有形固定资产	1,528	2,014	2,166	2,072	1,904	1,945	2,143	2,518	2,864
净无形资产	235	229	231	230	223	218	213	208	202
其他资产	217	199	232	403	685	685	685	685	685
<b>总资产</b>	<b>5,786</b>	<b>6,707</b>	<b>7,417</b>	<b>9,504</b>	<b>11,829</b>	<b>13,670</b>	<b>16,373</b>	<b>18,171</b>	<b>21,489</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0
预收账款	389	389	538	983	1,653	1,830	2,287	2,464	2,991
应付款项	1,198	1,546	1,765	2,463	3,066	3,205	4,023	4,043	4,956
其他短期负债	264	275	266	456	591	591	591	591	591
<b>流动负债</b>	<b>1,850</b>	<b>2,209</b>	<b>2,569</b>	<b>3,902</b>	<b>5,309</b>	<b>5,626</b>	<b>6,900</b>	<b>7,097</b>	<b>8,538</b>
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	2	11	17	38	38	38	38	38
总负债	1,850	2,211	2,580	3,919	5,347	5,664	6,938	7,135	8,576
权益	3,892	4,425	4,760	5,366	6,214	7,727	9,143	10,731	12,605
少数股东权益	44	71	77	219	267	279	291	305	308
<b>负债与股东权益合计</b>	<b>5,786</b>	<b>6,707</b>	<b>7,417</b>	<b>9,504</b>	<b>11,829</b>	<b>13,670</b>	<b>16,373</b>	<b>18,171</b>	<b>21,489</b>

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 58: 现金流量表预测

(百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>356</b>	<b>521</b>	<b>605</b>	<b>952</b>	<b>1,467</b>	<b>2,053</b>	<b>2,545</b>	<b>2,988</b>	<b>3,517</b>
折旧与摊销	72	75	139	141	149	153	166	189	218
运营资金净变化	(51)	192	80	(277)	(791)	(343)	505	(1,317)	754
其他经营项目	39	(360)	(238)	158	141	13	16	19	22
<b>经营现金流</b>	<b>416</b>	<b>428</b>	<b>586</b>	<b>975</b>	<b>966</b>	<b>1,876</b>	<b>3,233</b>	<b>1,879</b>	<b>4,511</b>
资本开支	(301)	(177)	(107)	(67)	(75)	(191)	(361)	(561)	(561)
其他投资项目	3	(4)	(32)	(293)	(286)	1	1	1	1
<b>投资现金流</b>	<b>(298)</b>	<b>(181)</b>	<b>(139)</b>	<b>(360)</b>	<b>(361)</b>	<b>(190)</b>	<b>(360)</b>	<b>(560)</b>	<b>(560)</b>
股息	(303)	0	(277)	(476)	(520)	(649)	(1,129)	(1,400)	(1,643)
增发	0	0	0	0	0	6	0	0	0
债务变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他融资项目	(8)	6	(28)	(31)	(256)	104	(3)	(4)	(17)
<b>融资现金流</b>	<b>(311)</b>	<b>6</b>	<b>(305)</b>	<b>(507)</b>	<b>(776)</b>	<b>(540)</b>	<b>(1,132)</b>	<b>(1,404)</b>	<b>(1,661)</b>
<b>现金流增/ (减)</b>	<b>(193)</b>	<b>253</b>	<b>142</b>	<b>109</b>	<b>(171)</b>	<b>1,146</b>	<b>1,740</b>	<b>(85)</b>	<b>2,290</b>
<b>现金及现金等价物</b>	<b>743</b>	<b>996</b>	<b>1,138</b>	<b>1,259</b>	<b>1,089</b>	<b>2,235</b>	<b>3,975</b>	<b>3,890</b>	<b>6,180</b>

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

**\*UBS Evidence Lab** 是一个独立于瑞银研究部的卖方专家团队, 工作范围覆盖 12 个专业领域以及 45 个细分研究室, 致力于创建对公司、行业或市场热点问题能够提供深入洞察的数据。每个月, 该团队会利用一系列工具和技术来收集、清洗和关联数十亿项数据, 进而将其转化为可用于投资研究的论据。从 2014 年起, 瑞银研究部分析师一直都得到 UBS Evidence Lab 的专业支持, 并基于后者提供的论据撰写了逾 3000 篇特色鲜明的瑞银研究报告。UBS Evidence Lab 本身不提供研究、投资建议或意见, 仅为瑞银研究部及其客户提供富于洞见的数据集以进行进一步分析。

UBS Evidence Lab 于 2019 年 8 月在中国大陆 1 线和 2 线城市进行了一次在线调查, 共采访了 1,050 名富裕消费者, 他们至少每月购买一次酒精饮料, 而且必须在干邑、威士忌或白酒花费上分别满足一定标准。本报告主要使用了 UBS Evidence Lab 的中国高档酒类需求调查和中国白酒消费调查。从总样本 (1,050 人) 中所得结论的潜在抽样误差为 +/- 2.48%, 置信度 90%。

这是本系列的第 11 次调查。此前 10 次在线调查进行的时间分别为 2014 年 7 月、2015 年 1 月、2015 年 7 月、2016 年 1 月、2016 年 7 月、2017 年 1 月、2017 年 10 月、2018 年 1 月、2018 年 7 月和 2018 年 12 月。

