

2016年07月07日

看好



# 白酒行业深度报告

## ——筑底复苏分化中国白酒再起航

### 相关研究

"食品饮料行业周报 160425-160429:  
季报超预期 白酒将是全年投资主线"

2016年5月3日

"食品饮料行业周报 151207-151211:  
板块紧随大盘调整，关注年底酒企政策  
动态" 2015年12月13日

### 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

### 联系人

吕昌  
(8621)23297818×转  
lvchang@swsresearch.com

### 本期投资提示：

- **行业判断：本轮调整结束，进入新的复苏周期。**本轮调整（2012-2015年）结束，2016年进入新的复苏周期，主要因为2015到2016一季度，需求、价格、库存相继到达底部。
- **行业复苏原因分析：****1.复苏基础：**白酒的产品属性没有改变。白酒与中国文化（酒桌文化、面子文化）息息相关，具有基础消费、社交、保值增值等多重属性。**2.复苏的核心动力是大众消费承接。**一是居民绝对购买力提高，白酒消费能力增强；二是居民相对购买力提高，2012-2015年白酒消费可负担性随着收入增长与名酒价格大幅下滑而增强。13年年初茅五泸价格占城镇居民人均可支配月收入的74%、54%、75%，2015年占比减半。**3.预计白酒消费人群在2020年前呈增加趋势。**白酒主流消费人群年龄分布为30-54岁，经我们统计该年龄段人口在2011年约5.288亿，2020年约5.7亿，较2011年增加约4090万。
- **行业复苏路径揭示：****高中低端酒复苏路径不同。****1.高档酒复苏路径：**受益于消费升级，量价齐升。价格方面：5年以上周期看，高端酒代表茅台、五粮液提价幅度大幅跑赢CPI，介于人均工资水平和M2的增速之间。茅台10年、5年出厂价CAGR分别为12%、6%，五粮液10年、5年出厂价CAGR为7%、6%，均高于CPI。销量方面：经本轮调整，高档酒基本只剩茅五泸，茅五两家基本占高端酒80%以上份额。消费升级拉动下，未来越来越多的消费者将从600以下价格段升级到600以上价格段，高端酒受益明显。**2.中低档酒复苏路径：**行业整合，分化复苏。中低端酒市场集中度很低，未来提升空间大。除茅台（飞天及年份酒、定制酒等）、五粮液（普五及以上产品）外，销量最大的四家非高档酒企，五粮液（中低端）、泸州老窖（中低端）、洋河、顺鑫农业（牛栏山），2015年销量CR4约6.5%。**11家披露销量的非高端白酒上市公司销量合计市占率为8.1%。**因此，中低端酒的集中度很低，未来提升空间很大。同时，中低端酒受益于消费升级，具备一定提价能力。此外，低档酒由于竞争程度弱于中档酒，且更易有规模优势，整合速度会快于中档酒。在大众消费时代，未来渠道和营销力强的企业更易胜出。
- **看好白酒行业投资机会五大理由：****1.行业视角：**景气向上，方向明确。**2.资本角度：**资本运作将更加活跃。未来看好两类白酒并购：（1）大幅巩固基地市场。如洋河并购双沟。（2）强化拓展区外市场。如安徽古井贡酒并购湖北的黄鹤楼。**3.改革角度：**国企改革将释放制度红利。（1）已有成功案例显示，制度红利能带来业绩大爆发。如洋河股份02年改制后，由2001年2亿销售额增加到05年7亿，2015年达到160亿。保健酒龙头劲酒改制之后也迎来高速增长期。（2）近年来白酒国改已有多单落地，形式包括集团混改（古井）、员工及经销商持股（老白干、五粮液）、大股东变更（沱牌舍得、酒鬼酒等）。**4.公司角度：**分红率明显提升。**5.估值角度：**对标国际龙头公司，国内白酒估值存在提升空间。国内一线名酒在收入、利润成长性、盈利能力（ROE）方面均好于国外代表性公司，分红率与国外比较接近，且财务风险明显小于国外公司。静态PE角度看，国内一线名酒估值明显低于国外同行，估值水平应向帝亚吉欧等国际龙头看齐。基于以上分析，我们自上而下看好一线龙头，以及品牌力、渠道力突出，机制到位的中低端龙头。同时建议从资本运作、国企改革两个维度关注未来存在较大改善预期的品种。建议关注老白干酒、水井坊、伊力特等。

● **核心推荐：**泸州老窖、贵州茅台、五粮液、古井贡酒、顺鑫农业、洋河股份



monitorInner (monitorInner) 使用

申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

**行业判断：本轮调整结束，进入新的复苏周期。**本轮调整（2012-2015年）结束，2016年进入新的复苏周期，主要因为2015到2016一季度，需求、价格、库存相继到达底部。

**行业复苏原因分析：**1.复苏基础：白酒的产品属性没有改变。白酒与中国文化（酒桌文化、面子文化）息息相关，具有基础消费、社交、保值增值等多重属性。2.复苏的核心动力是大众消费承接。一是居民绝对购买力提高，白酒消费能力增强；二是居民相对购买力提高，2012-2015年白酒消费可负担性随着收入增长与名酒价格大幅下滑而增强。13年年初茅五泸价格占城镇居民人均可支配月收入的74%、54%、75%，2015年占比减半。3.预计白酒消费人群在2020年前呈增加趋势。白酒主流消费人群年龄分布为30-54岁，经我们统计该年龄段人口在2011年约5.288亿，2020年约5.7亿，较2011年增加约4090万。

**行业复苏路径揭示：高中低端酒复苏路径不同。**

**1.高档酒复苏路径：受益消费升级，量价齐升。**价格方面：5年以上周期看，高端酒代表茅台、五粮液提价幅度大幅跑赢CPI，介于人均工资水平和M2的增速之间。茅台10年、5年出厂价CAGR分别为12%、6%，五粮液10年、5年出厂价CAGR为7%、5%，均高于CPI同时期的CAGR（3%）。销量方面：经本轮调整，高档酒基本只剩茅五泸，茅五两家基本占高端酒80%以上份额。消费升级拉动下，未来越来越多的消费者将从600以下价格段升级到600以上价格段，高端酒受益明显。

**2.中低档酒复苏路径：行业整合，分化复苏。**中低端酒市场集中度很低，未来提升空间大。除茅台（飞天及年份酒、定制酒等）、五粮液（普五及以上产品）外，销量最大的四家非高档酒企，五粮液（中低端）、泸州老窖（中低端）、洋河、顺鑫农业（牛栏山），2015年销量CR4约6.5%。11家披露销量的非高端白酒上市公司销量合计市占率为8.1%。因此，中低端酒的集中度很低，未来提升空间很大。同时，中低端酒受益于消费升级，具备一定提价能力。此外，低档酒由于竞争程度弱于中档酒，且更易有规模优势，整合速度会快于中档酒。在大众消费时代，未来渠道和营销力强的企业更易胜出。

**看好白酒行业投资机会五大理由：**1.行业视角：景气向上，方向明确。2.资本角度：资本运作将更加活跃。未来看好两类白酒并购：（1）大幅巩固基地市场。如洋河并购双沟。（2）强化拓展区外市场。如安徽古井贡酒并购湖北的黄鹤楼。3.改革角度：国企改革将释放制度红利。（1）已有成功案例显示，制度红利能带来业绩大爆发。如洋河股份02年改制后，由2001年2亿销售额增加到05年7亿，2015年达到160亿。保健酒龙头劲酒改制之后也迎来高速增长期。（2）近年来白酒国改已有多单落地，形式包括集团混改（古井）、员工及经销商持股（老白干、五粮液）、大股东变更（沱牌舍得、酒鬼酒等）。4.公司角度：分红率明显提升。5.估值角度：对标国际龙头公司，国内白

**酒估值存在提升空间。**国内一线名酒在收入、利润成长性、盈利能力（ROE）方面均好于国外代表性公司，分红率与国外比较接近，且财务风险明显小于国外公司。静态 PE 角度看，国内一线名酒估值明显低于国外同行，估值水平应向帝亚吉欧等国际龙头看齐。基于以上分析，我们自上而下看好一线龙头，以及品牌力、渠道力突出，机制到位的中低端龙头。同时建议从资本运作、国企改革两个维度关注未来存在较大改善预期的品种。建议关注老白干酒、水井坊、伊力特等。

**核心推荐：**泸州老窖、贵州茅台、五粮液、古井贡酒、顺鑫农业、洋河股份

## 目录

<b>一、行业复苏的表现需求库存价格底部确认.....</b>	<b>8</b>
1.1、历史回顾：酒过三巡，周期转换，行业洗牌.....	8
1.2、三个底部确认本轮调整结束 .....	9
1.2.1、需求底部大众消费弥补政务消费的下滑 .....	9
1.2.2、价格底部确认茅五批价在 2015 年筑底.....	10
1.2.3、库存底部确认 .....	10
1.3、上市公司报表恢复正增长 .....	11
<b>二、本轮复苏的原因 .....</b>	<b>12</b>
2.1、复苏的基础，白酒的产品属性没有改变 .....	12
2.2、复苏的核心动力，大众消费承接.....	12
2.2.1、居民绝对购买力提高 .....	12
2.2.2、居民相对购买力提高 2012-2015 年尤为明显.....	13
2.3、白酒消费人群依然在增加 .....	14
<b>三、如何复苏？价位不同路径不同 .....</b>	<b>15</b>
3.1、高档白酒：受益消费升级量价齐升 .....	16
3.1.1 中长期看，高档白酒价格大幅跑赢 CPI.....	16
3.1.2、高端酒是小蓝海销量扩容式增长 .....	18
3.2、中低档酒分化复苏 .....	18
3.2.1、销量角度未来集中度有很大提升空间 .....	19
3.2.2、受益消费升级具备一定提价能力 .....	20
3.2.3、低档酒的整合速度快于中档酒 .....	21
3.2.4、未来渠道和营销力强的企业更容易胜出 .....	22
<b>四、基于五大理由看好未来白酒投资机会 .....</b>	<b>23</b>
4.1、行业视角：景气向上方向明确 .....	23
4.2 资本角度：资本运作将更加活跃 .....	23
4.3、改革角度：国企改革将释放制度红利 .....	25
4.4、公司角度：分红率明显提升 .....	27
4.5、估值角度：对标国际龙头公司白酒估值还有提升空间 .....	28
<b>五、推荐标的 .....</b>	<b>29</b>
5.1、泸州老窖 (000568)：未来弹性最大的一线标的买入 .....	29

5.2、贵州茅台 (600519): 王者归来强者恒强 .....	30
5.3、五粮液 (000858): 看好中长期经营改善建议买入 .....	30
5.4、古井贡酒 (000596): 内生外延并举加速全国扩张 .....	31
5.5、顺鑫农业 (000860): 大众民酒第一品牌坚定看好 .....	32
5.6、洋河股份 (002304): 百元价格带的全国化龙头.....	32

