

雪球访谈

白酒的行情能否持续，后市如何看？

2019年09月04日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



马喆 V 雪球星计划热门作者奖得主



二马由之 V 雪球星计划热门作者奖得主



清风若逸 V 食品饮料行业研究达人

访谈简介

上周五，白酒股全线大涨，泸州老窖一度涨近7%，高端白酒三巨头贵州茅台、五粮液、泸州老窖都创历史新高，而洋河股份的年内涨幅仅百分之十八，白酒涨势如虹，白酒的行情到哪一阶段了，本期我们邀请到白酒资深研究达人、人气大V@马喆@二马由之@清风若逸来和聊聊白酒～

当前白酒股出现泡沫了吗？你是否看好白酒的后续行情？更多问题，速来提问～
\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的

投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

本次访谈相关股票：五粮液(SZ000858),洋河股份(SZ002304),顺鑫农业(SZ000860)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 知食分子凌一美:

关于[\\$五粮液\(SZ000858\)\\$](#)[\\$洋河股份\(SZ002304\)\\$](#)[\\$顺鑫农业\(SZ000860\)\\$](#)，对@马喆 说：马总好！请问您认为洋河最大的缺点和隐患在哪里？谢谢

[答] 马喆:

洋河最大的问题是品牌影响力与茅台五粮液存在巨大差距。想想老百姓闭上眼反应的前两个白酒品牌吧。

[问] 自律的风暴有力量:

关于[\\$五粮液\(SZ000858\)\\$](#)[\\$洋河股份\(SZ002304\)\\$](#)[\\$顺鑫农业\(SZ000860\)\\$](#)，对@马喆 说：马总您好，对于洋河当前所遇到的困难我并不担心，我最关心的是其全国化的问题，所以想问一下马总，您对洋河的全国化怎么看？如果洋河要达到全国性品牌的地位，需要做哪些努力？谢谢马总。

[答] 马喆:

其实洋河全球化做得挺好的，它们只需要继续努力就可以了。

[问] KV_Bean:

关于[\\$五粮液\(SZ000858\)\\$](#)[\\$洋河股份\(SZ002304\)\\$](#)[\\$顺鑫农业\(SZ000860\)\\$](#)，对@马喆 说：请问马总，如今高端白酒非常景气，经销商也愿意多提货，白酒不一定全部流入消费者手中，这也慢慢酝酿了一些类似曾经的甩货风险，请问马总如何看待这种风险？它是否真实存在，如果存在影响有多大，怎样预判这种风险呢？

[答] 马喆:

确实存在这种风险。尤其是茅台。目前缺货可能压力会小，但金融属性太过了就会出问题。

[问] 思无邪6019:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$,

对@马喆 说: 非常认可马总的理念, 也因为马总的分享买入了五粮液, 谢

谢你! 马总认为现价持有五粮液是一个好的选择吗?

[答] 马喆:

我觉得目前价格持有是可以的。

[问] 孙悟空:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$,

对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 谢谢你们, 辛苦了!

[答] 马喆:

谢谢!

[问] 低市盈率忠实者:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马

喆 @二马由之 @清风若逸 说: 马总洋河还有救吗? 经营活动现金流这

样差不会沦为阿胶之辈吧?

[答] 马喆:

我觉得洋河本身的问题就没有东阿阿胶那么严重, 管理层不惧怕资本市场反应快速做出调整也是非常正确的。给他们一些时间吧。

[问] cedrichit:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$,

对@马喆 说: 马总, 洋河半年报发布, 业绩就如前期透露出来的一样, 二季度公司

经营遇到了一些困难。目前有种说法是洋河做到白酒第三是靠着营销而不是品牌力和酒的品质, 在行业高端化的背景下业绩难有起色。请问您对这种说法是否认可? 对洋

河公司的看法是否还和之前节目中所说的一致？谢谢！

[答] 马喆：

白酒行业的营销在之前做得差极了。洋河是白酒行业市场化的先行者。但洋河自身再怎么努力，都需要非常非常长的时间才可能追上五粮液。而且五粮液这么努力，洋河也很可能永远追不上。

[问] 小_德：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 说：马总怎么看当前地产股的投资价值，万科和保利是合适的买入机会吗？