## 山西汾酒 (600809.SS)

	12/16	12/17	12/18	12/19E	%	12/20E	%	12/21E	12/22E	12/23E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	4,405	6,361	9,382	11,773	25.5	13,915	18.2	16,057	18,437	21,117
毛利	2,156	3,044	4,417	5,804	31.4	6,966	20.0	8,127	9,438	10,936
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,042	1,511	2,295	3,021	31.6	3,649	20.8	4,269	5,009	5,852
折旧和摊销	(139)	(141)	(149)	(153)	2.8	(166)	8.6	(189)	(218)	(238)
息税前利润(UBS)	902	1,370	2,146	2,868	33.7	3,482	21.4	4,079	4,791	5,614
联营及投资收益	0	1	1	1	-11.9	1	0.0	1	1	1
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	18	22	27	9	-66.2	85	NM	109	140	191
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	920	1,393	2,174	2,878	32.4	3,569	24.0	4,189	4,932	5,806
税项	(278)	(382)	(615)	(813)	-32.4	(1,009)	-24.0	(1,184)	(1,394)	(1,641)
税后利润	642	1,012	1,560	2,065	32.4	2,560	24.0	3,005	3,538	4,165
优先股股息及少数股权	(36)	(59)	(93)	(12)	87.1	(15)	-24.0	(17)	(21)	(24)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	605	952	1,467	2,053	40.0	2,545	24.0	2,988	3,517	4,141
净利润(UBS)	605	952	1,467	2,053	40.0	2,545	24.0	2,988	3,517	4,141
税率(%)	30.3	27.4	28.3	28.3	0.0	28.3	0.0	28.3	28.3	28.3
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.70	1.10	1.69	2.36	39.4	2.92	23.7	3.43	4.04	4.75
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.70	1.10	1.69	2.36	39.4	2.92	23.7	3.43	4.04	4.75
每股收益(UBS, 基本)	0.70	1.10	1.69	2.36	39.4	2.92	23.7	3.43	4.04	4.75
每股股息净值(Rmb)	0.70	1.10	1.69	2.36	39.4	2.92	23.7	3.43	4.04	4.75
每股账面价值	5.50	6.20	7.18	8.87	23.5	10.49	18.3	12.31	14.46	16.99
平均股数(稀释后)	865.85	865.85	865.85	869.26	0.4	871.53	0.3	871.53	871.53	871.53
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	1,138	1,259	1,089	2,235	105.3	3,975	77.9	3,890	6,180	7,483
其他流动资产	3,649	5,539	7,927	8,587	8.3	9,356	9.0	10,871	11,558	12,918
流动资产总额	4,787	6,799	9,016	10,822	20.0	13,332	23.2	14,761	17,738	20,401
有形固定资产净值	2,166	2,072	1,904	1,945	2.2	2,143	10.2	2,518	2,864	2,890
无形固定资产净值	231	230	223	218	-2.3	213	-2.4	208	202	197
投资/其他资产	232	403	685	685	0.0	685	0.0	685	685	685
总资产	7,417	9,504	11,829	13,670	15.6	16,373	19.8	18,171	21,489	24,173
应付账款和其他短期负债	2,569	3,902	5,309	5,626	6.0	6,900	22.7	7,097	8,538	9,012
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	2,569	3,902	5,309	5,626	6.0	6,900	22.7	7,097	8,538	9,012
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	11	17	38	38	0.0	38	0.0	38	38	38
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,580	3,919	5,347	5,664	5.9	6,938	22.5	7,135	8,576	9,050
普通股股东权益	4,760	5,366	6,214	7,727	24.3	9,143	18.3	10,731	12,605	14,811
少数股东权益	77	219	267	279	4.5	291	4.3	305	308	312
负债和权益总计	7,417	9,504	11,829	13,670	15.6	16,373	19.8	18,171	21,489	24,173
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	605	952	1,467	2,053	40.0	2,545	24.0	2,988	3,517	4,141
折旧和摊销	139	141	149	153	2.8	166	8.6	189	218	238
营运资本变动净值	(222)	(152)	(725)	(343)	52.7	505	-	(1,317)	754	(886)
其他营业性现金流	64	34	75	13	-82.2	16	21.6	19	22	26
经营性现金流	586	975	966	1,876	94.3	3,233	72.3	1,879	4,511	3,518
有形资本支出	(107)	(67)	(75)	(191)	-155.1	(361)	-89.0	(561)	(561)	(261)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(32)	(293)	(286)	1	-	1	-	1	1	1
投资性现金流	(139)	(360)	(361)	(190)	47.3	(360)	-89.4	(560)	(560)	(260)
已付股息	(277)	(476)	(520)	(649)	-25.0	(1,129)	-73.9	(1,400)	(1,643)	(1,935)
股份发行/回购	0	0	0	110	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(28)	(31)	(256)	0	-	(3)	-	(4)	(17)	(21)
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(305)	(507)	(776)	(540)	30.4	(1,132)	-109.7	(1,404)	(1,661)	(1,955)
现金流量中现金的增加/(减少)	142	109	(171)	1,146	-	1,740	51.8	(85)	2,290	1,303
外汇/非现金项目	0	13	0	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	142	121	(171)	1,146	-	1,740	51.8	(85)	2,290	1,303

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 山西汾酒 (600809.SS)

估值(x)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	29.0	36.3	30.6	37.3	30.2	25.7	21.8	18.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	29.0	36.3	30.6	37.3	30.2	25.7	21.8	18.5
股价/每股现金收益	23.6	31.6	27.7	34.7	28.3	24.2	20.6	17.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.7	2.6	2.0	2.2	3.7	1.7	5.1	4.2
净股息收益率(%)	3.4	2.8	3.3	2.7	3.3	3.9	4.6	5.4
市净率	3.7	6.4	7.2	9.9	8.4	7.2	6.1	5.2
企业价值/营业收入(核心)	3.8	5.3	4.7	6.4	5.3	4.6	3.9	3.3
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	15.9	22.2	19.1	24.9	20.3	17.1	14.4	12.0
企业价值/息税前利润(核心)	18.4	24.4	20.4	26.3	21.2	17.9	15.0	12.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	17.7	23.2	19.8	26.6	22.5	19.7	16.2	12.6
企业价值/运营投入资本	4.6	8.4	9.1	NM	NM	NM	NM	9.8
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
市值	17,566	34,546	44,828	76,764	76,764	76,764	76,764	76,764
净债务 (现金)	(1,067)	(1,199)	(1,174)	(1,662)	(3,105)	(3,933)	(5,035)	(6,832)
少数股东权益	74	148	243	273	285	298	307	310
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>16,573</b>	<b>33,495</b>	<b>43,897</b>	<b>75,376</b>	<b>73,944</b>	<b>73,130</b>	<b>72,036</b>	<b>70,243</b>
非核心资产	(13)	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)
<b>核心企业价值</b>	<b>16,560</b>	<b>33,483</b>	<b>43,884</b>	<b>75,363</b>	<b>73,931</b>	<b>73,116</b>	<b>72,023</b>	<b>70,229</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
营业收入	6.7	44.4	47.5	25.5	18.2	15.4	14.8	14.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	26.8	45.1	51.9	31.6	20.8	17.0	17.3	16.8
息税前利润(UBS)	20.9	51.8	56.7	33.7	21.4	17.1	17.4	17.2
每股收益(UBS 稀释后)	16.2	57.4	54.0	39.4	23.7	17.4	17.7	17.7
每股股息净值	16.2	57.4	54.0	39.4	23.7	17.4	17.7	17.7
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
毛利率	48.9	47.9	47.1	49.3	50.1	50.6	51.2	51.8
息税折旧摊销前利润率	23.6	23.8	24.5	25.7	26.2	26.6	27.2	27.7
息税前利润率	20.5	21.5	22.9	24.4	25.0	25.4	26.0	26.6
净利 (UBS) 率	13.7	15.0	15.6	17.4	18.3	18.6	19.1	19.6
ROIC (EBIT)	25.2	34.3	44.3	51.5	62.2	64.9	69.2	78.3
税后投资资本回报率	17.5	24.9	31.8	36.9	44.6	46.5	49.6	56.1
净股东权益回报率(UBS)	13.2	18.8	25.3	29.5	30.2	30.1	30.1	30.2
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.1)	(0.8)	(0.5)	(0.7)	(1.1)	(0.9)	(1.2)	(1.3)
净债务/总权益 %	(23.5)	(22.5)	(16.8)	(27.9)	(42.1)	(35.2)	(47.9)	(49.5)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(30.8)	(29.1)	(20.2)	(38.7)	(72.8)	(54.4)	(91.8)	(98.0)
净债务/企业价值	(6.9)	(3.8)	(2.5)	(3.0)	(5.4)	(5.3)	(8.6)	(10.7)
资本支出 / 折旧 %	79.8	52.6	53.2	130.2	NM	NM	NM	112.5
资本支出/营业收入(%)	2.4	1.1	0.8	1.6	2.6	3.5	3.0	1.2
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
股息支付率 (UBS) %	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
Mid-/high-end liquor	2,808	3,893	5,739	6,873	7,863	8,922	10,127	11,496
Low-end liquor	1,375	2,188	3,230	4,320	5,352	6,319	7,380	8,578
Blended liquor	174	224	339	506	626	741	855	969
其他	48	56	74	74	74	74	74	74
<b>总计</b>	<b>4,405</b>	<b>6,361</b>	<b>9,382</b>	<b>11,773</b>	<b>13,915</b>	<b>16,057</b>	<b>18,437</b>	<b>21,117</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/16</b>	<b>12/17</b>	<b>12/18</b>	<b>12/19E</b>	<b>12/20E</b>	<b>12/21E</b>	<b>12/22E</b>	<b>12/23E</b>
其他	902	1,370	2,146	2,868	3,482	4,079	4,791	5,614
<b>总计</b>	<b>902</b>	<b>1,370</b>	<b>2,146</b>	<b>2,868</b>	<b>3,482</b>	<b>4,079</b>	<b>4,791</b>	<b>5,614</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+2.2%
预测股息收益率	3.0%
预测股票回报率	+5.2%
市场回报率假设	8.2%
预测超额回报率	-3.0%