## 图表目录

图 1: 白酒行业十年一轮回, 经历三次调整 .....	8
图 2: 茅五泸总销量在 14 年筑底 15 年回升 .....	9
图 3: 白酒产量增速 2015 年回升(2008-2015).....	9
图 4: 贵州茅台出厂价、一批价和零售价走势 .....	10
图 5: 五粮液出厂价、一批价和零售价走势 .....	10
图 6: 茅台预收款变化 (单位: 亿元) .....	11
图 7: 五粮液预收款变化 (单位: 亿元) .....	11
图 8: 银基集团存货变化 (单位: 万元) .....	11
图 9: 银基集团存货周转率 (折线图) .....	11
图 10 近年城镇及农村人均收入对比 .....	13
图 11: 终端价格断崖式下跌后, 居民对高端酒消费能力大幅提高 .....	13
图 12: 至 2020 年白酒主流消费人群数量保持增长 .....	14
图 13: 白酒行业分价位段收入占比 .....	16
图 14: 白酒行业分价位段销量占比 .....	16
图 15: 茅台、五粮液、国窖 1573 销量 .....	18
图 16: 古井贡酒 5 年向 8 年升级 .....	21
图 17: 牛栏山陈酿向精制陈酿升级 .....	21
图 18: 洋河、古井、牛栏山、小郎酒复合增速对比 .....	21
图 19: 洋河股份 2014 年区域收入分布 .....	22
图 20: 牛栏山 2015 年区域收入分布 .....	22
图 21 新白酒企业竞争力模型渠道与营销能力重要性大大提高 .....	23
图 22: 近年白酒行业收入及同比增速 .....	23
图 23: 近年白酒行业利润总额及同比增速 .....	23
图 24: 非上市公司利润总额同比增速变化 .....	24
图 25: 洋河股份 2003-2015 收入及发展历程 .....	26
图 26: 劲酒改制初期收入变化 (万) .....	26
图 27: 劲酒近十年收入 (亿)) 及同比增速 .....	26

表 1: 白酒三轮调整时期梳理.....	9
表 2: 申万食品饮料二级行业营业收入净利润增速情况 .....	12
表 3: 酒类价格对比.....	14
表 4: 各价位段白酒规模、集中度及增长逻辑 .....	15
表 5: 出厂价、CPI、M2、人均工资复合增速对比 .....	16
表 6: 2008 年以来茅台、五粮液出厂价提价情况.....	17
表 7: 茅台价格与封装年份的关系 .....	17
表 8: 国窖 1573 经典装 52 度价格与封装年份的关系 .....	18
表 9: 白酒上市公司销量市占率 .....	19
表 10: 白酒上市公司收入及利润市占率.....	20
表 11: 洋河、古井、牛栏山 2009 年来提价情况.....	20
表 12: 白酒业内资本并购事件.....	24
表 13: 2015-2016 年白酒企业国企改革推进情况.....	27
表 14: 主要白酒龙头公司历史分红率 .....	27
表 15: 国内外白酒公司财务数据比较 .....	28
表 16: 国内外烈酒公司 PE 比较 .....	29

# 一、行业复苏的表现需求库存价格底部确认

纵观白酒行业的发展历史，可以发现行业基本以十年为一个周期。

## 1.1、历史回顾：酒过三巡，周期转换，行业洗牌

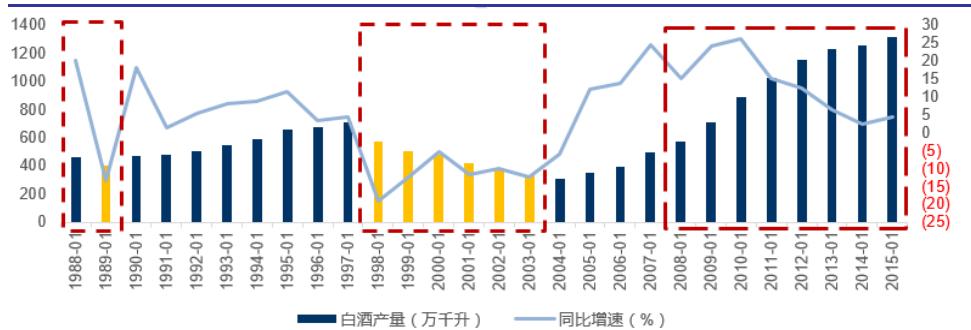
第一轮调整时期关键词为：市场化。

1988 年，国务院对十三种白酒价格放开，企业开始拥有自主定价权。在价格放开的背景下，酒企初步试水市场化环境。由于企业经验不足，导致定价过高。1989 年后国家提出整治并限制政府白酒消费，之后白酒行业行情走低，出现量价齐跌的局面。面对这轮行情，谁先意识到市场化春风，勇于迈开改革步伐，谁就走在了前面。如古井贡酒的适度降价顺应市场需求，在众多名酒之争中脱颖而出，成为全国排名第二的酒企。

第二轮调整时期关键词为：高端化。

在第二轮调整时期，白酒行业面临的是金融风暴带来的经济低迷、山西假酒案导致的市场信心受挫以及从量税对利润的影响，本轮调整中，白酒产量从 1997 年超过 700 万吨下降至 2003 年的 300 多万吨，产量被腰斩。本轮调整过后，随着中国经济整体好转，团购渠道开始崛起，政商务渠道成为需求主力，产品逐步向高端化发展，白酒行业开始提价，迎来发展的黄金十年。

图 1：白酒行业十年一轮回，经历三次调整



资料来源：CEIC，申万宏源研究

第三轮调整时期关键词为：大众化。

2012 年国家开始限制三公消费，整风运动展开，政商务消费大幅下降，中高端酒价格降幅明显，渠道库存积压，企业报表恶化。在中高端酒价格回归理性后，大众消费逐步承接三公消费的下滑，行业触底回升。

表 1：白酒三轮调整时期梳理

调整期	关键事件/原因	行业表现特点	受益者	受损者
1989--1992	1988: 定价权的放开 1989: 整治并限制政府	价量齐跌 市场化改革 白酒消费	五粮液、古井贡酒	董酒
1998--2003	1998 亚洲金融危机 山西假酒案 2001: 白酒开征从量税	团购渠道崛起 高端化起步	茅台、五粮液	古井、汾酒
2012--2015	经济下行 限制三公消费	大众消费承接政务消费 大众化来临	茅台, 古井, 牛栏山 酒鬼酒、水井坊等	

资料来源：申万宏源研究

## 1.2、三个底部确认本轮调整结束

我们认为本轮行业调整在 2015 年已经结束，2016 年行业进入新的复苏周期，主要因为在 2015 到 2016 一季度，需求、价格、库存相继到达底部。

### 1.2.1、需求底部大众消费弥补政务消费的下滑

白酒的需求主要由政务、商务、个人三部分组成，本轮行业调整前，政商务占需求主导。糖酒快讯数据显示，本轮调整前，工作、政务、商务应酬消费占比达到 60%以上，而交流感情、娱乐、突发情况形成的纯粹个人支出性消费占比分别为 10%、20%、10%。

经过 2012-2015 年的充分调整，三公消费占比已大幅下滑，大众需求逐步承接，使得白酒，尤其高端白酒的销量筑底企稳。

根据媒体报道，茅台董事长袁仁国 2014 年在接受采访时表示，2013 年茅台的公务消费占比只有约 7%；而袁总在 2016 年表示，茅台公务消费已降至 1%。

随着大众消费的承接，茅五泸三家高端酒总销量在 2014 年筑底，2015 年同比正增长。白酒行业总产量同比增速 2014 年达到最低 2.75%，2015 年回升至 5.1%。

图 2：茅五泸总销量在 14 年筑底 15 年回升

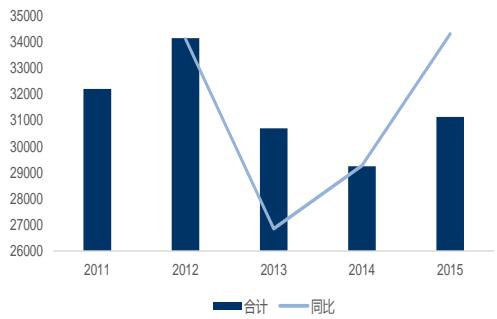


图 3：白酒产量增速 2015 年回升(2008-2015)



资料来源：草根调研，申万宏源研究

资料来源：wind，申万宏源研究

## 1.2.2、价格底部确认茅五批价在 2015 年筑底

茅台的一批价低点出现在 2015 年中秋后，也就是 10-11 月，当时一批价在 820-830 元，随后迎来春节旺季，厂家在 1 月公布控量政策，一批价在春节期间一度到达 870-880 元，节后一批价回落到 840 元，呈螺旋上升态势。

五粮液一批价底部在 2015 年上半年，最低在 580 元左右，15 年 8 月 3 日出厂价从 609 提高到 659，16 年 3 月 20 日宣布出厂价从 659 提高到 679 并取消 30 元补贴。通过提高出厂价，五粮液的一批价也从 580 回到目前的 640 元左右。

图 4：贵州茅台出厂价、一批价和零售价走势

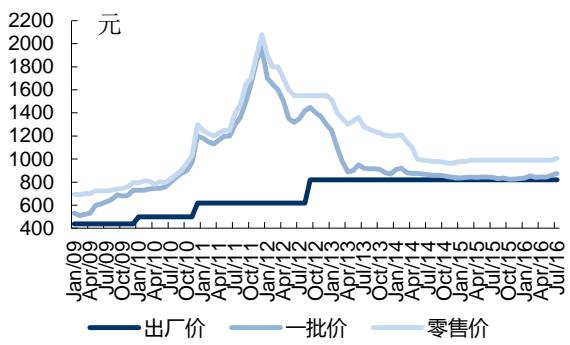
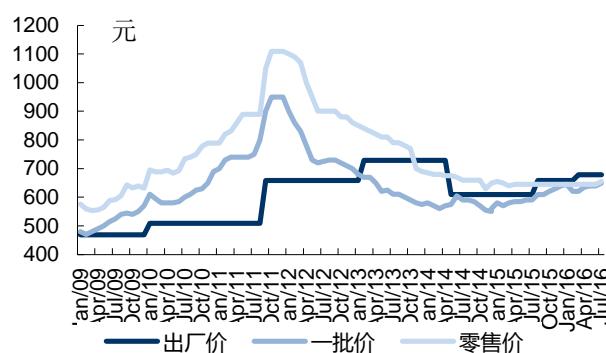


图 5：五粮液出厂价、一批价和零售价走势



资料来源：申万宏源研究（截止 16 年 07 月）

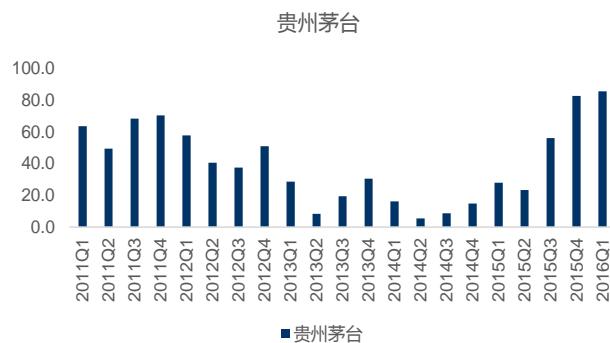
资料来源：申万宏源研究（截止 16 年 07 月）

## 1.2.3、库存底部确认

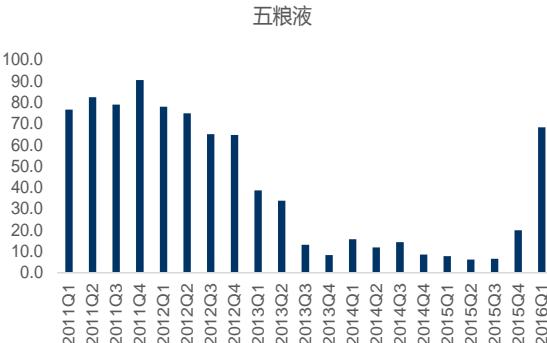
白酒的库存可以分为社会库存、渠道库存、厂家库存。行业调整初期，终端需求下降导致渠道库存积压，打款减少，然后压力传至厂商，厂商为缓解报表压力释放预收款，这个时期厂家预收账款是持续下降的，预收款的底部位置往往也是渠道库存最大的时点。随着需求结构的调整，社会和渠道库存被消化，经销商开始恢复打款，厂家现金流好转，预收款止跌回升。因此可以认为厂家预收款和渠道库存存在这一时期呈反向关系。