[答] 马喆：

这不是白酒的论坛吗？

[问] 祥之萍踪：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：马总开始准备打下一个孔了吗

[答] 马喆：

时刻准备着！

[问] 闲来无事看看球：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：五粮液酒极限产能是3万吨，现在一年已经销售2万吨，当产能达到3万吨以后，还怎么增长？涨价？还是降质扩产？

[答] 清风若逸：

正所谓“千年老窖万年糟，酒好全凭窖池老”，浓香型的高端酒都得用老窖池生产的优质基酒才能酿出来，而一般连续使用30年以上的窖池才能称之为老窖池，才能生产出优质基酒，五粮液自2002年建成十里酒城20万吨固态产能后就没有再进行扩产，因

此其高端产能只能是随时间推移窖池老化后优质基酒率提升带来的产能提升，因而产能提升到3万吨后短时间内是无法再大幅放量的，所以再增长就得看提价的情况了。

[问] HugoSuzhou:

关于\$洋河股份(SZ002304)，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：顺周期环境下，洋河交出了一份和茅五泸相比，差强人意的中报，会不会就算给洋河时间，理顺目前存在的问题，等到内部问题解决之时，外部白酒环境又变差了？

[答] 清风若逸：

对于5000亿的白酒市场，现在TOP4市占率仅30%，整个白酒上市公司市占率也仅有40%，同时对标全球烈酒排名前5的企业综合市场占有率超过60%，啤酒行业排名前5的企业综合市场占有率超70%的情况来看，行业未来集中度还有很大提升空间，因此洋河现在的关键还是要解决自身出现的问题。

[问] 鲤鱼--:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：你好，洋河股份遇见什么问题了？其他酒类都是30-40%的增长，而洋河还是11%+，这是为什么啊？

[答] 清风若逸：

关于洋河的问题我前面写了两篇帖子，你可参考下：《对洋河的一点思考》[网页链接](#)；《洋河的问题到底出在了哪？》[网页链接](#)。

[问] cedrichit:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：泸州老窖1573目前的量在5，6千吨，管理层说要放量到2万吨，请问1，老窖是否真的具备2万吨高端酒的产能，放量会不会导致1573品质下降？2，老窖是否具备在当前市场价位（1573零售价900元以

上) 放量到2万吨的能力? 谢谢!

[答] 清风若逸:

关于国窖1573的产能可以参考我之前写的《国窖1573产能分析》[网页链接](#)。另外，从老窖今年来不断停货稳价的做法来看，个人认为现有价格体系短期还不具备直接放量到2万吨的能力。

[问] 路雨路雨:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：高端白酒气势如虹，三位老师怎么看二线白酒的投资机会？

[答] 清风若逸:

从行业发展情况来看，个人觉得现在属于哑铃型发展趋势，即高端受益于消费水平提升带来的需求增长，而低端则受益于规模化后市占率提升带来的增长。高端具有品牌壁垒、低端拥有成本优势，因此两头的竞争格局相对中部要好一些，因此个人认为未来还是看两头确定性会更高一点。

[问] 泰克比尔:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：经济下行压力环境下，白酒行业业绩持续性如何？高端白酒持续性如何？洋河中报对整个行业是一叶知秋还是瑕不掩瑜？

[答] 清风若逸:

对于5000亿的白酒市场，现在TOP4市占率仅30%，整个白酒上市公司市占率也仅有40%，同时对标全球烈酒排名前5的企业综合市场占有率超过60%，啤酒行业排名前5的企业综合市场占有率超70%的情况来看，行业未来集中度还有很大提升空间，因此大方向来看白酒应该具备持续性，尤其是高端白酒。另外，每个行业都具有周期性，也会存在周期的高点和低点，但个人认为随着经济的发展和通货膨胀的存在，现阶段白酒行业的周期高点和低点会逐步上移。

[问] 李太消77:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，
对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 茅台股份的高端酒茅台酒去年营收
占总营收为88%，那么五粮液，泸州老窖，洋河，高端部分分别占比是多少呢？未来
谁的高端占比增速潜力最大？谁会成为高端第二龙头？

[答] 清风若逸:

18年，老窖的国窖占营收比为49%，洋河的M9+手工班占营收比在3%左右，五粮液
由于没有单独披露普五的数据，因此不清楚具体占比，如果有兴趣你可以根据出厂价
和2万吨左右的销量去反推占比。未来高端确定性最强，同时还可以大幅放量的恐怕只
有茅台了。至于高端第二龙头从现有的竞争格局来看，还是五粮液，其他的无论是产
能还是品牌力都有很大的差距。

[问] Daniel的投资圈:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，
对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 洋河股份，大概率赶不上这次白酒
行情了，等行情一过去，该跌的一起跌…我这样的想法对不对？

[答] 清风若逸:

二级市场的波动很正常，拉长看，公司股价的上涨最终还是得看业绩。

[问] 黑宝叫兽:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，
对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 问一个实际点的问题吧，请三位结
合洋河的中报和对其基本面的看法，谈谈洋河目前的110左右的价格、18—19pe的估
值是否低估？如果各位手里有闲钱的话，是否觉得到了可以击球买入的区间？谢谢！

[答] 清风若逸:

个人觉得洋河现价合理。

[问] 静气:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 怎么看白酒的周期性, 这波行情是否快到顶了? 谢谢!

[答] 清风若逸:

这波行情是否到顶不敢妄下结论, 但从大方向来看, 5000亿的白酒市场, 现在TOP4市占率仅30%, 整个白酒上市公司市占率也仅有40%, 同时对标全球烈酒排名前5的企业综合市场占有率超过60%, 啤酒行业排名前5的企业综合市场占有率超70%的情况来看, 行业未来集中度应该还有很大的提升空间。

[问] 乌龟的旅行:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 如果说洋河是暂时遇上困难, 那在白酒如此景气的情况下尚且如此, 随着周期性的衰退, 洋河恐怕难上加难。我持有洋河有两个未知的风险: 如果这个暂时的困难随着白酒竞争加剧洋河无法迈出这个槛, 估值下一千亿有可能。如果这个困难随着时间慢慢走出来了, 这个时候白酒已经过了高峰期, 市场容量越来越小, 营业额也少了, 市值不是一样下滑厉害?

[答] 清风若逸:

你也可以拉长点看, 比如在13、14年行业周期下行阶段, 洋河相对其他公司在经营上还是很稳健的, 所以洋河的关键还是在公司是否能解决现在出现的问题。

[问] 三胖_:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 今年五粮液和洋河涨幅差距这么大, 或者说五粮液和洋河中报的净利润增长率差距这么大的深层次原因是什么?

[答] 清风若逸:

个人认为, 洋河和五粮液的差别就在于品牌力、产品力。同时由于洋河采取了与自身

经营不太切合的营销策略造成了一系列负面的连锁反应，而五粮液则属于走在了正确的路上，充分享受了高端景气带来的红利。

[问] 没有污染的记忆：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆说：马老师，您好！一直关注您的雪球和微博，通过看您的发言结合自己这些年的实践，感觉对商业模式和估值有了一些感悟。去年我也买了五粮液，后来在105元卖掉部分还了融资，在128元换了茅台。目前没有融资，还有部分现金，以后基本上也不会融资了。对于茅台，按您的估值方法当前茅台的价格意味着未来10年要保持20%的净利润增速才能匹配，10年后年净利润要到1000-1100亿，我感觉实现的概率还是蛮大的，所以当前的茅台打算安心持有，正确与否，请您指点？

[答] 马喆：

如果茅台在未来十年保持20%的出色业绩增长，2029年归属于上市公司股东税后净利润可能达到2700亿以上。我觉得如果这家企业不犯大错误，应该有希望做到。长期持有茅台是非常好的选择。

[问] Raidencyz：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸说：马老师的意思是保守的去看未来，保守估计茅台保持15%增长是大概率，@没有污染的记忆提到的年净利润1000亿太过于乐观了

[答] 马喆：

如果保守估计，茅台未来十年的增速也应该能达到15%以上。

[问] Raidencyz：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸说：你拿白酒和啤酒去对比市场占有率