---

## 估值方法及风险声明

我们基于 DCF 估值法得出目标价。

我们认为汾酒面临的下行风险包括：1) 经济低迷，这或影响白酒需求及白酒高端化趋势，因而影响汾酒山西省内和省外的收入增长；2) 政府法规或政策可能发生变化（如消费税改革），这或对汾酒盈利能力产生负面影响；3) 全国或区域市场竞争加剧，这或削弱汾酒利润率；4) 食品安全问题，这或损害汾酒品牌形象；5) 战略错误。

汾酒上行风险或包括：1) 白酒需求好于预期驱动汾酒收入增长；2) 如果汾酒国企改革进展比预期更为积极，公司收入/净利润或超预期。

快评

## 新华保险

### 投资者开放日：转型发展，先做大再做强

#### 1+2+1 战略 2020 年开局，保费规模与人力增长

新华保险于 12 月 4 日在深圳召开了投资者开放日，新的管理层团队介绍了公司未来 3-5 年战略包括：提升市占率稳定在行业第一梯队，从单纯的注重价值增长转变为价值和规模同步提升。在产品方面更加专注年金险的销售，人力方面加大投入，给予代理人更多地激励措施，达到保费规模和人力增长的目标，同时新业务价值应也会同步提升。我们认为受首年保费增长的拉动，2020 年公司新业务价值增长预计为高个位数，但新业务价值率降低将会成为公司的新常态。公司目前股价对应 0.80x 2020E UBS adj P/EV。

#### 以增加保费规模为导向，加强年金，重启银保渠道

产品策略方面，与前两年仅注重健康险的策略不同，公司表示未来将同时注重销售以惠添富/惠添利为代表的年金险和以健康无忧为代表的健康险，以保证规模和价值同步增长。产品渠道方面，新华将重启银保渠道，推出趸交产品。开门红方面，公司表示 2020 年采取年金（惠添富）和健康（健康无忧）并重的策略，在 2019 年 12 月-2020 年 1 月（其中 12 月为预售）重点销售年金，过年之后年金险与健康险并重，力争两个险种保费占比 50%/50%（vs19 年 20%/80%）。银保方面，公司目标是 1 季度保费占全年银保保费的 50% 左右。

#### 2019H2 代理人大幅增长，未来目标仍保持增长态势

公司预计 2019 年底人力规模将达到约 50 万人，与 2019H1 比增加 30%，主要是因为产品方面发力销售年金险，同时加大了对代理人的投入（如给新人提供有责底薪等）。公司表示未来队伍建设方面 1) 仍要坚持三高团队的建设（高举绩率，高产能，高留存率）；2) 加大培训；3) 产品对接，更加注重年金险的对接；4) 继续加大财务投入，加大新人的津贴等等；我们认为这样的策略下，代理人的规模和效率将稳步提升。

#### 估值：维持目标价 65.20 元，维持买入评级

我们用 PEV 法给公司估值。我们基于 1.18x 2020E UBS adj P/EV 得到目标价。

#### Equities

中国

人寿保险

**12 个月评级** 买入

**12 个月目标价** Rmb65.20

**股价 (2019 年 12 月 04 日)** Rmb44.25

**路透代码:** 601336.SS **彭博代码** 601336 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb64.43-39.15
市值	Rmb138 十亿/US\$19.6 十亿
已发行股本	3,120 百万 (ORDA)
流通股比例	96%
日均成交量(千股)	13,231
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb648.9
普通股股东权益 (12/19E)	Rmb75.1 十亿
市净率 (12/19E)	1.9x

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/19E	4.30	4.35
12/20E	4.25	4.24
12/21E	5.25	4.89

曹海峰

分析师

S1460519010001

craig.cao@ubssecurities.com

+86-213-866 8821

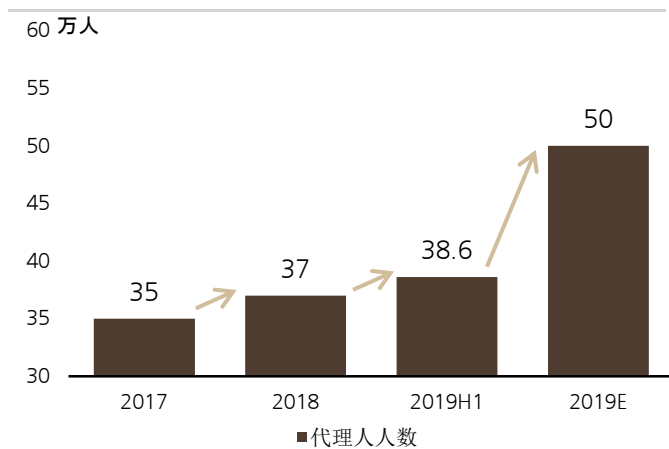
Highlights (Rmb)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.58	1.73	2.54	4.30	4.25	5.25	5.77	6.46
EPS (UBS, diluted)	1.58	1.73	2.54	4.30	4.25	5.25	5.77	6.46
Emb value EPS (UBS)	6.08	6.37	6.69	7.03	7.38	7.75	8.13	8.54
Emb value per share (UBS)	36.52	39.89	44.31	49.68	55.28	61.73	68.89	77.00
每股股息 (Rmb)	0.48	0.52	0.77	1.29	1.28	1.57	1.73	1.94
TNAV per share (UBS)	18.37	19.83	19.85	22.90	26.34	30.31	34.51	39.23
盈利能力和估值	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
P/E (local GAAP, diluted) x	26.0	31.3	19.0	10.3	10.4	8.4	7.7	6.9
P/Emb value EPS (UBS) x	6.8	8.5	7.2	6.3	6.0	5.7	5.4	5.2
P/EV per share (UBS) x	1.1	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
RoEV (UBS) %	19.5	19.0	17.2	15.6	15.3	15.2	15.1	15.1
Return on TNAV (UBS) %	8.7	9.0	12.8	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
净股息收益率(%)	1.2	1.0	1.6	2.9	2.9	3.6	3.9	4.4