本轮行业调整前，茅台预收款高点在 2011 年 12 月底为 70 亿。随后行业调整环比下滑，低点在 2014 年 6 月底为 5 亿。而后预收款回升，2015 年底和 2016 年一季度预收款连创历史新高达到 85.4 亿。我们草根调研发现 2014 年也正是渠道库存最高的时候，经过 2015 年和 2016 年春节消化，16 年春节后茅台的渠道库存达到最低。

五粮液预收款前期高点在 2011 年底为 90 亿，低点在 2015 年 6 月底为 6 亿，2015 年底和 2016 年一季度大幅增长，分别达到 20 亿和 68 亿。结合草根调研，渠道也基本反馈 2014-2015 上半年是库存压力最大的时候，16 年春节库存最小。

**图 6: 茅台预收款变化 (单位: 亿元)**


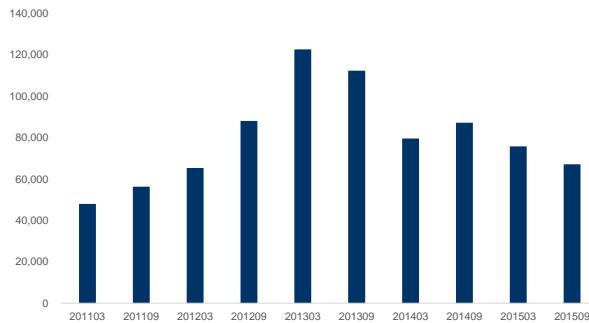
资料来源: wind, 申万宏源研究

**图 7: 五粮液预收款变化 (单位: 亿元)**


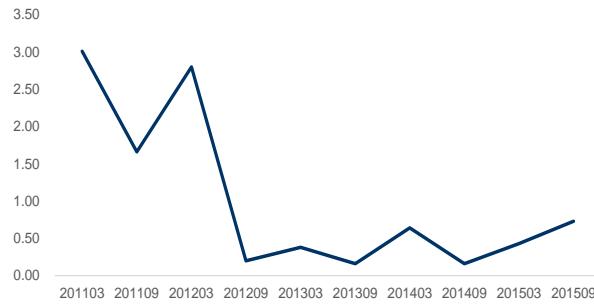
资料来源: wind, 申万宏源研究

银基集团是经销多种名酒的渠道商。在行业调整前，银基的存货在 6 亿左右，进入调整期后，银基的存货在 2013 年中报达到高点为 12 亿，随后环比下滑，最新的 2015 年中报降到 6.7 亿，基本回到行业调整前水平。

另一方面，银基的存货周转率在 2015 年明显提高，比较半年周转率可以看出，2011 年半年周转率为 1.66 次，2012-2014 年均不到 0.2 次，2015 年提高到 0.73 次。由于银基以销售五粮液为主，通过对比银基和五粮液的存货可以很明显的看到厂商预收款和渠道库存的反比关系。

**图 8: 银基集团存货变化 (单位: 万元)**


资料来源: wind, 申万宏源研究

**图 9: 银基集团存货周转率 (折线图)**


资料来源: wind, 申万宏源研究

### 1.3、上市公司报表恢复正增长

**2016 年一季报:** 白酒收入增长 16%，利润增长 17%。一线酒和二三线龙头公司预收款同比、环比大幅增长，现金流普遍转好。

茅台一季度末 85 亿创新高，五粮液 68 亿，古井贡酒近 10 亿，顺鑫农业 11 亿。

**2015 年年报:** 白酒收入收入增长 6%，利润增长 11%。

复苏有层次和顺序，一线白酒收入增速最高，现金流和预收款也最好；二三线白酒呈现分化特点，由于利润基数缘故整体增速较好。

表 2：申万食品饮料二级行业营业收入净利润增速情况

	2015 年				2016 年 Q1			
	营业收入	yoY%	净利润	yoY%	营业收入	yoY%	净利润	yoY%
白酒	11461397	6%	3271575	11%	4083961	16%	1284233	17%
第一梯队	6200630	6%	2315219	5%	2129096	22%	838666	18%
第二梯队	4241657	7%	834333	20%	1629712	10%	387780	14%
第三梯队	1019110	3%	122023	176%	325154	9%	57787	32%

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 二、本轮复苏的原因

### 2.1、复苏的基础，白酒的产品属性没有改变

我们认为，白酒的需求归根到底要回归到产品的属性，白酒行业的高速发展深层次原因是产品独特属性。这些属性在本轮调整中并没有改变。

1、白酒与中国文化（酒桌文化、面子文化）息息相关，白酒作为人情润滑剂的作用没有变；

2、白酒没有保质期，产品越放价值越大，不像其他大部分产品越放越贬值；

3、白酒是中国少有的拥有自主定价权的产业，产品附加值高，尤其在全球化的背景下，很多中国过去景气度很高的行业，比如红酒、奶粉、液态奶等，在海外产品的冲击下，国内企业定价权缺失，而白酒的定价权在自己手中；

4、白酒作为消费品，仍然受益于消费升级，居民收入提高、城市化率提高带来的消费升级大趋势不会改变

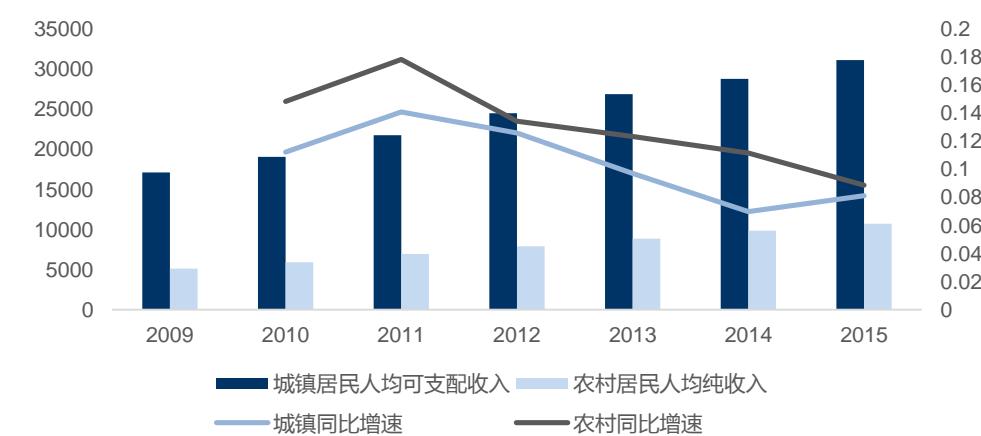
### 2.2、复苏的核心动力，大众消费承接

白酒的需求主要分为政务、商务、居民大众消费三方面，过去十年是个特殊的年代，固定资产投资高速发展所带来的政务、公务消费大幅增加推高了高端酒的需求，掩盖了大众需求对白酒消费的增长。而在本轮调整中，政务消费的泡沫被挤出，大众消费承接。

#### 2.2.1、居民绝对购买力提高

一是消费能力的提升。人均收入逐步提高，对中高端白酒的消费能力提升。据国家统计局数据，居民人均可支配收入水平逐年上升。其中，城镇居民人均可支配收入 2011 年 21810 元，同比增速 14.1%，2015 年 31195 元，同比增速 8.2%，五年复合增长率为 7.4%。农村居民人均纯收入 2011 年 6977 元，同比增速 17.9%，2015 年 10772 元，同比增速 8.9%，五年复合增长率为 9.1%。城镇和农村收入水平逐年上升，且农村收入同比增速五年来均高于城镇收入同比增速。

图 10 近年城镇及农村人均收入对比



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

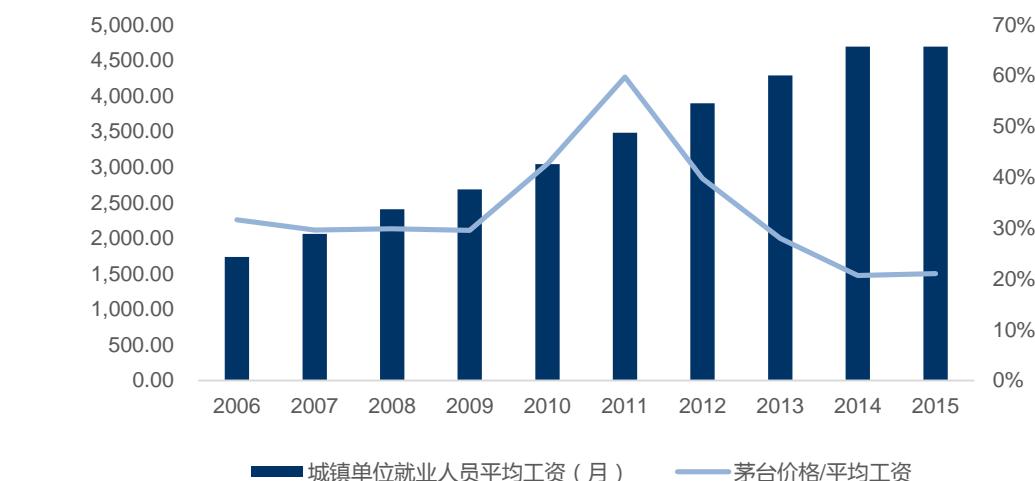
## 2.2.2、居民相对购买力提高 2012-2015 年尤为明显

本轮行业调整后，名酒价格大幅下滑。以茅台为例，2011年底茅台一批价达到1970元高点，现在一批价840元，下降57%，且一批价在900元以下已有两年多；五粮液一批价从高点950元，回落到目前的640元，下降33%。国窖1573一批价最高840元，目前560元，下降33%。

一方面名酒价格大幅下滑，另一方面居民收入水平不断提高，使得普通居民对高档白酒的相对购买能力在2012-2015年三年中大幅提高。

以茅台为例，2005-2012年，城镇单位就业职工平均工资年复合增长率为14.4%，但茅台终端价格复合增长率为21.1%，高于收入增长6.7个百分点。居民对高端酒的消费能力实际是在下降的。2011年，一瓶茅台酒价格相对于城镇人员人均工资的40%；现在，一瓶茅台酒价格相当于人均工资的20%，这一比例已低于2006年。

图 11：终端价格断崖式下跌后，居民对高端酒消费能力大幅提高



注：假设2015年城镇单位就业人员平均工资与2014年相同

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

以各大名酒为例，2012年底三公消费管控刚开始，之后白酒价格受到影响经历断崖式下跌。从终端价格表现来看，2013年初飞天茅台价格1519，相当于城镇居民月可支配收入的74%，2015年末已经降到了月收入的34%。2013年初五粮液价格1109，相当于城镇居民月可支配收入的54%，2015年末已经降到了月收入的27%。2013年初国窖1573价格1530，相当于城镇居民月可支配收入的75%，2015年末已经降到了月收入的35%。白酒的消费可负担性随着收入的增长与价格的下跌而增强，价格占收入的比重基本下降一半。