率，有内在逻辑么？一个能提价，一个天天降价

[答] 清风若逸：

对比市占率时还有国外烈酒的数据。

[问] 思无邪6019：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，

对@马喆 说：非常认可马总的理念，也因为马总的分享买入了五粮液，谢

谢你！马总认为现价持有五粮液是一个好的选择吗？

[答] 马喆：

回复@津城小股民：我觉得不能机械理解别人说过的话吧。//@津城小股民：回复@

马喆：马总，大道说持有等于买入。

[问] HugoSuzhou：

关于\$洋河股份(SZ002304)，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：顺周期

环境下，洋河交出了一份和茅五泸相比，差强人意的中报，会不会就

算给洋河时间，理顺目前存在的问题，等到内部问题解决之时，外部白酒环境又变差了？

[答] 二马由之：

不排除你说的问题。关于高端白酒，整体上我是这么看到的。

1、高端白酒目前处于景气周期，这个周期是多久，说不清楚。可能还有5年，可能还有8年。对于这个周期的逆转，需要时刻关注。

2、对于其他酒的周期是否逆转，判断是有难度的。例如，目前的洋河到底是否是周期逆转。高端白酒，最清晰的是茅台。判断依据也非常简单，只要以正常的建议零售价不容易买到。就还在强景气周期。

[问] 武汉流浪：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，

对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说:一年以来,大部分白酒股都翻了两倍以上,已经处于高位,如果大盘继续不好,资金继续进入白酒可能较高,大盘复苏,资金套利资金可能是否更高

[答] 二马由之:

不要以套利的思维去投资。这个胜算不会高。

[问] 路雨路雨:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 高端白酒气势如虹,三位老师怎么看二线白酒的投资机会?

[答] 二马由之:

投资投的是确定性,即使是高端白酒,我也不投老窖和洋河。即使老窖涨的比茅台好。二线白酒不要看,即便持有并且涨的不错。也不是确定性操作系统下的产物。

[问] 邏輯_常識:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 马老师,您好!可否对水井坊作一详细分析,目前的股价挺折磨人的。

[答] 马喆:

我最近没关注水井坊这家公司。等我了解数据再沟通。

[问] 泰克比尔:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 经济下行压力环境下,白酒行业业绩持续性如何? 高端白酒持续性如何? 洋河中报对整个行业是一叶知秋还是瑕不掩瑜?

[答] 二马由之:

刚才有个帖子回答过类似问题。

1、首先，高端白酒不是白酒，某种意义上，这是两个行业。要区分看。白酒行业前景并不清晰；

2、其次，高端白酒中只投资茅台就够了，最多加一个五粮液。老窖和洋河不要看。就如同这次洋河的问题，到底是品牌力不够导致的持续性不行，还是管理的问题，抑或，这种次高端(请容许我将洋河归到茅五泸之外的次高端中)已经到了周期逆转的时候。对于洋河的判断太复杂。不要在这种次高端品牌上花大力气。你可能根本就没有能力分析清楚。

[问] 老林的观点：

关于[\\$五粮液\(SZ000858\)\\$](#) [\\$洋河股份\(SZ002304\)\\$](#) [\\$顺鑫农业\(SZ000860\)\\$](#)，

对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：洋河现在才16倍市盈率，是不是太低估，持有洋河五成仓位

[答] 二马由之：

从投资角度，特别是长期投资角度，以合理价格买入并持有优秀公司，例如茅台，比以低估价格买入并持有不够优秀的公司会获得更多的收益。

[问] 少年从0p0：

关于[\\$五粮液\(SZ000858\)\\$](#) [\\$洋河股份\(SZ002304\)\\$](#) [\\$顺鑫农业\(SZ000860\)\\$](#)，对@马

喆 @二马由之 @清风若逸 说：如果大盘要到3200点，这几个股票是不是还

有一波行情？或者说大盘会撇开他们白酒板块上涨吗？今天的证券拉动，感觉后面还是会板块轮动

[答] 二马由之：

不要去猜测市场情绪。你做不到。如果你猜对了，那也是运气。

[问] Raidencyz：

关于[\\$五粮液\(SZ000858\)\\$](#) [\\$洋河股份\(SZ002304\)\\$](#) [\\$顺鑫农业\(SZ000860\)\\$](#)，

对@马喆 说: 马老师辛苦, 期待下次再见

[答] 马喆:

谢谢!

[问] 三胖_:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 今年五粮液和洋河涨幅差距这么大, 或者说五粮液和洋河中报的净利润增长率差距这么大的深层次原因是什么?