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2019 年 12 月 04 日 22 时 36 分的股价(Rmb44.25)得出；

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)

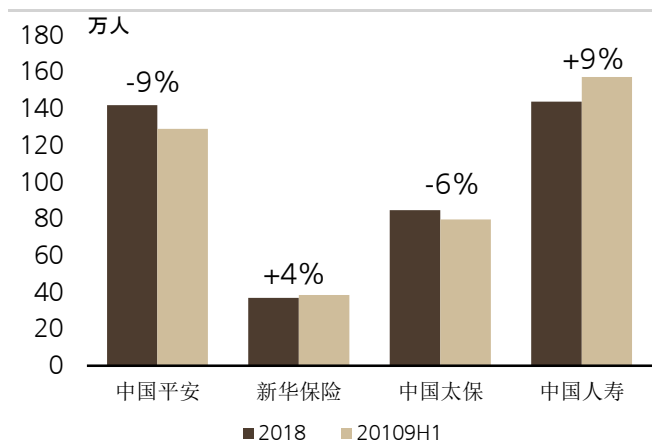
本报告由瑞银证券有限责任公司编制。 **分析师声明及要求披露的项目从第 4 页开始。** UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

图表 1: 2019 年新华保险代理人增速强劲



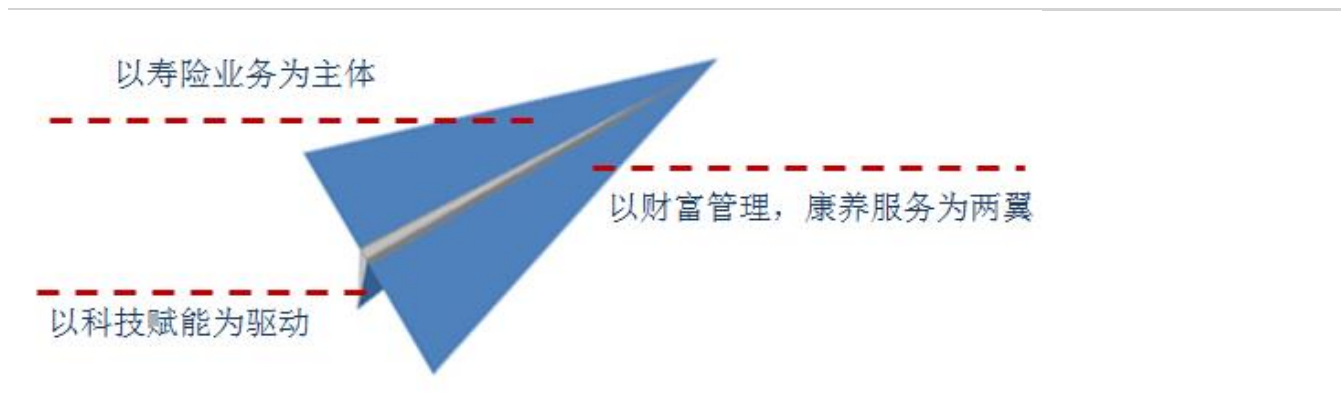
来源: 公司数据

图表 2: 新华及同业 2019H1 代理人增速比较



注释: 增速为 HoH 比值, 太保为月均有效人力 来源: 公司数据

图表 3: 新华的新“1+2+1”战略



来源: 公司数据



## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+47.3%
预测股息收益率	4.1%
预测股票回报率	+51.4%
市场回报率假设	8.2%
预测超额回报率	+43.2%

---

## 估值方法及风险声明

我们采用 EV 估值法得出目标价。我们认为投资新华保险主要包括准备金大额计提拖累公司业绩、投资收益率持续下滑、精算假设调整影响内含价值计算等风险。此外，可能还面临以下风险：（1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）经济增速长期放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足；（5）投资风险和资产负债匹配错配的风险；（6）渠道及产品风险等。

## 中国债券市场日评

### 关注央行 MLF 操作

信用投资策略

中国

#### 每日市场回顾

12 月 5 日，央行继续暂停公开市场操作，当日无逆回购到期。银行间市场资金面维持宽松，DR001 下行 6bp 至 1.90%，DR007 上行 11bp 至 2.31%，跨年末的 DR1M 上行 3bp 至 3.08%。

利率债一级市场上，国开行增发 3 年和 7 年期金融债，中标收益率分别为 2.6986% 和 3.4566%，投标倍数分别为 8.78 倍和 7.48 倍。进出口行增发 3 年、5 年和 10 年期金融债，中标收益率分别为 2.9839%、3.3392% 和 3.7038%，投标倍数分别为 4.61 倍、3.25 倍和 3.97 倍。吉林发行 7 年期地方政府一般债，中标利率为 3.41%，较投标区间下限上浮 25bp。周五将有 1875 亿元中期借贷便利（MLF）到期，市场关注央行如何操作。利率债收益率延续窄幅波动。根据中债收益率曲线，全天 3 年、5 年、7 年和 10 年期国债收益率分别为 2.84%（上行 1bp）、2.98%（持平）、3.16%（持平）和 3.18%（持平）。10 年期国开债的收益率为 3.58%（上行 1bp）。5 年期国债期货主力合约 TF1912 涨 0.02% 收于 99.675 元，10 年期国债期货主力合约 T1912 涨 0.04% 收于 97.885 元。

信用市场上，根据中债收益率曲线，AAA 级中短期票据 1 年、3 年和 5 年期品种的收益率分别为 3.19%（持平）、3.50%（持平）和 3.80%（持平）；AA 级中短期票据 1 年、3 年和 5 年期品种的收益率分别为 3.44%（上行 2bp）、3.84%（上行 1bp）和 4.46%（持平）。AAA 级和 AA 级企业债 5 年期品种的收益率分别为 3.80%（持平）和 4.48%（持平）。