表 3：酒类价格对比

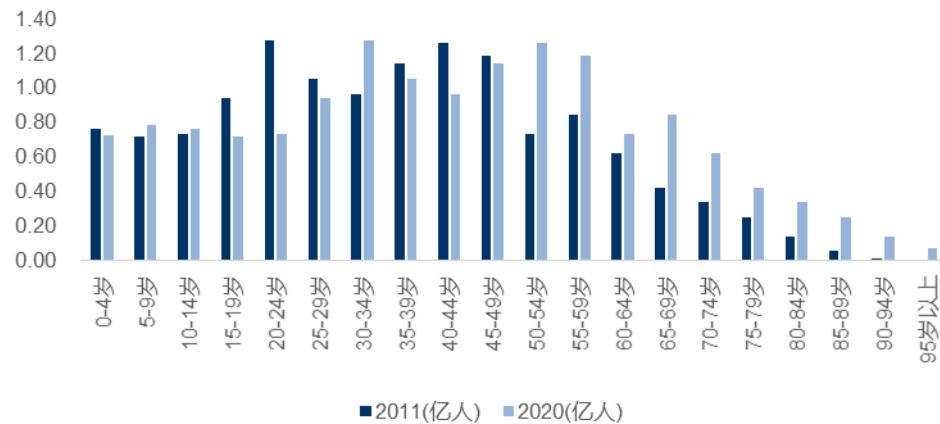
	2013/1/4 京东/一号店价格	与 2012 年城镇居民人均可支配月 收入对比	2015/12/25 京东/一号店 价格	与 2015 年城镇居民人均可支配月收入对比
			价格	收入对比
飞天茅台	1,519	74%	888	34%
五粮液	1,109	54%	699	27%
国窖 1573	1,530	75%	899	35%
剑南春	418	20%	338	13%
水井坊	780	38%	428	16%
30 年青花汾酒	698	34%	580	22%
西凤	228	11%	288	11%
洋河梦之蓝(M3)	628	31%	499	19%
习酒窖藏 1988	748	37%	499	19%

资料来源：Wind,申万宏源研究

## 2.3、白酒消费人群依然在增加

白酒主流消费人群是30-54岁的人群。我们统计了30-54岁的人口，2011年我们处于该年龄段的人口约5.288亿人，2020年处于该年龄段的人口约为5.7亿人，较2011年人口增加约4090万人。因此白酒主流消费人群的数量在中期仍在增长。

图 12：至 2020 年白酒主流消费人群数量保持增长



资料来源：Wind, 申万宏源研究

### 三、如何复苏？价位不同路径不同

我们认为未来的白酒复苏，高端酒、中端酒、低端酒的逻辑是不同的。

高端酒（600 元以上）是准奢侈品，可选消费。主要有几个特点，**1、产量的稀缺性**，茅台、五粮液等总量不过 4 万吨，占白酒行业总产量不到 1%；**2、集中度极高且稳定**，过去三年已完成洗牌，茅台、五粮液、泸州老窖三家基本占据 90% 以上份额；**3、极强的提价能力**，一方面来自消费升级拉动，另一方面来自高端酒的投资品属性。我们判断未来高端酒将量价齐升，小幅扩容增长，总量每年保持 **5-10%** 增速，价格贡献幅度跑赢 CPI，收入增长中枢在 **8-10%**。

次高端（300-600 元），逻辑类似高端酒，估计总量是高档酒的 3-4 倍，但收入的行业占比估计不到 10%，容量小。跟随高档酒提价，受益消费升级，总量稳定增长，但集中度明显低于高档酒，竞争比较激烈。

中端酒（100-300 元），大众消费及消费升级的核心价位段，销量占行业的 15% 左右，但收入占行业总收入的 40-50%，特点主要有：**1、容量大**，销量约 150-200 万吨，收入约 2000 亿；**2、集中度很低**，竞争激烈，洋河的海之蓝、梦之蓝及古井的年份原浆系列，合计市占率约 6-7%；**3、长期总量稳定**，红海市场，企业增长来自集中度提升；**4、具备提价能力**，中长期看，龙头企业的核心产品提价幅度能跑赢 CPI。

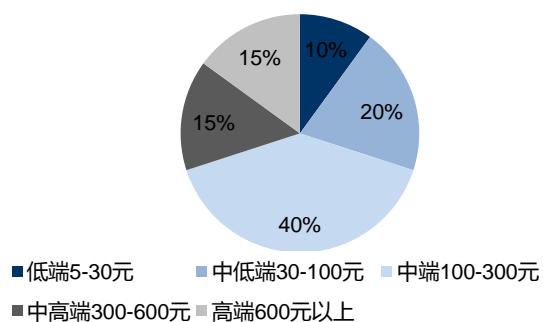
低端酒（100 元以下），逻辑类似中端酒，大众消费的核心价格段，受益消费升级，**1、收入规模小，但销量规模大**，总销量约 500 万吨占整个行业的一半，但收入 500 亿只占整个行业的 10%；**2、CR2 估计在 5-10%**；**3、我们认为这个价格带的集中速度会快于中档酒**；**4、提价呈小幅慢跑，跑平 CPI**，消费者对价格较敏感。

表 4：各价位段白酒规模、集中度及增长逻辑

	总收入（亿）	总量（万吨）	代表品牌	集中度	长期销量增长逻辑	价格增长逻辑
低端酒	1000-1500	600-700	牛栏山、老村长	集中度与中端相当，CR2 估计在 5-10%，但未来提升速度预计快于品牌加速提升，内生及资产驱动	长期销量下降，红海市场，长期跑平或跑赢通胀	
中端 100-300 元	2000-2500	100	洋河、古井、口子窖	集中度低于次高端，CR2 估计在 5-10%，预计未来集中度提升速度品牌快速提升，内生及资产驱动	长期销量持平，红海市场，长期跑赢通胀，跟随人均收入增幅	
次高端 300-600 元	300-500	15	洋河、剑南春、水井坊	集中度明显低于高端酒，但估计 CR2 在 20% 左右，未来集中度稳步提高	长期销量增长，受益消费升级长期跟随人均收入增幅	
高端 600 元以上	800	4-5	茅台、五粮液、国窖	集中度在所有价格段中最高，CR2 在 80% 以上，2012-2015 年加速提升，完成洗牌	小蓝海，充分受益消费升级，销量稳步增长	长期跑赢人均收入增幅，跟资料来源：M2 随

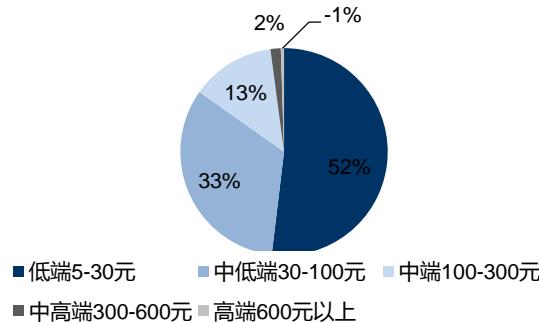
资料来源：申万宏源研究

图 13：白酒行业分价位段收入占比



资料来源：糖烟酒周刊，申万宏源研究

图 14：白酒行业分价位段销量占比



资料来源：糖烟酒周刊，申万宏源研究

### 3.1、高档白酒：受益消费升级量价齐升

经过三年调整，高档酒已经完成了洗牌，目前基本只剩下茅五泸三家，而茅台、五粮液两家基本占据了高端酒 80%以上份额。虽然集中度很高，但在消费升级的拉动下，未来越来越多的消费者将从 600 以下价格段升级到 600 以上价格段，高档酒未来将呈扩容式增长，同时价格长期大幅跑赢 CPI，量价齐升。

#### 3.1.1 中长期看，高档白酒价格大幅跑赢 CPI

虽然过去三年大多数白酒产品价格经历了明显下滑，但拉长来看，特别以十年为一个周期，白酒出厂价提升明显，特别是以茅台、五粮液为代表的高端酒。茅台 10 年出厂价 CAGR 为 12%，五粮液为 7%，茅台和五粮液 5 年出厂价 CAGR 都为 6%。CPI 的 10 年和 5 年 CAGR 为 3%，城镇居民平均工资 10 年和 5 年 CAGR 为 10% 和 6%，M2 同比增速 15% 以上。因此，拉长到 5 年以上周期，茅台、五粮液的提价幅度大幅跑赢 CPI，介于人均工资水平和 M2 的增速之间。

表 5：出厂价、CPI、M2、人均工资复合增速对比

复合增速	茅台出厂价	五粮液出厂价	CPI	M2	城镇单位就业人员平均工资
10 年	12%	7%	3%	17%	10%
5 年	6%	6%	3%	15%	6%
3 年	0%	1%	2%	14%	3%

资料来源：申万宏源研究

注：CPI、平均工资为年度数据，计算截止日为 2015 年，其余截止日期到 2016 年 5 月。

表 6：2008 年以来茅台、五粮液出厂价提价情况

日期		提价
茅台酒（飞天）	2008.01.11	茅台酒出厂价由 358 元/瓶上调到 439 元/瓶，平均上调幅度约为 20%
	2010.01.01	茅台酒出厂价格由 439 元/瓶上调到 499 元/瓶，平均上调幅度约为 13%
	2011.01.01	茅台酒出厂价格由 499 元/瓶上调到 619 元/瓶，平均上调幅度约为 20%
	2012.09.01	茅台酒出厂价格由 619 元/瓶上调到 819 元/瓶，平均上调幅度约为 20%-30%
五粮液（普五）	2008.01.31	出厂价格由 418 元/瓶上调到 438 元/瓶
	2009.01	出厂价格由 438 元/瓶上调到 469 元/瓶
	2010.01	出厂价格由 469 元/瓶上调到 509 元/瓶
	2011.09	出厂价格由 509 元/瓶上调到 659 元/瓶
	2013.02	出厂价格由 659 元/瓶上调到 729 元/瓶
	2014.05	出厂价格由 729 元/瓶下调到 609 元/瓶
	2015.08.03	出厂价格将由每瓶 609 元回调到 659 元
	2016.3.26	普五出厂价从 659 提高到 679，并取消 30 元补贴

资料来源：公司公告，申万宏源研究

高端酒之所以能持续、稳定的涨价，主要有两个原因，一是奢侈品属性，代表面子文化，消费者对一定范围内的涨价不敏感；二是投资品属性，具有保值增值功能。根据调研，茅台生产封装日期距今越早，价格越高。2014 封装的茅台价格在 980 左右，2013 年价格在 1060 左右，2012 年在 1150 左右，2010 年-2011 年在 1200-1300 左右，2010 年之前每往前一年，即在 2010 年的基础上价格年均增加 150-300 元。此外，从茅台十二生肖系列酒价格对比来看，马年的价格是 1600，羊年的价格是 1500，猴年的价格是 1050，也反映了年份越早价值越大这一增值属性。由于酱香白酒的特点，存放一段时间后辛辣口味会明显减少，口感变得柔和，所以消费者愿意为陈年茅台支付溢价。茅台酒每放一年，都有 5-10% 的增值空间，具有投资品和商品属性。

表 7：茅台价格与封装年份的关系

茅台生产封装日期	普通茅台目前价格	距 2016 年年份
2010 以前	在 2010 年基础上，随年份每年增加 150-300 元	6 年以上
2010-2011 年	1200-1300 左右	5-6 年
2012 年	1150 左右	4 年
2013 年	1060 左右	3 年
2014 年	980 左右	2 年

资料来源：市场调研，申万宏源研究

此外，泸州老窖在 2016 年 6 月 22 日发布“国窖 1573 经典装 52 度成品酒实施年份定价的通知”，明确了年份酒的市场指导价，每增长一年，价格增长 10% 以上。

表 8：国窖 1573 经典装 52 度价格与封装年份的关系

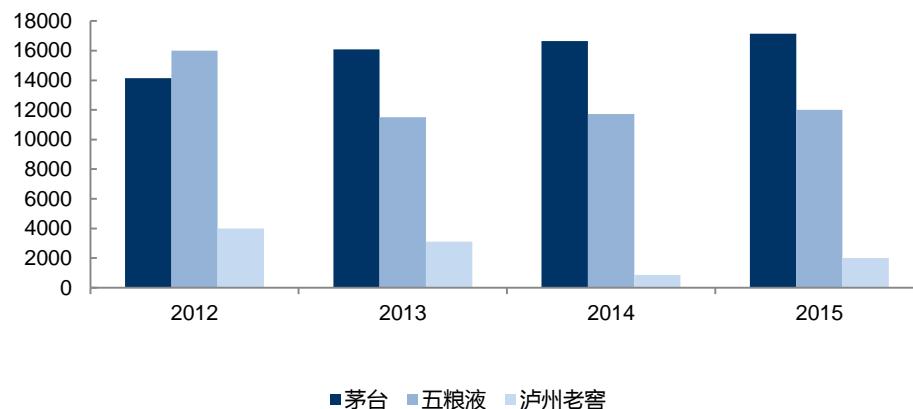
国窖 1573 生产封装日期	建议零售价	距 2016 年年份	价格增幅
2001	4800	15	26%
2002	3800	14	17%
2003	3250	13	20%
2004	2700	12	26%
2005	2150	11	14%
2006	1890	10	16%
2007	1630	9	19%
2008	1370	8	10%
2009	1240	7	12%
2010	1110	6	13%
2011	980	5	