[答] 二马由之:

我是这么看的。

- 1、首先是品牌的差异, 这个是核心原因。可能不是某一年那个涨的多的原因, 但是一定是长期竞争力的核心原因。
- 2、五粮液之前管理层不行, 更换管理层后走向正确的道路, 再叠加今年茅台产能不足, 给了五粮液机会。天时地利人和。洋河之前依靠管理取得快速发展, 但是对于白酒这种品牌依赖非常强的行业, 依靠管理不是长久之计。

[问] glain:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 这轮白酒行情见顶的主要标志会是什么, 以及大概时间, 谢谢

[答] 二马由之:

过程中可能有很多标志, 例如为什么今年洋河不行。到底是其他原因, 还是已经是白酒行情见顶的迹象。

但是最大的标志是茅台, 如果可以你轻易以建议零售价买到茅台, 这个时候, 基本上已经意味着白酒行情已经结束了, 而不单单是见顶。但是对于茅台, 即使你可以以建议零售价买到, 也不意味着茅台一定到顶了, 可能还会继续冲顶。

所以, 投资白酒, 投资茅台就够了。

[问] KV_Bean:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 说: 请问马总, 如今高端白酒非常景气, 经销商也愿意多提货, 白酒不一定全部流入消费者手中, 这也慢慢酝酿了一些类似曾经的甩货风险, 请问马总如何看待这种风险? 它是否真实存在, 如果存在影响有多大, 怎样预判这种风险呢?

[答] 二马由之:

首先这个风险是有的, 但是目前看, 还不算大。主要是因为茅台的产量对比整个白酒来说, 占比太小。不足1%的。其次这些年茅台虽然也提价, 但是茅台提价的速度是低于大家的工资涨幅的。这也导致越来越多的人喝得起茅台了。对于茅台的风险, 目前先盯着建议零售价, 看看1499是否可以很容易买到。

[问] 静气:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 怎么看白酒的周期性, 这波行情是否快到顶了? 谢谢!

[答] 二马由之:

1、我是这么看的, 首先目前是明确的景气周期。这个周期到底还会持续多少年说不清楚。但是目前一定要在场。如果这个周期长达10年, 我们只享受了其中2-3年, 那肯定是不行的。2、为了规避周期风险, 其他白酒就不要持有了。只持有茅台。茅台的周期判断相对简单。

[问] 黑宝叫兽:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 问一个实际点的问题吧, 请三位结合洋河的中报和对其基本面的看法, 谈谈洋河目前的110左右的价格、18—19pe的估值是否低估? 如果各位手里有闲钱的话, 是否觉得到了可以击球买入的区间? 谢谢!

[答] 二马由之:

1、首先白酒股价格高，整体上我不建议在目前的价格买入；2、其次，即使要买，也是买茅台，而不是洋河。

[问] 低市盈率忠实者：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：马总洋河还有救吗？经营活动现金流这样差不会沦为阿胶之辈吧？

[答] 二马由之：

很奇怪，放着 优秀的茅台大家不关注。晚上的提问都盯着洋河了。

[问] 路雨路雨：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：高端白酒气势如虹，三位老师怎么看二线白酒的投资机会？

[答] 二马由之：

回复@流云君：确定性，特别是高端白酒中的确定性，一定会带来更好的长期收益。赌的事，那是有输有赢，而且要靠运气。//@流云君:回复@二马由之:高确定带来稳定收益，虽然短期可能收益不是很高，而不确定就是赌未来业绩转好，投资风格差异。是这个逻辑么？由大

[问] glain：

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$，对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说：这轮白酒行情见顶的主要标志会是什么，以及大概时间，谢谢

[答] 二马由之：

回复@有信有爱有望：是的//@有信有爱有望:回复@二马由之:应该是五粮液先见顶，茅台才会滞销股价见顶

[问] 静气:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 怎么看白酒的周期性, 这波行情是否快到顶了? 谢谢!

[答] 二马由之:

回复@流云君: 看1499这个建议零售价是否可以轻易买到茅台。这个是茅台周期的标志性事件。白酒周期我看不懂, 可能看懂的时候, 股价已经跌的很多了。如同有句话说, 知更鸟叫的时候, 春天已经来了。//@流云君: 回复@二马由之: 请问如何判断白酒周期, 或者说茅台周期? 消费升级应该是未来趋势, 走到什么阶段算是一个周期结束, 有什么标志么

[问] 静气:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 怎么看白酒的周期性, 这波行情是否快到顶了? 谢谢!