夏 愷愷, CFA

策略分析师

S1460512040001

mary.xia@ubssecurities.com

+86-105-832 8508

## 11月中债登托管量数据点评

中债登近日公布了11月托管量数据。截至2019年11月底，中债登债券托管总量为64.20万亿元，环比增加3939亿元。按债券品种来看，国债托管量为14.93万亿元，环比进一步上升2050亿元。地方政府债托管量为21.11万亿元，环比下降401亿元。政策性金融债托管量为15.52万亿元，环比增加433亿元。在信用债方面，企业债托管量11月环比进一步减少174亿元，但降幅较10月的435亿元有所收窄。政府支持机构债的托管量在11月也环比下降270亿元。11月托管量环比增加较多的信用债品种则包括资产支持证券（增加952亿元）、商业银行二级资本工具（增加588亿元）和普通债（增加368亿元）。

按机构类型来看，1) 商业银行11月托管量环比增加1729亿元。其中国债、政策性金融债和资产支持证券托管量分别增加1168亿元、306亿元和464亿元，而地方政府债托管量则下降493亿元。2) 资管类账户托管量扭转了10月环比下降的状况，在11月环比增加1436亿元，主要增持了国债330亿元、地方政府债149亿元、资产支持证券386亿元和各类商业银行债548亿元，而企业债和政府支持机构债券托管量则分别减少102亿元和200亿元。3) 保险机构11月托管量环比进一步增加150亿元，已连续9个月呈现增长。主要增持了国债68亿元和地方政府债75亿元，政府支持机构债托管量则下降53亿元。4) 境外机构11月托管量环比增加645亿元，增幅较10月的116亿元明显回升，主要增持了国债310亿元、政策性金融债264亿元和资产支持证券56亿元。5) 证券公司11月的托管量环比回升191亿元，其中国债托管量增加205亿元，各类商业银行债托管量增加了61亿元，而地方政府债和企业债托管量则分别下降50亿元和34亿元。总体来看，各主要类型的机构在11月均增加了国债持有量，资管类账户和境外机构的债券配置力度有所回升。

图表 1: 市场监测 (2019 年 12 月 5 日收盘数据)

银行间回购利率			上交所回购利率			国债			国息金融债 (进出口行)		
期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp
1 天 (DR001)	1.90	-5.51	1 天	2.15	-21.50	1 年	2.63	0.62	1 年	2.78	0.93
7 天 (DR007)	2.31	10.77	7 天	2.39	-18.50	3 年	2.84	0.88	3 年	3.04	0.29
14 天 (DR014)	2.23	-5.84	14 天	2.59	-10.50	5 年	2.98	-0.01	5 年	3.46	1.21
1 个月 (DR1M)	3.08	3.39	1 个月	3.27	-3.50	7 年	3.16	0.25	7 年	3.61	-0.21
3 个月 (DR3M)	3.11	-10.15	3 个月	3.02	2.00	10 年	3.18	0.25	10 年	3.77	0.00
3 个月 Shibor	3.02	0.30				20 年	3.51	0.50	20 年	3.97	0.51

7 天回购利率互换			3 个月 Shibor 利率互换			股市指数			商品价格			汇率		
期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp	指数	水平	日变化 %	商品	价格 (美元)	日变化 %	货币	汇率	日变化 %
1 年	2.63	-0.13	1 年	2.98	-0.63	上证综合	2899.47	0.74	原油期货 1	58.43	4.15	美元/人民币	7.05	0.20
2 年	2.68	0.12	2 年	3.07	-0.50	沪深 300	3879.36	0.77	黄金现货	1475.10	-0.15	欧元/人民币	7.81	0.31
3 年	2.77	-0.12	3 年	3.18	-0.50	道琼斯工业	27649.78	0.53	铜期货 2	5850.00	0.26	100 日元/人民币	6.48	0.10
5 年	2.93	-0.63	5 年	3.40	-0.75	标普 500	3112.76	0.63	大豆期货 3	8.78	0.80	欧元/美元	1.11	-0.04
7 年	3.12	-1.00	7 年	3.59	-0.33	香港恒生	26217.04	0.59	玉米期货 3	3.79	-0.72	美元/日元	108.87	0.23
10 年	3.25	-0.33	10 年	3.73	-0.33				波罗的海干散货指数	1599.00	0.00	英镑/美元	1.31	0.84

AAA 中短期票据收益率			AA 中短期票据收益率			AAA 企业债收益率			AA 企业债收益率			信用债指数		
期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp	期限	收益率 %	日变化 bp	指数	水平	日变化 %
6 个月	3.15	-2.58	6 个月	3.36	-2.58	6 个月	3.15	-2.58	6 个月	3.39	-2.58	上证企债	238.01	0.02
1 年	3.19	-0.48	1 年	3.44	1.52	1 年	3.19	-0.48	1 年	3.46	1.52	上证公司债	202.37	0.02
3 年	3.50	-0.16	3 年	3.84	0.84	3 年	3.47	-0.16	3 年	3.83	0.84	中债短融总净价	98.73	0.00
5 年	3.80	-0.04	5 年	4.46	-0.04	5 年	3.80	-0.04	5 年	4.48	-0.04	中债企债总净价	80.04	0.01
7 年	4.01	-0.10	7 年	5.07	-0.10	7 年	3.99	-2.10	7 年	5.05	-2.10			

注: 1、NYMEX 近月期货。2、LME3 个月期货。3、CBOT 近月期货。来源: Wind 资讯、路透、瑞银证券估算

## 估值方法及风险声明

我们预测的上行风险主要来自于贸易战方面中美达成重要协议，加征关税取消，国内房地产调整进程持续推迟，GDP 增速提高，去杠杆继续推进。

我们预测的下行风险主要来自于贸易战全面爆发，国内房地产活动大幅减速，GDP 下行更为显著，政策继续大幅宽松。

## 昨日世界主要股市行情

	昨日收	1日变动	1周变动	1月变动	1年变动
上证综合指数	2,899	0.7%	-0.1%	-2.6%	9.4%
沪深 300	3,879	0.8%	0.1%	-2.5%	19.3%
中证 500	4,968	1.0%	1.3%	-0.4%	10.3%
深证成份指数	9,799	1.1%	1.6%	-0.7%	23.6%
中小板综	9,106	1.2%	1.6%	-1.1%	12.8%
创业板综	1,988	1.8%	2.4%	-0.3%	19.6%
恒生指数	26,217	0.6%	-2.7%	-4.8%	-2.2%
恒生国企指数	10,322	0.7%	-2.8%	-4.5%	-4.0%
DJ 工业指数	27,678	0.1%	-1.7%	0.8%	10.6%
S&P500	3,117	0.2%	-1.1%	1.3%	15.5%
NASDAQ	8,571	0.0%	-1.5%	1.6%	19.7%
日经 225	23,300	0.7%	-0.6%	2.0%	6.3%
FT100	7,138	-0.7%	-3.9%	-3.1%	3.1%