资料来源：公开资料，申万宏源研究

### 3.1.2、高端酒是小蓝海销量扩容式增长

茅台、五粮液、泸州老窖三家高档酒经过价格调整，目前一批价分别定位在 850-900 元，600-700 元和 500-600 元，定位清晰。未来只要提价不冒进，不出普通消费者的承受范围，那么我们预计，在消费升级的拉动下，高档酒整体每年将有 5-10% 的增幅，即增加 2000-4000 吨。从 2015 年全年和 2016 年 Q1 的情况看，茅台、五粮液、泸州老窖三家整体高档酒的销量增速都在 10% 以上。

图 15：茅台、五粮液、国窖 1573 销量



资料来源：市场调研，申万宏源研究

### 3.2、中低档酒分化复苏

300 元以下价格段是大众消费的核心区间，特点主要有：1、容量大，几乎占据行业全部销量；2、集中度很低，竞争激烈；3、长期总量稳定，红海市场，企业增长来自集中度提升，分化复苏，很多小企业将被淘汰；4、具备提价能力，中长期看，龙头企业的核心产品提价幅度能跑赢 CPI。

### 3.2.1、销量角度未来集中度有很大提升空间

白酒行业的一大特点就是产品价格带拉的极大，最贵的产品和最便宜的产品价格相差 100 倍，这在食品饮料或者其他必须消费品里面是很少见的。这就决定了行业的销量、收入、利润的集中度情况极其不匹配。

中低端酒的市场集中度很低，未来有很大提升空间。除了茅台（飞天及年份酒、定制酒等）、五粮液（普五及以上产品）外，销量最大的四家非高档酒企业，五粮液（中低端）、泸州老窖（中低端）、洋河、顺鑫农业（牛栏山），2015 年销量 CR4 约 6.5%。11 家披露销量的非高端白酒上市公司的销量合计市占率为 8.1%。从收入的角度，除茅台、五粮液外的 16 家白酒上市公司收入市占率为 10%。因此，中低端酒的集中度很低，未来提升空间很大。

表 9：白酒上市公司销量市占率

	2012	2013	2014	2015
高端				
3 家高端酒合计	0. 30%	0. 25%	0. 23%	0. 24%
非高端				
五粮液（中低端）	1. 14%	1. 13%	1. 13%	1. 13%
泸州老窖（中低端）	1. 34%	1. 76%	1. 60%	1. 55%
洋河股份	1. 76%	1. 78%	1. 68%	1. 59%
顺鑫农业	1. 52%	1. 78%	2. 11%	2. 22%
中低端 CR4	5. 77%	6. 45%	6. 51%	6. 50%
11 家非高端上市公司	7. 56%	8. 08%	8. 13%	8. 14%

资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

中低端酒是红海市场，竞争激烈，未来大量的中小企业可能被淘汰。之所以说是红海，是因为中低档酒虽然占据了行业几乎全部销量，但只能分享一半的利润蛋糕。从销量角度看，茅台、五粮液两家高档酒销量不到 4 万吨，只占行业的 0.3% 不到，但收入的行业占有率达到 10%，利润占比达到 43%。根据统计局统计，2015 年底全国规模以上白酒企业约 1563 家，也就是说除了茅台五粮液外，1561 家企业只能分食 57% 的行业利润。

未来集中度呈加速提升态势。对比 2014 和 2015 年可以发现，行业筑底企稳后，除茅五外的 16 家白酒上市公司收入和利润市占率提升明显，15 年收入市占率同比提高 1 个百分点，合计占比 10%，利润市占率同比提高 4.5 个百分点，合计占比 21%。未来“剩者”为王，强者恒强的现象会更明显，小企业会加速退出。

表 10：白酒上市公司收入及利润市占率

	2012	2013	2014	2015
茅台				
收入市占率	5. 92%	6. 16%	6. 00%	6. 21%
利润市占率	22. 85%	26. 63%	31. 32%	31. 49%
五粮液				
收入市占率	6. 09%	4. 93%	4. 00%	4. 12%
利润市占率	16. 78%	13. 97%	11. 47%	11. 30%
茅台+五粮液				
收入 CR2	12. 01%	11. 09%	10. 00%	10. 33%
利润 CR2	39. 63%	40. 60%	42. 79%	42. 78%
剔除茅五后 16 家上市公司				
收入市占率	14. 2%	11. 5%	9. 4%	10. 4%
利润市占率	27. 8%	20. 8%	16. 3%	20. 8%
18 家上市公司合计				
收入市占率	26. 18%	22. 58%	19. 40%	20. 70%
利润市占率	67. 46%	61. 36%	59. 08%	63. 58%

资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

### 3.2.2、受益消费升级具备一定提价能力

中低端酒是大众消费的核心价位段，尤其 50-200 元，随着人均收入水平的提高，同样受益消费升级。一方面是直接提价，一方面是结构升级。

**直接提价**，我们粗略统计了洋河、古井、牛栏山三家代表性酒企 2009 年后的直接提价情况。洋河的蓝色经典系列在 09、11、13、16 都有进行直接提价，价格的 CAGR 估计在 3-5%。古井的年份原浆系列在 10、11、14、16 年也有进行直接提价，价格的 CAGR 估计在 3% 左右。牛栏山的陈酿是光瓶酒的代表，近年来连续提价，几年前为 72 元/件，目前为 132 元/件，估计价格的 CAGR 在 5-10%，具有较强的提价能力。

表 11：洋河、古井、牛栏山 2009 年来提价情况

公司	产品	日期	情况
洋河股份	蓝色经典系列	2009. 12. 14	产品出厂价格平均上调 10% 左右
	洋河大曲系列	2009. 12. 14	产品出厂价格平均上调 10% 左右
	蓝色经典系列	2011. 09. 13	产品出厂价格平均上调 10%
	珍宝坊系列	2011. 09. 13	产品出厂价格平均上调 5%
	天之蓝、海之蓝	2013. 07. 03	产品换新包装，出厂价格上涨幅度在 20-40 元左右
	天之蓝、海之蓝	2016. 02. 07	对海之蓝、天之蓝产品出厂价分别上调 2 元、4 元
古井贡酒	红运系列	2010. 01. 01	出厂价上调 5%
	金奖系列	2010. 01. 01	出厂价上调 5%
	年份原浆系列	2010. 03. 26	经销商提货价上调 5% 至 20%
	年份原浆系列	2010. 10. 29	出厂价上调 5%-20%
	古井淡雅系列	2011. 03. 21	出厂价格上调 3%-25%
	年份原浆系列	2011. 03. 21	出厂价格上调 3%-25%
	年份原浆献礼版与 5 年版	2014. 11. 30	经销价与渠道供货价上调 5%

公司	产品	日期	情况
	年份原浆 5 年和献礼版	2016. 04. 08	出厂价提 1 元
牛栏山	陈酿 42° (500ml*12)	2015. 09. 20	每件提高 20 元，出厂价至 120 元，幅度 20%
	陈酿 42° (500ml*12)	2016. 4. 30	每件提高 12 元，即 1 元每瓶，幅度 10%，5 月 1 日执行

资料来源：申万宏源研究

**间接提价，产品结构升级。**消费升级背景下，企业可以通过产品结构调整实现间接提价，比如洋河的蓝色经典系列，海之蓝向天之蓝的升级趋势就比较明显；古井贡的年份原浆系列，献礼版向 5 年，5 年向 8 年的升级趋势比较明显；牛栏山陈酿，在 2013 年前后推出精制陈酿，定位 20-30 元，推出后在北京同样卖的不错。

图 16：古井贡酒 5 年向 8 年升级

京东零售价：139/500ml



古井贡酒5年

京东零售价：279/425ml



古井贡酒8年

图 17：牛栏山陈酿向精制陈酿升级

京东零售价：13/500ml



陈酿

京东零售价：22.5/500ml



精制陈酿

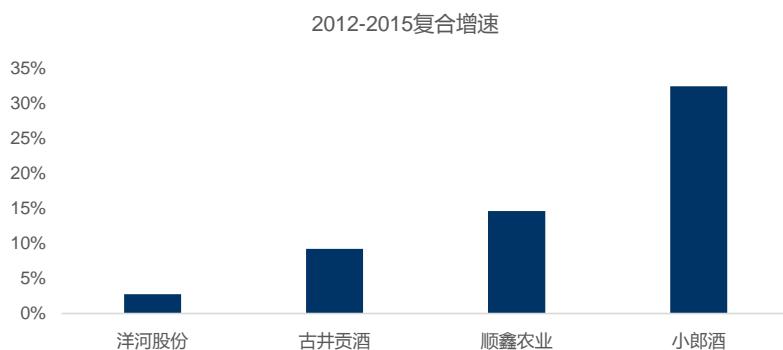
资料来源：公开资料，申万宏源研究

资料来源：公开资料，申万宏源研究

### 3.2.3、低档酒的整合速度快于中档酒

之所以得出这样的结论，主要是从近三年行业调整期的表现看，中档酒的龙头洋河、古井等，在 2013-2015 年年复合增速低于低端酒（光瓶酒）的龙头牛栏山、小郎酒等。如下图，2012 年至 2015 年按真实收入=总收入+预收款变动/1.17 计算，洋河、古井、牛栏山年平均复合增速为 3%、9%、15%。据相关新闻报道，小郎酒 2012 年 8.6 亿，2015 年 20 亿，计算 2012-2015 年年平均复合增速为 32%。

图 18：洋河、古井、牛栏山、小郎酒复合增速对比



资料来源：公开资料，wind，申万宏源研究

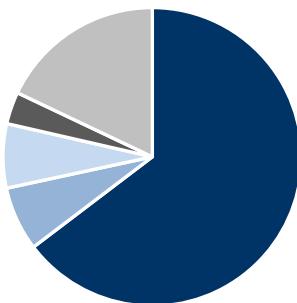
本研究报告通过网站仅提供自然人 monitorInner (monitorInner) 使用 21

从中档酒和低档酒的全国化布局来看，低档酒龙头牛栏山的全国化布局要快于中档酒龙头洋河。洋河股份 2014 年江苏省收入占总收入的 65%，省外占 35%，省外市场主要为河南、山东、安徽、湖北、北京等地，从销售数据来看，其中 2014 年河南、安徽销售额超过 10 个亿，各占总收入的 7%，北京超过 5 个亿，占收入的 3%。主力市场贡献了大部分收入。

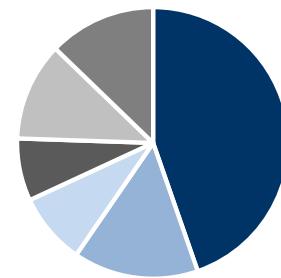
对牛栏山而言，我们测算，2012 年北京市场收入占比接近 60%，约 17 亿收入，外埠市场占比 40%，最大的是河北市场 3 个多亿，其他环京的华北省份 1 个多亿。2015 年，预计北京市场 20 亿左右，占比下降到 40%，环北京的华北市场，包括河北、山东、河南、内蒙等，收入在 3-5 亿，且还在快速增长，华北以外的其他地区，包括长江以南，也已逐步形成亿元市场，全国遍地开花，低档酒迅速全国化。

