

## 渠道见底但预期不高，国企改革成破局关键 **增持** 维持

### 报告摘要:

- **低估值板块的轮动是本轮白酒估值修复行情的主因，横向对比来看，白酒估值仍靠后，尚有 10%左右空间：**
  - **估值修复导致白酒板块 11 月至今上涨 32%：**估值提升与板块涨幅同步，14 年 11 月 1 日白酒板块估值 13.6 倍，在所有板块中位居倒数第五位，至 15 年 1 月 6 日至，白酒板块估值修复至 18 倍，涨幅 32%；
  - **横向来看，白酒估值修复仍有空间：**目前白酒板块估值 18 倍左右，位居倒数第七位，仍低于房地产、化工、公用事业等板块，在整体行情较好的情况下，我们认为白酒估值仍有提升空间，短期整体估值有望修复至 20 倍左右。
- **近期经销商调研情况反馈：高端白酒库存不高，批价小幅上涨，15 年最大不确定性来自供给端：**
  - 目前高端白酒库存不高，14 年尽管部分经销商出现价格倒挂，但销量企稳，也反应出市场对高端白酒需求仍在，且逐步企稳，同时经销商对未来市场仍有信心，愿意承受短期亏损维护客户；
  - **高端白酒短期风险来自于供给端：**1) 茅台承诺 15 年不增量，但不排除年底若经销商提前完成计划，可能变相通过其他方式向市场投放增量。部分经销商预计春节后价格或出现下滑，可能集中在春节前出货，节前价格上涨有一定的压力；2) 五粮液返利政策出台后，大商 14 年普遍亏损，且目前价格普遍在 540 左右，渠道价格仍倒挂。目前尚未签订 15 年计划，厂商正在博弈 15 年补贴政策，在厂家希望挺价和商家希望盈利之间寻找平衡点。
- **15 年是白酒国企改革大年，业绩改善空间大，关注意愿、能力、弹性兼具的品种：国企体制导致跑冒滴漏情况比较严重，建议从业绩释放空间、成本压缩空间以及市值弹性几个角度选择国企改革标的。**
- **重点推荐：**高端白酒消费基本见底，库存不高，且国企改革有望逐步启动的**贵州茅台、五粮液**；**老白干酒**（员工持股计划打开百亿空间，增发摊薄后目标价 57-68 元）、**山西汾酒**（机制、人员、产品、经营均出现拐点，15 年国企改革有望更进一步）、**顺鑫农业**（主业稳健增长，有收购预期）、**泸州老窖**（去库存完成后，业绩弹性大），其他标的可优选**古井贡酒、洋河股份**。

### 食品饮料行业研究组

#### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180514080005)

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

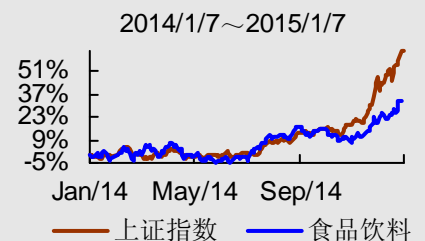
#### 研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《食品饮料周报：白酒估值有望继续提升，食品蓝筹可布局》

2014/12/21

《行业动态跟踪：高端酒消费见底，期待旺季批价回升》

《老白干酒动态跟踪：中期前景向好，仍有一倍潜在空间》

2014/12/16

《食品饮料周报：把握低估值、改革两条主线，继续推荐老白干》

2014/12/14

《食品饮料周报：注意分化风险，优选有安全边际个股》

2014/12/7

## 白酒基本面见底，但迅速改善的可能性不大，行业仍定性为估值修复而非重回成长

**高端白酒需求企稳：**目前高端白酒库存不高，14年尽管部分经销商出现价格倒挂，但茅五的销量仍然保持持平略有增长，也反应出市场对高端白酒需求仍在，且逐步企稳，同时经销商对未来市场有信心，愿意承受短期亏损维护客户；

**高端白酒短期风险来自于厂家供给：**

- ✦ 茅台承诺15年不增量，但和经销商签订2015年1-11月合同量与14年全年相同，变相预留了一个月销量，因此若经销商在11月完成计划，市场有理由怀疑茅台可能在12月再次新增投放量。近期的调研也显示，部分经销商预计15年春节后价格或出现下滑，因此有集中在春节前出货的计划，两个因素叠加将导致节前价格上涨有一定的压力；
- ✦ 五粮液大商14年都以倒挂价格出货，预期年底公司会给予较大力度的返利。但1218经销商大会补贴力度低于预期，导致大商14年普遍亏损。目前厂家希望通过控量提升市场价，经销商希望通过延迟打款倒逼厂家给予更多返利政策，因此至今仍未签订2015年销售计划。目前市场批发价在540元左右，仍然倒挂，但大商基本无库存，表明部分小商对未来预期较低，低价处理库存。
- ✦ 尽快实施国企改革，有利于企业自主决定市场策略，避免因国资股东压力而无限制放量的行为，有利于市场尽早稳定和恢复。