来源: 万得

## 瑞银证券分析师联系方式

分析师姓名	英文名	行业	电话	电子邮件
孟磊	Lei Meng	A 股策略	+86 21 3866 8939	lei.meng@ubssecurities.com
张晓宁	Erin Zhang	中国股票策略	+86 21 3866 8544	xiaoning.zhang@ubssecurities.com
方辰君	Cathy Fang	量化策略	+86 21 3866 8891	cathy.fang@ubssecurities.com
钟挥	Jennifer Zhong	宏观	+86 10 5832 8324	jennifer-a.zhong@ubssecurities.com
陈阳	Brad Chen	食品饮料, 农业	+86 21 3866 8985	brad-a.chen@ubssecurities.com
徐子涵	Crystal Xu	消费品	+86 21 3866 8800	crystal-zb.xu@ubssecurities.com
孙霄宇	Sole Sun	家电	+86 21 3866 8876	sole.sun@ubssecurities.com
王挺	Ting Wang	食品饮料, 农业	+86 21 3866 8805	ting-za.wang@ubssecurities.com
林娜	Na Lin	医药	+86 10 5832 8255	na.lin@ubssecurities.com
张凤展	Fengzhan Zhang	医药	+86 21 3866 8823	fengzhan.zhang@ubssecurities.com
杨玉琼	Rachel Yang	医药	+86 21 3866 8912	rachel-a.yang@ubssecurities.com
宋郑薇	Wendy Song	医药	+86 21 3866 8858	wendy.song@ubssecurities.com
徐宾	Robin Xu	工业, 基建	+86 21 3866 8872	bin.xu@ubssecurities.com
王斐丽	Phyllis Wang	工业	+86 21 3866 8964	phyllis.wang@ubssecurities.com
谭雅文	Yawen Tan	工业	+86 21 3866 8630	yawen.tan@ubssecurities.com
陈欣	Xin Chen	旅游, 机场, 传媒	+86 21 3866 8864	xin.chen@ubssecurities.com
章颖	Ingrid Zhang	旅游, 机场, 传媒	+86 21 3866 8853	ingrid.zhang@ubssecurities.com
连沛堃	Eric Lin	交通运输	+86 21 3866 8865	eric-p.lin@ubssecurities.com
陆志成	Herbert Lu	航空	+86 21 3866 8873	herbert.lu@ubssecurities.com
余谦	Qian Yu	交通运输	+86 21 3866 8684	qian.yu@ubssecurities.com
卫正逸	David Wei	基础材料	+86 21 3866 8842	David.wei@ubssecurities.com
侯晓婷	Julie Hou	银行	+86 21 3866 8871	julie.hou@ubssecurities.com
曹海峰	Craig Cao	非银金融	+86 21 3866 8821	craig.cao@ubssecurities.com
刘智景	Zhijing Liu	传媒, 互联网	+86 21 3866 8847	zhijing.liu@ubssecurities.com
许婧婧	Angela Xu	传媒, 互联网	+86 213 8668813	angela.xu@ubssecurities.com
胡昶	Corrine Hu	传媒, 互联网	+86 21 3866 8875	corrine.hu@ubssecurities.com
熊玮	Wei Xiong	互联网	+86 21 3866 8883	wei.xiong@ubssecurities.com
俞佳	Jimmy Yu	计算机	+86 21 3866 8880	jimmy.yu@ubssecurities.com
刘帅	Alex Liu	公用事业, 光伏, 环保	+86 21 3866 8857	alex-c.liu@ubssecurities.com
朱雨霏	Freda Zhu	公用事业, 光伏, 环保	+86 21 3866 8879	freda.zhu@ubssecurities.com
孙雨	Abigail Sun	公用事业及电力设备	+86 21 3866 8637	abigail.sun@ubssecurities.com
刘耀坤	Felix Liu	中小盘	+86 21 3866 8850	felix-a.liu@ubssecurities.com
郭一凡	Amily Guo	石油化工	+86 10 5832 8845	amily.guo@ubssecurities.com
闵皓	Nora Min	汽车	+86 21 3866 8905	nora.min@ubssecurities.com
沈微	Wei Shen	汽车	+86 21 3866 8897	wei.shen@ubssecurities.com
马冲	Aria Ma	汽车	+86 10 5832 8664	aria.ma@ubssecurities.com

## 瑞银证券销售联系方式

姓名	英文名	地区	电话	电子邮件
管逸惟	Yiwei Guan	上海	+86 21 3866 8678	yiwei.guan@ubssecurities.com
余思维	Sylvia Yu	上海	+86 21 3866 8629	sylvia.yu@ubssecurities.com
郑欣	Jimmy Zheng	上海	+86 21 3866 8617	jimmy-a.zheng@ubssecurities.com
钟田田	Alice Zhong	上海	+86 21 3866 8631	alice.zhong@ubssecurities.com
叶琳菲	Fei Ye	上海	+86 21 3866 8610	fei.ye@ubssecurities.com
吴翰文	Philip Wu	上海	+86 21 3866 8609	philip.wu@ubssecurities.com
叶昀伊	Joey Yip	上海	+86 21 3866 8626	joey.yip@ubs.com
谢丹	Dan Xie	深圳	+86 755 2215 8878	dan-a.xie@ubssecurities.com
刘纯	Katrina Liu	深圳	+86 755 2215 8881	katrina-chun.liu@ubssecurities.com
饶凯	Rocky Rao	北京	+86 10 5832 8416	rocky.rao@ubssecurities.com

## 估值方法及风险声明

我们使用不同的估值方法，分析我们覆盖的中国公司及行业，包括折现现金流模型、戈登增长分析模型和相对估值（PE，EV/EBITDA 和 PB）等。预测盈利和公司财务行为是相当困难的，因为这受到多方面的因素影响，包括经济、财务、会计、及政策因素。

我们基于现金流贴现法得出洋河股份、五粮液、贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒和水井坊的目标价。我们认为主要风险包括：1) 经济低迷（包括房地产投资急剧放缓、房价下跌等），可能损及对超高端和高端白酒的需求；2) 竞争加剧可能影响酒企盈利能力；3) 在需求形势仍健康的情况下，可能出现产能限制而拖累销售增长；4) 国企体制，恐抑制某些酒企的增长潜能；5) 政府的相关监管法规或政策（如消费税改革）可能会对公司盈利能力造成负面影响；6) 可能破坏品牌形象的食品安全问题；7) 战略错误或执行风险。

我们基于 DCF 估值法得出山西汾酒目标价。我们认为汾酒面临的下行风险包括：1) 经济低迷，这或影响白酒需求及白酒高端化趋势，因而影响汾酒山西省内和省外的收入增长；2) 政府法规或政策可能发生变化（如消费税改革），这或对汾酒盈利能力产生负面影响；3) 全国或区域市场竞争加剧，这或削弱汾酒利润率；4) 食品安全问题，这或损害汾酒品牌形象；5) 战略错误。汾酒上行风险或包括：1) 白酒需求好于预期驱动汾酒收入增长；2) 如果汾酒国企改革进展比预期更为积极，公司收入/净利润或超预期。