图 19：洋河股份 2014 年区域收入分布

图 20：牛栏山 2015 年区域收入分布



■江苏 ■河南 ■安徽 ■北京 ■其他（山东、湖北、浙江、天津等）



■北京 ■河北 ■山东 ■内蒙 ■河南 ■其他

资料来源：Wind, 申万宏源研究

资料来源：Wind, 申万宏源研究

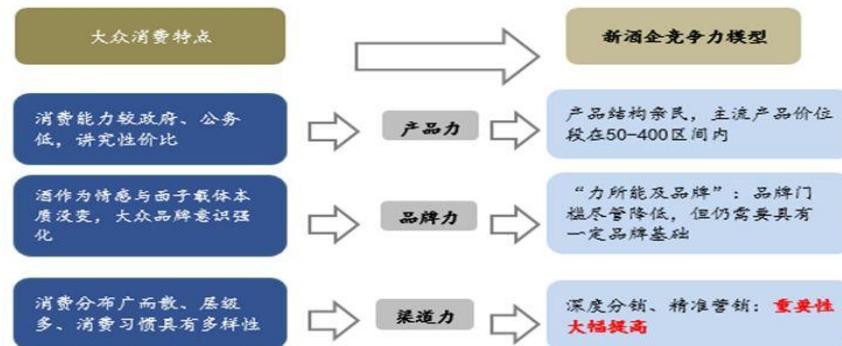
我们认为低档酒之所以整合的速度更快，主要原因在于：**1、低档酒相对中档酒，知名品牌要少很多，竞争远没有中档酒激烈；2、低档酒的盈利模式是薄利多销，拼周转率，企业的核心竞争力之一是规模和成本优势，因此，低档酒更容易显现规模优势。**

### 3.2.4、未来渠道和营销力强的企业更容易胜出

根据申万 2014 年深度报告提炼的新白酒企业竞争力模型，大众消费时代，消费者更讲求性价比、品牌意识不断强化、消费广而散，层级多。因此，大众消费时代的白酒企业竞争力模型为：

- 1) 产品结构更亲民，主流产品应在 50-400 元区间内；
- 2) 品牌力：由超高端转换为“力所能及的品牌”，尽管品牌的门槛在下降，但必须具备一定品牌基础；
- 3) 渠道力：深度分销与精准营销能力的重要性将大大提高，对终端掌控能力要求高。

图 21 新白酒企业竞争力模型渠道与营销能力重要性大大提高



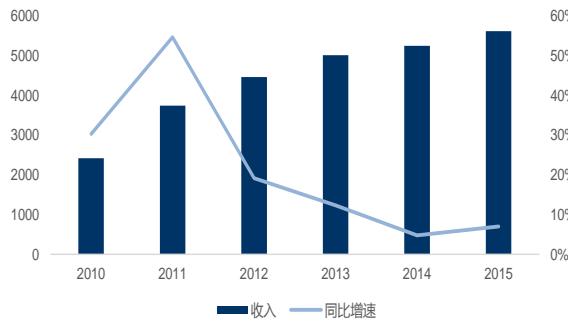
资料来源：申万宏源研究

## 四、基于五大理由看好未来白酒投资机会

### 4.1、行业视角：景气向上方向明确

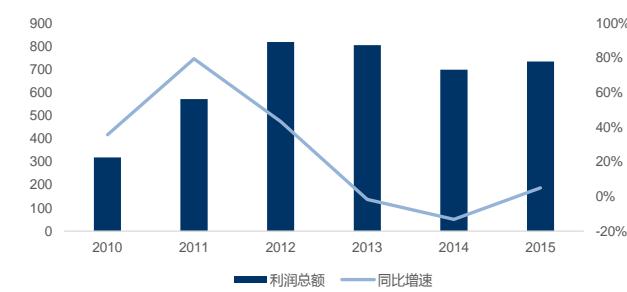
本轮白酒复苏的逻辑是行业价格重新定位后的大众消费承接，行业目前处于景气度上升的阶段。从白酒行业收入与利润总额在 2012 年调整前后的表现来看，2011 年行业收入和利润同步达到高峰，收入为 3747 亿元，同比增速 55%；利润总额为 572 亿元，同比增速达到 79%，之后收入和利润总额增速双双下滑，至 2015 年底增速已经回升。目前来看，行业景气度恢复向上，方向明确。未来高中低三个价位的企业将有不同的复苏路径，高档酒主要看消费升级带来的量价齐升，中低档酒主要看行业整合。

图 22：近年白酒行业收入及同比增速



资料来源：Wind, 申万宏源研究

图 23：近年白酒行业利润总额及同比增速



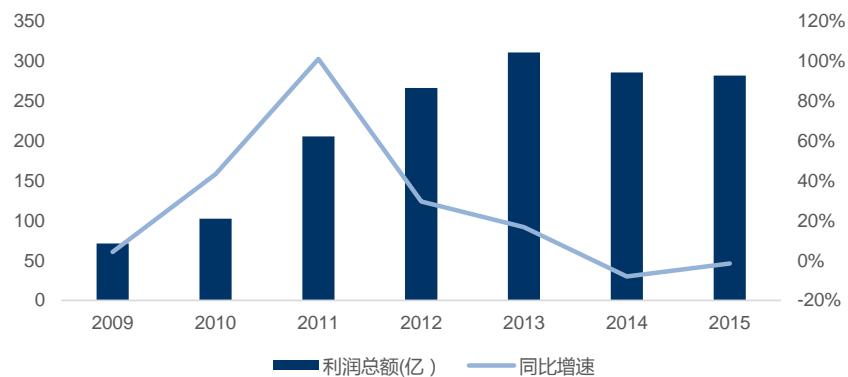
资料来源：Wind, 申万宏源研究

### 4.2 资本角度：资本运作将更加活跃

前文提到，中低档酒的集中度有很大提升空间，在竞争加剧、宏观经济下行、人工成本上涨背景下，未来很多中小酒企甚至名酒企业都将面临经营上的困难，增加并购机会。

我们认为，过去阻碍白酒企业并购的重要因素是地方政府保护，而这一因素在本轮行业调整后已经减弱。原因在于，地方酒企过去往往依赖地方政商务消费，酒企也是当地纳税大户，而在三公消费被挤出后，酒企和当地政府的利益纽带就弱化了。从非上市公司利润总额变化来看，非上市公司利润总额在 2011 年之后同比增速呈现明显的下降趋势。非上市公司一般以中小酒企居多，反映了中小酒企竞争激烈，业绩表现有所下滑。

**图 24：非上市公司利润总额同比增速变化**



资料来源：公开资料，申万宏源研究

白酒上市公司范围以申万白酒板块为口径统计

未来我们看好两类白酒并购：**1、大幅巩固基地市场；2、强化拓展区外市场。**

从现有案例来看，洋河并购双沟酒业是国内首例名酒与名酒牵手案例。洋河和双沟同为江苏名酒，苏酒向来以“三沟一河”著称，指的就是双沟、汤沟、高沟和洋河。而其中的洋河和双沟为苏酒的老大和老二。2010 年 4 月，洋河收购了宿迁国丰所持有的双沟酒业 40.6% 股权，转让价 5.36 亿。之后 2011 年 3 月，又以 11.75 亿总价收购双沟酒业 59.3% 的股权。自此双沟酒业将成为洋河股份全资控股子公司。两者强强联合使洋河在江苏省内市占率大幅提升，壮大了整个苏酒板块。

最近一单名酒并名酒案例是古井贡酒并购黄鹤楼。2016 年 4 月底古井发公告，以现金 8.16 亿收购黄鹤楼 51% 的股权。古井在安徽，是老八大名酒之一，黄鹤楼酒业是十七大名酒之一。2015 年，古井贡酒收入超过 50 亿元，同比增长 13%，黄鹤楼收入 5-6 亿，虽然近年收入下滑但在湖北基础仍在，而古井在湖北销售很少。古井通过并购输出管理嫁接黄鹤品牌，加速异地扩张。黄鹤楼未来 4 年收入承诺增速为 25%、30%、31%、20%，2020 年实现 20 亿收入。

**表 12：白酒业内资本并购事件**

事件	时间	被并购方简介	标的资产	交易价格	交易意义
洋河并购双沟	201004	双沟酒业为苏酒第二，生产浓香型大曲酒的国	双沟酒业	5.36 亿	首例名酒并购名酒案
酒业		家名酒企业	40.6% 股权		例，强强联合，省内市
	201103		双沟酒业	11.75 亿	占率得到大幅提升
			59.3% 股权		
古井并购黄鹤	201604	黄鹤楼酒业是十七大名酒之一，2015 年黄鹤楼	黄鹤楼酒业	8.16 亿	古井通过并购输出管
楼		收入 5-6 亿，虽然近年收入下滑但在湖北基础	51% 股权		理嫁接黄鹤品牌，加速
		仍在			异地扩张。

本研究报告通过网站仅供自然人（Non-Financial Individual）使用

洋河并购贵州酒	201606	贵州贵酒有限责任公司（简称贵酒）是贵州省重点酿酒企业，有酱香型和浓香型两大系列产品，曾获得中国国际名酒博览会“中国酒王”称号	贵州贵酒 100% 股权 1.9 亿	洋河股份正式进入酱酒领域，囊括酱香、浓香两大香型
劲酒并购贵州台	201602	贵州台轩酒业注册成立 2012 年 12 月，注册资本 6 千万元，主营白酒生产、销售。资产主要	贵州台轩酒业 95% 股权 1.7 亿	劲酒加深白酒板块布局
轩酒业		是一块国宝酒厂茅台园区，占地面积 300 余亩，年产 6000 余吨。		
五粮液并购河南	201407	河南五谷春酒业股份有限公司位于信阳市淮滨县。年商品酒生产能力 3.2 万吨，旗下的“金	向河北五谷春增资	出资 2.55 亿，直接一线名酒进攻二、三线
五谷春		谷春”白酒已成为信阳当地认知度很高的中高端品牌		或间接共持股 51% 市场，提高中低端酒市
五粮液投资永不分离公司	201308	河北永不分梨酒业有限公司总占地面积近 300 亩，一期工程投资近一亿元，占地 100 亩，白	与永不分梨酒业有限公司等其他合作方共 51%	出资 2.55 亿，持股首次布局区域市场，提高中低端酒市场占有
		酒生产能力为 10000 吨，建有中国黄河以北地区最大的大曲酱香型白酒生产车间	同投资设立新公司	率
			(河北永不分梨酒业股份有限公司)	

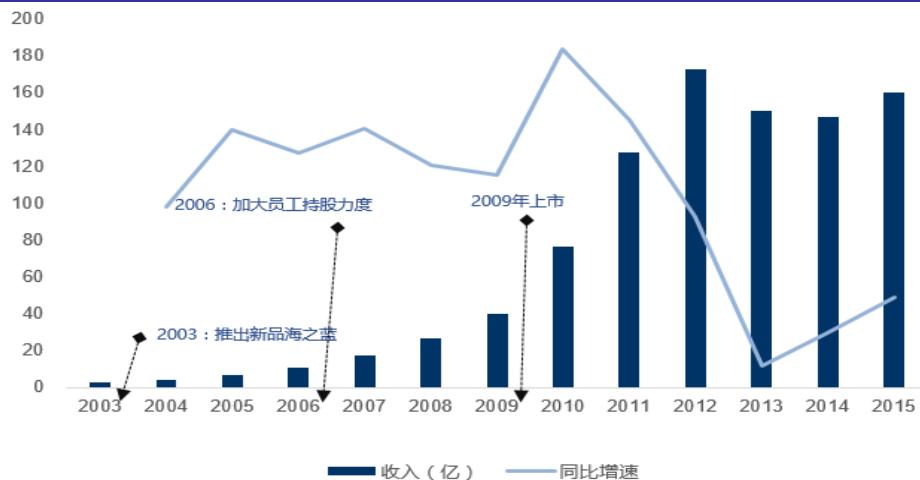
资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究