[答] 二马由之:

回复@沧海永远笑: 不建议这么做, 不知道那只指数基金对于茅台足够重仓。//@沧海永远笑: 回复@二马由之: 请问买不起茅台是不是就可以买点重仓茅台的指数基金呢?

[问] 老林的观点:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 洋河现在才16倍市盈率, 是不是太低估, 持有洋河五成仓位

[答] 二马由之:

回复@一米阳光1898: 持有//@一米阳光1898: 回复@二马由之: 现在是买呢? 持有呢? 还是卖呢?

[问] glain:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 这轮白酒行情见顶的主要标志会是什么, 以及大概时间, 谢谢

[答] 二马由之:

回复@Jiang9676: 市场情绪我预测不了! //@Jiang9676:回复@二马由之:您觉得五粮液见顶了吗? 还能走多远

[问] glain:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 这轮白酒行情见顶的主要标志会是什么, 以及大概时间, 谢谢

[答] 二马由之:

回复@Jiang9676: 技术分析我不会! 从估值看, 偏高! //@Jiang9676:回复@二马由之:从K线和市盈率分析五粮液呢?

[问] 润物无声0122:

关于\$五粮液(SZ000858)\$ \$洋河股份(SZ002304)\$ \$顺鑫农业(SZ000860)\$, 对@马喆 @二马由之 @清风若逸 说: 三位好, 请问像洋河这种向渠道压货的情况需要多久来消化? 一年? 还是两年? 另外现在洋河的估值是否已经具有吸引力? 谢谢!

[答] 清风若逸:

渠道库存的问题停货只是治标, 解决关键还得看终端, 所以除了停货洋河还采取一系列配套措施, 如对经销商增加授信、减少保证金, 如提终端价价增厚渠道利润, 目的就是激发经销商的活力, 来解决终端需求导向问题。至于洋河现在的估值, 个人认为合理。

[问] ice_招行谷子地:

开始正文之前，先发一个勘误。今天公众号发布的农业银行中报点评里面有一个地方出现了错误。就是关于核充率论述部分，农行去年1000亿的定向增发，虽然公告发布时间为7月3日，但是在2018年中报公布时已经将1000亿定增计入所有者投入资本增量。因此，去年中报的核充率里面已经包含了1000亿定增带来的提升。因此，同比核充率微幅降低不存在消耗1000亿定增资本的说法，特此勘误！**对于我个人疏忽给大家带来的困扰，深表歉意。**

-----以下为正文-----

最近几周，央行连续公布了LPR定价机制和新按揭贷款定价机制2个重磅公告。这代表着利率市场化向前迈出了坚实的一步。同时，笔者也不得不为央行的精巧设计击节叫好。在当前全球进入降息周期的大背景下，LPR贷款定价机制的推出可以很好地兼顾银行利益、解决中小企业融资难和防止资金流入低效企业或政府平台的目的。

下面的篇幅中笔者会选择招行银行作为具体的案例，根据招行的资产负债表推演一下在适度降息的情况下对招行产生的影响。但是在此之前，我们首先需要再回顾一下2个贷款定价公告中的一些重要细节：

1，LPR的定价由MLF加点的方式由18家银行报价产生。LPR主要用于新贷款的定价，对于存量贷款依旧执行原来的贷款利率。

2，按揭贷款由LPR加点的方式形成，10月8日以后新按揭贷款按照LPR加点的方式报价，已经生效的贷款合同按照原有的贷款基准利率加浮动的方式定价。

从上面的描述，我们不难发现LPR主要影响的是新生成的贷款，而对于存量的长周期贷款利率不产生任何影响。这样的设定带来2个好处：1，对于中小微企业经常使用的流动性贷款等短期贷款，如果未来央行采用降低MLF的方式降息，那么降息的效果可以很快传递到中小企业。2，对于地方政府，央企和居民按揭等长期贷款，由于所对标的贷款基准利率可能长时间保持不动，这部分不活跃的生产要素就不会得到好处。