图1：部分白酒经销商14年及近期销售情况调研表

品牌	经销商所在区域	库存	批发价格	14年出货情况	元旦期间出货情况	对未来春节的预期(信心的变化)
茅台	北京	无库存	大批量 840；小批量：850-860	比去年差	比去年淡	估计价格涨个0-20块，销量还没起来
	上海 1	一个月左右库存	大批量 820-830；小批量：850-860	14年比13年增长40%	近期销售比较平淡	预计春节需求不会有明显改观，价格不一定会升
	上海 2	无库存	大批量 830-840，小批量 860	预计比去年差	比去年好	估计春节和去年差不多。15年茅台控量，价格会往上走。
	江苏	无库存	大批量调货 815，小批量 825	14年库存出清	跟去年差不多	估计春节和去年差不多
	广西	少库存	大批 840，小批 850	销售完毕	偶有大单	价格不一定上走，不太看好春节后价格

五粮液	北京	少库存	大批量 550, 小批量 560	比去年差	比去年差	估计价格会涨个 10-20 块, 销量比不过去年
	江苏	无库存	批发 530, 零售 545	14 年货销售完毕	价格较低, 公司销售较少 (主动控制)	春节前价格可以恢复到 560
	上海	少库存	小批量 540 左右, 没有大批量	整体是普亏, 但五粮液是有品牌价值的, 需要维护客户	比较平淡	春节前价格回到公司指导价 560 有一定的困难
	黑龙江	少库存	大批量 540, 小批量 545-550	亏钱, 维护客户	比较平淡	价格会涨到 560 元
	广西	少库存	小批量 540	比去年差, 提货少	销售平淡	价格现在还不确定, 15 年销售情况要看大商和公司的博弈

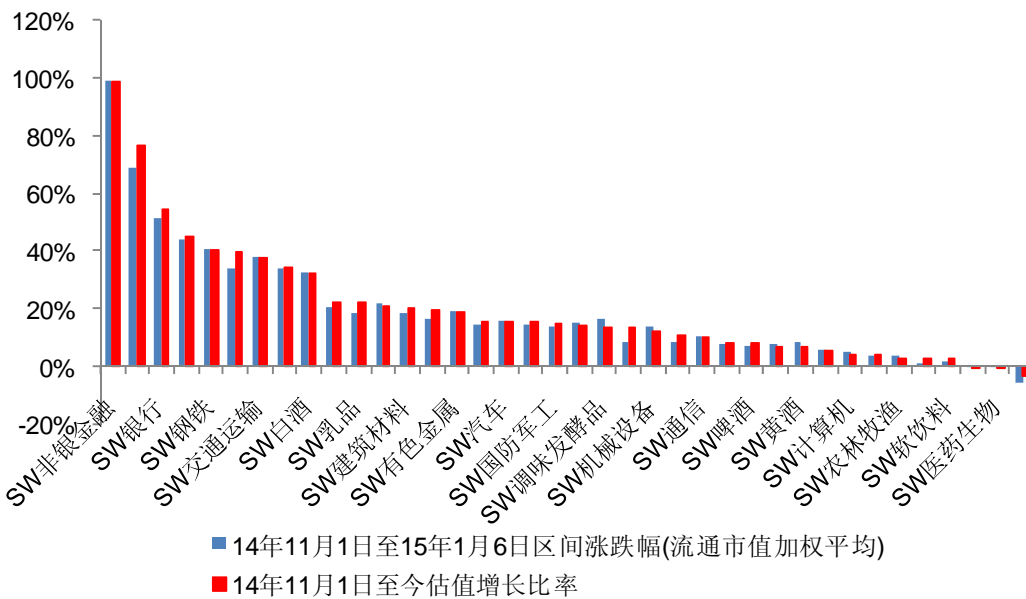
资料来源: 宏源证券研究所

## 横向板块对比, 白酒估值修复仍有空间, 国企改革有望带来 15 年全年行情

牛市下的估值修复是本轮白酒板块上涨主因, 横向对比来看, 白酒估值仍有修复空间:

- ✦ 14 年 11 月 1 日至 15 年 1 月 6 日, 白酒板块上涨 32%, 涨幅居前: 位居食品饮料子版块第一位, 位居所有板块第九;
- ✦ 估值修复导致白酒上涨: 估值与板块涨幅同步, 14 年 11 月 1 日白酒板块估值 13.6 倍, 在所有板块中位居倒数第五位, 为严重低估, 至 15 年 1 月 6 日至, 白酒板块估值修复至 18 倍, 涨幅 32%;
- ✦ 横向来看, 白酒估值修复仍有空间: 目前白酒板块估值 18 倍左右, 位居倒数第七位, 仍低于房地产、化工、公用事业等板块, 在整体行情较好的情况下, 我们认为白酒估值仍有提升空间, 短期整体估值有望修复至 20 多倍。

图 2: 白酒板块估值修复位居各板块前列

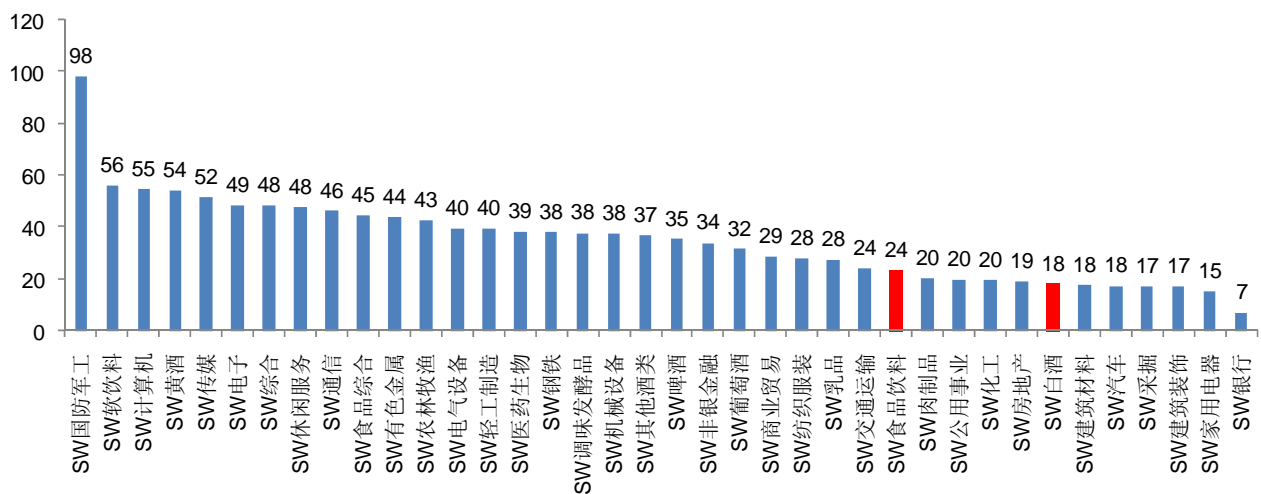


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**15年是白酒国企改革大年，业绩改善空间大，关注意愿、能力、弹性兼具的品种：** 国企体制一方面导致员工激励不足、积极性不高，改制后将提高员工积极性，销售收入有望加速增长；国企另一个问题是跑冒滴漏，费用使用效率不高，为地方政府承担部分成本和建设项目等，改制后利润率也有提升空间。

**重点推荐：** 老白干酒（员工持股计划打开百亿空间，增发摊薄后目标价 57-68 元）、山西汾酒（机制、人员、产品、经营均出现拐点，业绩进入恢复期）、泸州老窖（加大控货去库存，目前省内动销有所恢复，明年业绩弹性大）、顺鑫农业（主业稳健增长，有收购预期），其他标的可优选古井贡酒、洋河股份、金种子酒。

图 3: 白酒板块相对市盈率仍处于所有行业下游水平（2015 年 1 月 6 日，TTM，整体法）



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**作者简介:**

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**刘洋:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

**秦聪:** 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学院金融学硕士, 2013 年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

类别	姓名	电话 1	电话 2	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。