我们采用 EV 估值法得出新华保险目标价。我们认为投资新华保险主要包括准备金大额计提拖累公司业绩、投资收益率持续下滑、精算假设调整影响内含价值计算等风险。此外，可能还面临以下风险：（1）经济与政策风险，监管当局改变对资本金或者偿付能力额度的要求；（2）经济增速长期放缓，可能减少对保险的需求；（3）巨灾风险；（4）偿付能力不足；（5）投资风险和资产负债匹配错配的风险；（6）渠道及产品风险等。

我们预测的上行风险主要来自于贸易战方面中美达成重要协议，加征关税取消，国内房地产调整进程持续推迟，GDP 增速提高，去杠杆继续推进。我们预测的下行风险主要来自于贸易战全面爆发，国内房地产活动大幅减速，GDP 下行更为显著，政策继续大幅宽松。



## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。确定本建议的时间为格林尼治时间 \${APPROVED\_DATE}。瑞银已将研究部门某些成员指定为衍生产品研究分析师，这些成员发布的研究报告主要是对某种衍生产品的价格或市场的分析，同时提供合理充分的信息，从而形成衍生产品交易决策的基础。衍生产品研究分析师和股票研究分析师或经济学家共同撰写报告时，衍生产品研究分析师为衍生产品投资观点、预测和/或建议负责。

**分析师声明:**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究: 全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	29%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	40%	29%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	15%	21%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2019 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。

2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。

4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率。在某些情况下，此收益率可能基于应计股息。**市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价）**处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变**股票目标价**的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例英国和欧洲投资基金的评级和定义:** **买入:** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; **中性:** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; **减持:** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。**主要评级段例外（CBE）:** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 连沛堃。

## 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
五粮液	000858.SZ	买入	不适用	Rmb128.16	2019 年 12 月 05 日
山西汾酒	600809.SS	中性	不适用	Rmb88.18	2019 年 12 月 05 日
新华保险 <sup>7, 16, 18</sup>	601336.SS	买入	不适用	Rmb45.53	2019 年 12 月 05 日
水井坊 <sup>22</sup>	600779.SS	卖出	不适用	Rmb56.27	2019 年 12 月 05 日
泸州老窖	000568.SZ	中性	不适用	Rmb81.49	2019 年 12 月 05 日
洋河股份	002304.SZ	买入	不适用	Rmb99.16	2019 年 12 月 05 日
贵州茅台	600519.SS	买入	不适用	Rmb1,129.80	2019 年 12 月 05 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

## 发行人名称

中华人民共和国<sup>4, 5, 6, 7</sup>

4. 在过去的 12 个月里, UBS AG,其关联单位或子公司在对该公司/实体或其关联单位的投资银行业务中取得过报酬。
5. 在今后的 3 个月里, UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。
6. 该公司/实体现在是或在过去的 12 个月中已经成为 UBS Securities LLC 的客户, 并且 UBS Securities LLC 正在或已经向该公司/实体提供证券类的非投资银行服务。
7. 在过去的 12 个月内, UBS Securities LLC, 及其/或者关联单位因投资银行服务以外的产品和服务从该公司/实体得到报酬。
16. UBS Securities Hong Kong Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。
18. Market capitalisation is calculated by multiplying the current share price by the sum of A and H shares.
22. 截至上月末(如果该报告的日期为最近一个月月底后的 10 个工作日之内的某一天, 则为之前月的月末), UBS AG, 其关联单位或分支机构在该公司/实体中享有非股东权益的其他重大经济利益。

除非特别指出,请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露,包括估值和风险信息,请联系: UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人: Investment Research。

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅提供给获得瑞银明确授权的接收方。如果您未获得该授权,则须立即销毁本文件。

我们通过UBS Neo,而且某些情况下还会通过UBS.com和其他系统、或者UBS Neo或UBS.com所发交流文件中专门指出且获批为全球研究报告分发方式的途径(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

UBS Neo可提供所有全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题,请与您的客户顾问联系。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明、UBS Neo平台使用协议(以下称为“Neo条款”)以及相应系统的其他任何相关使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告即表明客户同意在使用这些报告方面受到本全球声明、Neo条款、UBS投资银行适用业务条款(<https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory.html>)以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

**通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告提供给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。**

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,分发、发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。

本文件为普通交流文件,具有教育性质;本文件既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或投资建议。提供本文件时,瑞银及其代表均无任何责任也无任何权力以受托人等身份提供投资建议。市场有风险,投资需谨慎且自主决定。瑞银及其代表均未建议接收方或他人采取某种行动或其他任何行动。接收本文件即表明接收方了解并同意上述预期目的,而且不会预计或相信这些信息构成对接收方的投资建议或旨在实现接收方的投资目标。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

期权、结构性衍生产品和期货(包括柜台市场衍生产品)并不适合所有投资者。这些工具的交易被认为有风险,而且可能只适于老练的投资者。买入或卖出期权前,同时为了全面了解期权相关风险,您一定会收到《标准化期权的特征和风险》(The Characteristics and Risks of Standardized Options)。您可通过链接<http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp>查阅该文件,或向您的销售人员索取。对这些工具相关风险的各种理论分析均已发表。可应要求提供用于支持任何主张、比较和建议的文件、统计数据或其他技术性数据。过去的表现并不一定能预示未来的结果。要进行多重期权买卖的期权策略,如息差期权和跨式期权,可能有很高的交易成本。由于税务方面的考量对许多期权交易来说都很重要,考虑从事期权交易的投资者应咨询其税务顾问,以便了解税收对拟实施的期权交易结果有何影响。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

做出投资或财务决定前,本文件或这些信息的所有接收方都应采取措施来了解投资的风险和回报并听取其个人财务、法律、税务和其他专业顾问考虑到接收方投资目标的所有具体情况和环境后提出的针对性建议。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对与本文件有关的任何材料中所含信息(下称“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于瑞银其他业务集团、部门、个人或其他代表所表达的观点,或与之相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。在任何情况下都不应将本文件及其中信息(包括任何预测、价值、指数或其他计算结果(下称“价值”))用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现,包括但不限于用于追踪任何价值的回报或表现,确定证券投资的资产配置或者计算绩效费用。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

瑞银设有旨在并以其为基础来管理潜在利益冲突并控制瑞银各个部门、子公司、分支机构和关联机构之间信息流动的政策和流程,其中包括但不限于独立性政策和信息隔离墙。有关瑞银管理冲突和保持研究产品独立性的方法、历史表现以及关于瑞银研究建议的某些附加披露信息,请参见[visit www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。