目前全球正在进入降息周期，按照外界的预测大概率美联储会在年底前再降息2次，每次25个基点。而我国央行在应对这种情况的时候需要考虑我国CPI偏高的国情，大概率不会直接跟随降25个基点。因为在2018年美联储最后2次加息的时候，央行的应对策略是每次增加MLF 5个基点。所以，**大概率到年底前央行会跟随美联储降MLF 2次，每次5个基点。**在此情况下，我们以招商银行的资产负债结构和久期情况为输入

数据，推测一下降息10个基点，经过6个月传导后，招行的净息差会缩小多少。为了简化评估模型，我们做出如下的假设：

- 1，MLF的下调会被立刻传导到LPR和同业资产负债。
- 2，存款中，活期不会被影响，对公定期按照资产久期进行重定价测算，零售定期考虑到银行高息揽储的冲动，其重定价效果要远弱于对公定期。
- 3，信用卡和零售信用贷不受LPR定价影响
- 4，短期贷款、流动性贷款经过6个月后完全跟随LPR降点，中长期贷款、金融投资根据当前的久期分部考虑重定价。
- 5，同业拆借和存放考虑到招行的配置中多数是保证金类资产或负债（走隔夜拆借），所以其降点都会低于MLF。
- 6，招行的贷款分类明细和资产久期分布等数据采用招商银行2019年中报披露的数据。
- 7，对当前静态的资产负债进行计算，不考虑未来资产负债表扩张和调整带来的变化

<https://xqimg.imedao.com/16cfea842341d1413fc23d37.png>

图1 招商银行2019年中报资产和负债久期分布

根据上面的假设，我们可以分别针对招行的资产和负债在MLF降低10个基点且经过6个月传导之后的净息差做出定性评估。具体的表格参考下面的表1和表2：

<https://xqimg.imedao.com/16cfea863c61d2943fed3b26.jpg>

表1：招行资产受影响的情况

<https://xqimg.imedao.com/16cfea877be1d14b3fcfe4ca.jpg>

表2招行负债受影响的情况

通过，上面的计算，可以看到MLF下调10个基点对招行的净息差影响大概在 $(27.7-17.02)/71931.81=0.015\%$ 。也就是说对招行的净息差影响为1.5个基点。这个影响比传统的降低基准利率的方法对银行净息差的影响要小的多。根据以往的经验，如果央行下调基准利率25个基点，招商银行的净息差将下降15个点左右。而如果采用MLF下调25个基点，招商银行的净息差可能只会下降不到4个基点。由此可见，采用下调MLF配合LPR定价的方法在刺激经济，救济中小微企业的同时可以将

短期对银行的伤害降至最低。

@银行ETF @今日话题 \$招商银行(SH600036)\$ \$农业银行(SH601288)\$

[答] 二马由之：

重组贷款在关注行列吗。//@ice_招行谷子地:回复@ice_招行谷子地:挂了这么半天，看来没人再有反对了吧。我是不是可以做结案陈词了？

- 1，逾期加贷款需要进行除重处理才能用于评估“真实”不良。
- 2，鉴于多数银行在披露重组贷款的时候不会披露其中再逾期的数据，所以这种有缺陷的算法请银行投资者们不要继续使用了。用这个不如干脆用不良+关注。

\$招商银行(SH600036)\$ \$兴业银行(SH601166)\$ \$建设银行(SH601939)\$

[问] ice_招行谷子地：

开始正文之前，先发一个勘误。今天公众号发布的农业银行中报点评里面有一个地方出现了错误。就是关于核充率论述部分，农行去年1000亿的定向增发，虽然公告发布时间为7月3日，但是在2018年中报公布时已经将1000亿定增计入所有者投入资本增量。因此，去年中报的核充率里面已经包含了1000亿定增带来的提升。因此，同比核充率微幅降低不存在消耗1000亿定增资本的说法，特此勘误！**对于我个人疏忽给大家带来的困扰，深表歉意。**

-----以下为正文-----

最近几周，央行连续公布了LPR定价机制和新按揭贷款定价机制2个重磅公告。这代表着利率市场化向前迈出了坚实的一步。同时，笔者也不得不为央行的精巧设计击节叫好。在当前全球进入降息周期的大背景下，LPR贷款定价机制的推出可以很好地兼顾银行利益、解决中小企业融资难和防止资金流入低效企业或政府平台的目的。