### 4.3、改革角度：国企改革将释放制度红利

企业改制有利于释放企业活力，通过绑定管理层利益，采取员工持股，引入战投和优秀经销商入股的方式，激发管理层及员工积极性，有明显的正效应，行业已有成功案例。

如洋河股份，其改制是国改的标杆。洋河在 2001 年销售额仅 2 个亿，2002 年由国有独资企业洋河作为主要发起人，联合上海海烟、综艺投资、上海捷强、江苏高投、中食发酵、南通盛福等 6 家法人，以及洋河股份董事长杨廷栋、总经理张雨柏、副董事长陈宗敬、副总经理王述荣、副总经理高学飞、冯攀台、朱广生、钟玉叶，总经理助理薛建华，总经理助理沈加东、周新虎、吴家杰，总会计师丛学年、副总工程师范文来等 14 位自然人，设立了洋河股份。全体股东共出资 10372 万元。洋河集团持股 51.1%，引入经销商、员工持股，激发企业活力。改制之后，2003 年进行产品创新，推出“洋河蓝色经典系列”，当年公司的销售额 3 亿，2004 年 4 个亿，2005 年 7 个亿，相比 2003 年收入翻番。2006 年管理层持股达到了 30%，增强了激励效果，2006 年至 2011 年收入年增速在 50% 以上，2009 年上市之后更是迎来增速高峰，2015 年营业收入 160 个亿，成为改制的经典成功样板。

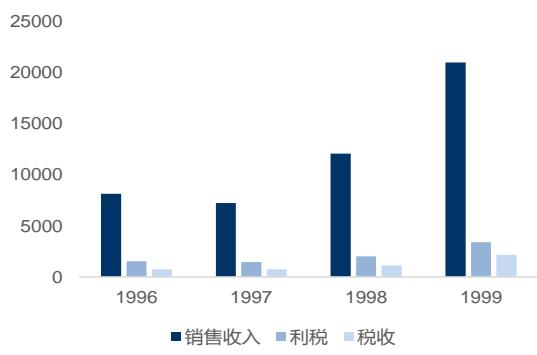
图 25：洋河股份 2003-2015 收入及发展历程



资料来源：Wind, 申万宏源研究

另一个成功案例是保健酒龙头劲酒，在改制之后，同样业绩呈现大爆发的态势。1997年7月，劲酒进行股份合作制改造，由国有企业改为股份有限公司。然而由于酒业市场竞争白热化加剧，且没有解决大锅饭问题，产权过分细化，公司收入相对于1996年反而有所下滑。在1998年6月，企业经全体股东投票表决，转为民营，之后1999年收入2个亿，相对于1998年翻倍，2005年收入9.2亿，2010年收入36个亿，相对于2005年翻了4倍，2014年76个亿，相对于2005年翻了8倍。

图 26：劲酒改制初期收入变化 (万)



资料来源：公开资料, 申万宏源研究

图 27：劲酒近十年收入 (亿) 及同比增速



资料来源：公开资料, 申万宏源研究

近年来白酒上市公司已有多单改革落地，形式包括集团混改、员工及经销商持股、大股东变更。

古井贡酒集团公司之前由亳州市政府持有古井集团100%股权。2009年通过产权转让，40%股权转让给上海浦创股权投资有限公司。2009年当年归母净利润为1.4亿，2010年翻番达3.14亿，2012年5.66亿，2012年7.26亿，2015年7个亿。

老白干酒2013年出台改制方案，2014年停牌筹划非公开发行，2015年获得省国资委批复，已实施完毕。公司混改有利于理顺经营机制，加速实现河北省内市场占有率提升。2013年收入18亿，2014年21亿，2015年23亿，收入稳步增长。

目前受市场关注的为五粮液改制，今年5月，五粮液23亿定增方案获四川省国资委批复，在混改道路上迈出了关键一步。混改方案通过新项目募集资金的方式，绑定公司、员工和经销商之间的利益，实施后将有效改善公司长期机制。

此外，沱牌舍得、酒鬼酒大股东变更，天洋集团2016年6月底正式入主沱牌舍得，中粮2016年春节后全面接管酒鬼，未来两家企业的发展值得重点关注。

**表 13：2015-2016 年白酒企业国企改革推进情况**

主题	上市公司	主要事件	时间	交易细节
员工及经销商持股	五粮液	非公开发行股票预案	201510	发行价格：23.34元/股，发行股数：不超过1亿股，募集资金总额：不超过23.34亿元，用于信息化建设项目、营销中心建设项目、服务型电子商务平台等项目；发行对象：董监高、公司其他员工、经销商、战略投资者
员工及经销商持股	老白干	非公开发行股票预案	201412	发行价格：23.58元/股，发行不超过3500万股，募集资金不超过8.25亿，用于偿还银行贷款和补充流动资金，发行对象：汇添富-衡水老白干酒员工持股资产管理计划、汇添富-定增盛世添富牛37号资产管理计划等
大股东变更	沱牌舍得	股权转让并增资协议	201511	转让概况：沱牌舍得集团38.78%股权，且增资扩股。项目挂牌价12.50元/股，折合总价约20.32亿元
大股东变更	酒鬼酒	中国华孚贸易发展集团公司整体并入中粮集团有限公司	201411	
		公告实际控制人为中粮集团	201510	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 4.4、公司角度：分红率明显提升

上市公司现金分红是获取投资收益的重要部分，在2012年前，除泸州老窖外，龙头企分红率普遍不高。本轮调整之后，分红率有明显提升。2013年初白酒调整开始，基本分红率在50%以下，2015年分红率接近甚至超过50%。

**表 14：主要白酒龙头公司历史分红率**

时间	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	洋河股份	山西汾酒	算数平均
2015	50%	49%	76%	51%	53%	56%
2014	33%	39%	128%	48%	0%	50%
2013	30%	33%	51%	43%	32%	38%
2012	50%	31%	57%	35%	52%	45%
2011	47%	31%	67%	34%	28%	41%
2010	43%	26%	63%	20%	44%	39%
2009	26%	17%	62%	29%	61%	39%
2008	29%	10%	72%	22%	71%	41%
2007	28%	0%	63%	22%	19%	26%
2006	43%	14%	91%	19%	75%	48%

资料来源：Wind,申万宏源研究

## 4.5、估值角度：对标国际龙头公司白酒估值还有提升空间

我们选取了几个有代表性的国外公司综合来看国内酒企的财务与经营情况。考虑到市场规模和品牌，选取帝亚吉欧、保乐力加、金巴利米兰作为国外代表性公司。帝亚吉欧来自英国，是全球最大的洋酒公司，旗下拥有横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒等一系列顶级酒类品牌。保乐力加是世界三大烈酒和葡萄酒集团之一，是一家世界顶尖的洋酒生产商与销售商。金巴利米兰是一家生产和分销品牌烈性酒、葡萄酒和软饮料的全球性公司。

**表 15：国内外白酒公司财务数据比较**

	贵州茅台	五粮液	洋河股份	帝亚吉欧	保乐力加	金巴利米兰
收入成长性						
2015 年	3%	3%	9%	3%	-4%	-4%
近 3 年	7%	-7%	-2%	-1%	-3%	-3%
近 5 年	23%	7%	16%	0%	-1%	-1%
利润成长性						
2015 年	1%	6%	19%	3%	-24%	-24%
近 3 年	5%	-15%	-4%	6%	-13%	-13%
近 5 年	25%	7%	19%	6%	-7%	-7%
盈利能力 净利率						
2015 年	50%	30%	33%	22%	10%	10%
近 3 年	51%	31%	32%	22%	12%	12%
近 5 年	51%	32%	33%	21%	13%	13%
盈利能力 ROE						
2015 年	26%	15%	25%	33%	7%	7%
近 3 年	33%	18%	27%	35%	9%	9%
近 5 年	37%	24%	36%	36%	10%	10%
分红率						
2015 年	50%	49%	51%	59%	55%	55%
近 3 年	38%	40%	47%	55%	45%	45%
近 5 年	42%	37%	42%	55%	41%	41%
财务风险						
资产负债率	23%	16%	32%	64%	56%	59%
现金/总资产	43%	50%	14%	2%	2%	20%

资料来源：wind, bloomberg, 申万宏源研究

从国内外酒企比较来看，国内一线名酒收入和利润成长性、盈利能力均好于国外代表性公司，茅台过去三年，15-16 年及预期未来三年的收入利润增速都在帝亚吉欧、保乐力加之，茅台的历史净利率和 ROE 水平高于或与帝亚吉欧相当，显著高于保乐力加和金巴利；分红率方面国内白酒与国外比较接近；财务风险角度国内公司明显小于国外公司，茅五洋的资产负债率远低于国外公司，并且茅五的现金比例都超过了 40%。

从静态 PE 角度看，茅五洋的估值明显低于国外同行。通过比较关键财务指标可以发现，国内白酒龙头，尤其茅台的综合财务状况要好于国外龙头，因此国内白酒龙头的估值

水平应向帝亚吉欧等国际龙头看齐，甚至高于国外龙头也不过分，茅台估值可以给到 20x 以上。

**表 16：国内外烈酒公司 PE 比较**

	贵州茅台	五粮液	洋河股份	帝亚吉欧	保乐力加	金巴利米兰
FY 2009	37.19	37.00	37.34	14.19	11.91	12.23
FY 2010	34.67	29.84	47.47	15.09	15.41	13.88
FY 2011	21.95	19.36	27.58	16.59	17.65	21.79
FY 2012	16.14	10.65	16.32	21.08	18.21	20.35
FY 2013	8.64	7.35	8.87	18.79	19.58	21.06
FY 2014	15.07	15.36	20.75	22.61	23.26	29.43
FY 2015	17.02	15.75	18.00	19.59	29.92	22.79

资料来源：wind, bloomberg, 申万宏源研究

注：以财年年末时间为参考时间点，帝亚吉欧和保乐力加年报覆盖时间段为 6.30 至次年 6.30，财年年末时间为 6.30，其余公司均为 12.31.采用参考时间点后一交易日股价除以本年报的 EPS 算得。

## 五、推荐标的

基于以上分析，我们自上而下看好一线龙头，以及品牌力、渠道力突出，机制到位的中低端龙头。推荐泸州老窖、贵州茅台、五粮液、古井贡酒、顺鑫农业、洋河股份。

同时建议从资本运作、国企改革两个维度关注未来存在较大改善预期的品种。建议关注老白干酒、水井坊、伊力特等。

### 5.1、泸州老窖（000568）：未来弹性最大的一线标的买入

**投资评级与估值：**预测公司 16-18 年 EPS 为 1.27、1.65、2.19 元（增发摊薄后 EPS 为 1.15、1.5 和 2 元），增长 20%、30%、33%，对应 PE 为 26、20、15 倍，强烈建议买入。我们认为公司是高端酒中弹性最大，也是预期差最大的品种，看好新班子的领导能力和执行力。未来基本面不断向好，高端酒国窖 1573 快速增长，次高端窖龄酒和中端特曲有长期增长潜力，随着定增的推进和中高端酒占比提升，预计未来业绩加速增长，并有超预期可能。