研究部门仅基于瑞银研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究,研究部管理层同时全权决定所有研究产品的发布时机和频率。本文件所包含的分析基于各种假设。按照市场滥用行为监管规定的要求,在UBS Neo上可找到所有与已发布研究报告有关的重大信息,比如估值方法、风险声明、基本假设(包括对该等假设的敏感性分析)以及评级历史等。不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银和/或其部门的整体收入有关,其中包括投行部、销售与交易业务,还可能与瑞银子公司、分支机构和关联机构的整体收入有关。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国法律对此类术语的解释;如未由瑞银在英国开展此类活动,则按照瑞银决定开展此类活动的相关司法管辖区的法律对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

在过去的12个月里,瑞银集团、其关联机构或子公司可能接受或提供过《欧盟金融工具市场指令II》(MiFID II)规定的投资服务和活动或者辅助服务,而且可能支付或收到、或者承诺支付或得到承诺将收到与这些服务有关的款项。

全球研究报告提到“其中有UBS Evidence Lab的内容”或使用了UBS Evidence Lab提供的数据时,客户明白UBS Evidence Lab和全球研究部是不同的部门,而且UBS Evidence Lab不提供研究、投资建议或意见。

**英国：**本文件由 UBS AG, London Branch 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS AG, London Branch 由英国审慎监管局（PRA）授权并接受英国金融行为监管局（FCA）的监管和英国审慎监管局的有限监管。**欧洲：**除非另有具体说明，否则本文件由 UBS AG 子公司 UBS Europe SE 向符合资格的交易对手或专业客户（具体如欧盟联邦金融监管局（BaFin）规则所述且按照 MiFID 的规定）而且仅供这些对象使用。本文件中的信息不适用于零售客户，零售客户亦不应依赖本文件中的信息。UBS Europe SE 由欧洲央行（ECB）授权并接受 BaFin 和 ECB 监管。**法国：**由 UBS Europe SE 编制，UBS Europe SE 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACPR）和金融市场监管管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国、卢森堡、荷兰、比利时和爱尔兰：**由 UBS AG, London Branch 编制，UBS AG, London Branch 和 UBS Europe SE 分发。**西班牙：**由 UBS Europe SE 编制，UBS Europe SE 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS AG, London Branch 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。UBS AG, London Branch 未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Europe SE (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Europe SE (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 编制。**俄罗斯：**由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管管理局（FINMA）监管。**意大利：**由 UBS Europe SE 编制，UBS Europe SE 和 UBS Europe SE 意大利分支机构分发。如果 UBS Europe SE 意大利分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Europe SE 意大利分支机构编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited（注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328）分发。**以色列：**本文件由 UBS AG, London Branch 分发。UBS Securities Israel Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS AG, London Branch 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS AG, London Branch 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS AG, London Branch 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市于瑞士的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特特资资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**阿联酋/迪拜：**分发的资料 UBS AG 公司迪拜分公司仅供专业客户和/或市场交易对手的分类根据 DFSA 规则手册。没有任何其他人应采取行动的这种材料/通信。该信息不再分布在阿拉伯联合酋长国。UBS AG 公司迪拜分公司是由 DFSA 在杜拜国际金融中心。UBS 不许可提供的银行服务的阿联酋中央银行的阿联酋，也不许可的阿联酋证券和商品的权力。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 通过对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC 不担任在美国《证券交易法》（Securities Exchange Act）15B（即 Municipal Advisor Rule）下定义的市政实体（Municipal Entity）的市政顾问（Municipal Advisor）或 Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**墨西哥：**本报告由 UBS Casa de Bolsa, S.A. de C.V., UBS Grupo Financiero 编制和分发，UBS Casa de Bolsa 是 UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. 旗下实体以及 UBS AG 的子公司。本文件仅向机构或成熟投资者分发。研究报告仅体现负责分析师的观点。分析师没有从 UBS Casa de Bolsa, S.A. de C.V., UBS Grupo Financiero 以外的个人、或实体，或者与 UBS Casa de Bolsa, S.A. de C.V., UBS Grupo Financiero 属于同一金融或商业集团的实体以外的个人或实体处取得任何报酬。适用披露信息的西班牙语翻译版本，请访问 [www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，即适用法规，主要是 2013 年 11 月 13 日巴西证券交易委员会（CVM）发布的第 539 号指令（明确了基于客户身份核实产品、服务和交易是否适宜的责任）规定的职业投资者（Investidores Profissionais）。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞士银行香港分行分发。瑞士银行香港分行是瑞士注册成立之有限责任公司。由分析师或本报告引起或与之相关的任何事务，请联系 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构在当地的授权注册代表。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd. [MCI (P) 009/09/2018 and Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项协议或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚商业号码：47 088 129 613；澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚商业号码：62 008 586 481；澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求考虑这些信息是否适合。如果贵方无视本警告，仍以本文件或材料为依据，则(i)贵方承认贵方不应以本文件或材料的内容为依据，而且本文件或材料中的任何建议或观点均非为贵方做出或向贵方提供；(ii)贵方在法律允许的最大程度上，(a)对瑞银及其关联机构或相关实体（及其董事、管理人员、代理人和顾问）（下称“相关方”）由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害或责任或者对该等损失、损害或责任的索赔进行赔偿，并(b)宣布放弃由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害、责任或索赔使贵方拥有的对相关方的权利或由相关方为贵方提供的补救措施。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行在韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。本材料仅供专业/机构客户使用，不向任何零售客户分发。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 分发。电话号码：+912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：INZ000259830；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM00010809；以及研究分析服务，SEBI 注册号为：INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里，该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：[http://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/investor\\_relations/annualreporting.html](http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html)。**台湾：**由 UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch 分发，UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch 受台湾证券期货局监管。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并未就所覆盖公司或本文件中提到的任何公司构成对客户的任何“建议”。**印度尼西亚：**本报告由 PT UBS Sekuritas Indonesia 分发，并由其持照员工，包括营销/销售人员递交给客户。PT UBS Sekuritas Indonesia 的注册办公地址为 Wisma GKBI, 22nd floor, JL. Jend. Sudirman, kav.28, Jakarta 10210, Indonesia，是瑞银集团子公司，按照《1995 年第 8 号资本市场法》（Capital Market Law no. 8 year 1995）持有牌照，同时持有资本市场和金融监管局（Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency，现为 Otoritas Jasa Keuangan/OJK）颁发的经纪-交易商和承销商牌照。PT UBS Sekuritas Indonesia 还是印尼证券交易所会员，受 Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 监管。除非符合印尼资本市场适用法律和规定的要求，否则不得在印尼分发本报告或其任何副本，或者将其分发给任何印尼公民。本报告并非在印尼发售证券，在按印尼资本市场法律和规定之定义构成证券发售的情况下，不得在印尼境内分发本报告或将其分发给印尼公民。

由 UBS AG, London Branch 或 UBS Europe SE 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。在任何情况下，瑞银对本文件或其中内容的再分发或者第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2019 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