下面的篇幅中笔者会选择招行银行作为具体的案例，根据招行的资产负债表推演一下在适度降息的情况下对招行产生的影响。但是在此之前，我们首先需要再回顾一下2个贷款定价公告中的一些重要细节：

- 1，LPR的定价由MLF加点的方式由18家银行报价产生。LPR主要用于新贷款的定价，对于存量贷款依旧执行原来的贷款利率。

2，按揭贷款由LPR加点的方式形成，10月8日以后新按揭贷款按照LPR加点的方式报价，已经生效的贷款合同按照原有的贷款基准利率加浮动的方式定价。

从上面的描述，我们不难发现LPR主要影响的是新生成的贷款，而对于存量的长周期贷款利率不产生任何影响。这样的设定带来2个好处：1，对于中小微企业经常使用的流动性贷款等短期贷款，如果未来央行采用降低MLF的方式降息，那么降息的效果可以很快传递到中小企业。2，对于地方政府，央企和居民按揭等长期贷款，由于所对标的贷款基准利率可能长时间保持不动，这部分不活跃的生产要素就不会得到好处。

目前全球正在进入降息周期，按照外界的预测大概率美联储会在年底前再降息2次，每次25个基点。而我国央行在应对这种情况的时候需要考虑我国CPI偏高的国情，大概率不会直接跟随降25个基点。因为在2018年美联储最后2次加息的时候，央行的应对策略是每次增加MLF 5个基点。所以，**大概率到年底前央行会跟随美联储降MLF**

2次，每次5个基点。在此情况下，我们以招商银行的资产负债结构和久期情况为输入数据，推测一下降息10个基点，经过6个月传导后，招行的净息差会缩小多少。为了简化评估模型，我们做出如下的假设：

- 1，MLF的下调会被立刻传导到LPR和同业资产负债。
- 2，存款中，活期不会被影响，对公定期按照资产久期进行重定价测算，零售定期考虑到银行高息揽储的冲动，其重定价效果要远弱于对公定期。
- 3，信用卡和零售信用贷不受LPR定价影响
- 4，短期贷款、流动性贷款经过6个月后完全跟随LPR降点，中长期贷款、金融投资根据当前的久期分部考虑重定价。
- 5，同业拆借和存放考虑到招行的配置中多数是保证金类资产或负债（走隔夜拆借），所以其降点都会低于MLF。
- 6，银行的贷款分类明细和资产久期分布等数据采用招商银行2019年中报披露的数据。
- 7，对当前静态的资产负债进行计算，不考虑未来资产负债表扩张和调整带来的变化

<https://xqimg.imedao.com/16cfea842341d1413fc23d37.png>

图1 招商银行2019年中报资产和负债久期分布

根据上面的假设，我们可以分别针对招行的资产和负债在MLF降低10个基点且

经过6个月传导之后的净息差做出定性评估。具体的表格参考下面的表1和表2：

<https://xqimg.imedao.com/16cfea863c61d2943fed3b26.jpg>

表1：招行资产受影响的情况

<https://xqimg.imedao.com/16cfea877be1d14b3fcfe4ca.jpg>

表2招行负债受影响的情况

通过，上面的计算，可以看到MLF下调10个基点对招行的净息差影响大概在 $(27.7-17.02) / 71931.81 = 0.015\%$ 。也就是说对招行的净息差影响为1.5个基点。这个影响比传统的降低基准利率的方法对银行净息差的影响要小的多。根据以往的经验，如果央行下调基准利率25个基点，招商银行的净息差将下降15个基点左右。而如果采用MLF下调25个基点，招商银行的净息差可能只会下降不到4个基点。**由此可见，采用下调MLF配合LPR定价的方法在刺激经济，救济中小微企业的同时可以将短期对银行的伤害降至最低。**

[@银行ETF](#) [@今日话题](#) [\\$招商银行\(SH600036\)\\$](#) [\\$农业银行\(SH601288\)\\$](#)

[答] 二马由之：

回复[@ice_招行谷子地](#)：//[@ice_招行谷子地](#)：回复[@二马由之](#)：在

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

没别的 就是比人聪明



雪球

聪明的投资者都在这里