**新管理层领导能力突出，产品及渠道改革成效明显。**老窖新管理层相对其他白酒上市公司现任管理层而言是最年轻、最具一线销售经验的领导层。上任以来改革成效明显，产品方面聚焦五大战略单品，采取砍条码、降价等方式解决条码混乱、产品滞销问题，产品线逐步明晰；渠道方面降库存、改变柒泉模式而建立品牌专营公司，使渠道逐渐恢复良性发展。

**战略单品国窖 1573 有望实现量价齐升。**国窖 1573 随白酒板块景气回升和消费升级拉动，有望实现量价齐升，为公司带来较大利润弹性。公司层面领导层执行力强，加强终端掌控，销售队伍不断扩充促放量，产品本身性价比高，目前已停货并酝酿提价。

产品线齐全覆盖高中低端，未来腰部产品可发力。老窖相对于茅台、五粮液的优势是产品线齐全，覆盖高中低端。中高端窖龄酒和特曲现阶段恢复良性增长逐步发力，预计未来中高端窖龄酒和特曲收入会逐步提高，公司有望在百元价位段获得全国性突破。

股价表现的催化剂：基本面超预期

核心假设风险：调整复苏低于预期，增发的不确定性

## 5.2、贵州茅台（600519）：王者归来强者恒强

**投资评级与估值：**预测 16-18 年 EPS 为 13.6、15.2 和 17.2 元，同比增长 10%、12% 和 13%，当前股价对应 16-18 年 PE 为 23、21、18 倍，买入评级。茅台是本轮白酒复苏的龙头和标杆，我们看好茅台的逻辑主要是：1、拥有极强的品牌力，不但构筑了高壁垒，也形成了品牌和产品的稀缺性；2、价格回归理性后，触发了大众消费需求，未来价格合理提升的前提下，消费升级将不断带来新增需求；3、长期看，茅台具备很强的提价能力，过去 10 年茅台提价 CAGR 为 12%，近 5 年为 6%，跑赢居民收入增速，未来这条规律依然成立；4、茅台具备商品属性，年份茅台具备明显的增值价值，每年升值幅度 5-10%；5、茅台是整个白酒行业真正掌握定价权的公司，且成长性、盈利能力、偿债能力等均好于国际烈酒龙头，估值应享受溢价。

**一批价超预期，旺季行情提前启动。**6 月底到 7 月初，茅台一批价周环比提高 10-15 元，达到 870-880 元左右，而一个月前只有 840 元左右。根据我们此前草根调研，经销商普遍预期旺季价格会到 880-900 元，现在看茅台的一批价上涨提前启动，旺季价格将超 900 元，超市场预期。主要原因包括，厂家严格按照月打款发货，渠道货源吃紧；下半年茅台酒整体供应量 8000 吨，预计上半年完成 1.5 万吨，下半年将供不应求；媒体报道茅台代总经理李保芳讲话，价格将超 1000 元，提振渠道信心，渠道一致预期不断强化。

股价表现的催化剂：一批价上涨、销售超预期、国企改革

核心假设风险：经济下行影响高端酒整体需求

## 5.3、五粮液（000858）：看好中长期经营改善建议买入

**投资评级与估值：**预测 16-18 年 EPS 为 1.92、2.13、2.38 元，同比增长 18%、11%、11%，对应 16-18 年 PE 分别为 18、17、15 倍，买入评级。我们看好公司的主要逻辑是，1、今年以来高端酒出现复苏，茅五带动整个高端酒价格上涨；2、五粮液去年和今年两次提高出厂价，批价倒挂现象逐步缓解，高端酒市场恢复带动销量增长，收入利润重回增长通道；3、定增实施后将有效改善现有机制，有利长期经销效率和利润率提升；4、预计旺季有望实现顺价销售，下半年出厂价值得关注；5、估值便宜，目前五粮液 16 年 PE 为 17x，在白酒股中估值最低。

**员工持股计划稳步推进，未来管理改善空间大。**公司于去年底公布非公开发行方案，发行不超过 1 亿股，价格 23.34 元/股，目前进展顺利，我们预计今年四季度有望拿到批文，

之后会立即实施。此次员工持股计划主要绑定了大商、机构和公司中层及以上员工利益，实施后能够有效提升公司经销效率和盈利水平。

**量价关系仍将是普五的主要核心。**公司今年在春糖经销商大会宣布提价，普通五粮液出厂价上调 20 元到 679 元/瓶并取消 30 元补贴，大多数经销商在 4 月前完成全年打款任务，因此目前公司在发货节奏上具有很强的主动权。另外，公司在全国新增 7 个中转仓，对经销商物流价格违规惩罚力度大大加强。目前市场处于传统的淡季，渠道调研显示市场货源趋紧，6 月一批价小幅提高 5-10 元到 640 元左右，价格倒挂现象逐步改善，渠道推力有所恢复。我们预计中秋旺季有望实现顺价，形成量价齐升的局面。

**股价表现的催化剂：**出厂价、一批价上涨

**核心假设风险：**经济下行影响高端酒整体需求

## 5.4、古井贡酒（000596）：内生外延并举加速全国扩张

**投资评级与估值：**不考虑黄鹤楼并表，预测 16-18 年 EPS 为 1.63、1.92、2.22 元，增长 15%、18%、16%，目前 PE 为 31、27、23 倍，买入评级。若按照黄鹤楼业绩承诺保守估计，预计 17-18 年增加收入 6.8、8.55 亿，按 11% 净利率假设，增厚利润 3800、4800 万以上，对应 EPS 为 0.08、0.1 元。

**品牌力、渠道力突出的中档酒龙头。**古井贡酒主导产品“年份原浆”正处于 50-300 元，是大众消费的核心价位段；公司作为“老八大”名酒之一，具备较高的品牌张力，今年以来在春晚、央视等媒体加大空中广告投入，品牌力不断提升；同时具备非常强的营销与终端掌握能力，符合未来行业发展的新趋势。

**省内精耕细作份额不断提升受益消费升级。**公司产品线齐全，老贡酒系列、淡雅系列、年份原浆系列覆盖 50-300 价位段，省内精耕细作，渠道进一步下沉，省内占有率稳步提升。而随着安徽市场竞争格局的稳定，百元价位段基本由古井和口子窖占据，加上消费升级的拉动，基地市场的盈利能力有望持续提升。

**看好古井收购黄鹤楼。**1、黄鹤楼酒是中国十七大名酒之一，具有名酒基因和品牌优势，收入规模一度在 10 亿以上，2012 年行业调整后有所下滑，但市场基础仍在，具有快速恢复的潜力；2、湖北的地理位置有利于古井完成向华中的扩张，而古井自身品牌则主要向华北、华东渗透，两个品牌区域互补性较强；3、核心价位带相同，黄鹤楼核心价位段在 50-200 与，包括黄鹤楼原浆系列和黄鹤楼酒系列，与古井的核心价位带相同，古井擅长这个价位带的精细化运作，有利于古井输出其管理运作模式，实现黄鹤楼的快速恢复。

**股价表现的催化剂：**收入增速超预期

**核心假设风险：**中低档白酒竞争加剧，弱势市场难以破局

## 5.5、顺鑫农业 (000860): 大众民酒第一品牌坚定看好

**投资评级与估值:** 预测公司 16-18 年 EPS 为 0.81、1.06、1.29 元，增长 23%、31%、22%，目前 PE 为 31、23、19x，买入评级。公司是我们一直坚定推荐的品种。从过去 3 年白酒行业调整期的发展规律看，低端酒也就是光瓶酒呈加速整合态势，未来可能较中档酒率先出现一个真正的全国化品牌，看好公司白酒业务的全国化，同时期待公司：1、解决多元化问题；2、推进国企改革。

**白酒内生外延做大众民酒第一品牌。**牛栏山酒厂已经制定四五计划，2016-2020 规划就是要做到百亿目标，白酒行业未来看整合，我们判断低档酒整合速度快速中档酒，会率先出现真正的全国化品牌，类似啤酒 05-10 年的发展阶段。在白酒行业最困难的三年，公司受益大众民酒定位和产品结构，收入逆势增长，CAGR 在 10%以上，利润 CAGR 在 20%。未来，公司白酒仍将保持量价齐升，收入稳步增长，白酒净利率目前不到 11%，明显低于行业平均，未来提升空间更大，利润增速将高于收入增速。

**解决多元化。**公司的变化起自 2013 年，新董事长王泽上任，2014 年确定聚焦战略，力争到 2020 年将顺鑫（集团）打造成为资产规模 300 亿元，年销售收入 400 亿元，综合市值 800 亿元的投资控股型产业集团。要实现这个中期目标，首先要梳理上市公司资产，聚焦酒肉主业，逐步收缩剥离与主业无关的资产，14-16 年 1 月，已公告拟剥离 7 家酒肉无关分子公司和部分房地产资产。

**期待国企改革。**公司为北京顺义区国资委所属企业，未来如能借助改革东风改善机制、引入优秀战略合作伙伴，则公司的运营效率和发展速度都会大幅提升。

**股价表现的催化剂:** 非主业加速剥离，国企改革加速推进，白酒增长超预期

**核心假设风险:** 非主业剥离低于预期，国企改革低于预期，全国化进程低于预期

## 5.6、洋河股份 (002304): 百元价格带的全国化龙头

**投资评级与估值:** 预测 16-18 年 EPS 为 3.78、4.23、4.63 元，增长 6%、12%、9%，目前 PE 为 20、18、17 倍，2016 年个位数增长主要考虑 15 年投资收益基数较高原因，买入评级。公司是行业内的标杆企业，凭借极强的精细化运作能力和执行力实现中档酒的全国化。未来将通过省内进一步精耕细作，省外空白区域拓展实现销量不断增长，同时也将受益百元价位带消费升级带来的盈利能力提升。

**省外市场加速拓展占比预计超过 40%。**2015 年以来公司省外市场呈加速增长态势，去年省外增长 23%，整体增速 9%，省外占比提升到 35%。今年以来省外增速和占比都在进一步提升，海天梦已成为全国化品牌，预计今年省外收入占比将超过 40%，带动整体收入稳步增长。

**消费升级趋势明显。**公司的蓝色经典系列定位 100-500 价位段，近年来同样受益消费升级，以梦之蓝为主导的中高端产品增速明显高于整体，我们估计去年梦之蓝增长在 20%以上，今年一季度增速 30%以上，整个蓝色经典系列中，梦之蓝的占比不断提升。

**股价上涨的催化剂:** 收入增长超预期

**核心风险假设:** 省外增长低于预期

表：食品饮料行业重点公司估值表

证券代码	证券简称	投资评级	2016-07-06		PB	申万预测 EPS				PE		
			收盘价(元)	总市值(亿元)		2015A	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600519	贵州茅台	买入	317.19	3,985	6.2	12.34	13.63	15.23	17.20	23.3	20.8	18.4
002304	洋河股份	买入	76.98	1,160	5.1	3.56	3.78	4.23	4.63	20.4	18.2	16.6
000858	五粮液	增持	35.41	1345	3.1	1.63	1.92	2.13	2.38	18.4	16.6	14.9
000568	泸州老窖	买入	33.01	463	4.5	1.05	1.27	1.65	2.19	26.0	20.0	15.1
000799	酒鬼酒	增持	25.84	84	4.8	0.27	0.39	0.52	0.68	47.0	35.0	27.0
000860	顺鑫农业	买入	24.90	142	2.6	0.66	0.81	1.06	1.29	30.7	23.5	19.3
000596	古井贡酒	买入	50.90	256	5.3	1.42	1.63	1.92	2.22	31.2	26.5	22.9
600809	山西汾酒	增持	24.29	210	4.8	0.60	0.74	0.87	1.02	32.8	27.9	23.8

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@sksresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@sksresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	huju@sksresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@sksresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@sksresearch.com

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。