

白酒产销两旺，葡萄酒行业景气回升

白酒、葡萄酒行业 6 月份数据报告

报告关键点：

- 白酒行业产销两旺；
- 消费税新政刺激白酒提价；
- 国产葡萄酒产量恢复增长，进口原装酒持续增长；
- 白酒行业领先大市，葡萄酒行业同步大市

报告摘要：

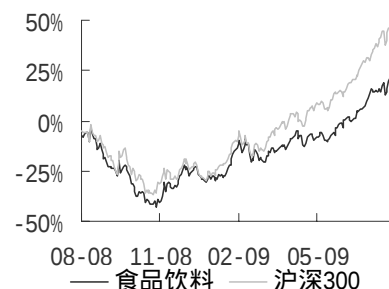
- 白酒行业产销两旺：**白酒行业规模以上企业6月份生产白酒60.97万吨同比增长28.48%，延续了自2008年6月份以来的快速增长态势。尽管5月份的增速有所回落，6月份反弹力度却很大，说明企业还是看好未来白酒消费市场，增加白酒生产的力度。作为白酒消费市场的重要指标，白酒的季度销量更能说明一些问题。二季度，规模以上的白酒企业共销售白酒171万吨，同比增长42%，增速为近3年的新高，同时自2007年4季度以来增速下降的趋势开始有了反转的迹象。
- 消费税新政刺激白酒提价：**白酒消费税问题最终尘埃落定，并于8月1日起实施。虽然最低计税价格调整到出厂价的60%-70%，超出市场预期。为应对消费税对公司利润的侵蚀，各白酒上市公司最直接和有效的方式就是提价。我们测算茅台提价45-50元、泸州老窖和五粮液提价65-70元就基本能够填补消费税的影响。因此，仅从提价角度考虑，消费税新政对白酒企业的影响是完全能够被化解掉的。目前，白酒市场提价预期空前强烈，茅台、五粮液的市场终端价格都提高了50-100元。沱牌曲酒和金种子酒的主力产品都已公告提高出厂价6.5-18%不等。然而，对于不同公司的各种品牌产品由于考虑到市场竞争情况，所能达到的提价空间是不同的，因而提价能力也是各异的。我们认为茅台、五粮液等一线名白酒在8月底和9月初将提价，其中茅台酒此次提价幅度会较大，预计会提价80元左右。
- 国产葡萄酒产量恢复增长，进口原装酒持续增长：**1-6月，葡萄酒行业规模以上企业生产葡萄酒39.88万吨，同比增长为5.37%。4-6月，葡萄酒的产量为20.7万吨，同比增长为-10.66%。但我们注意到：自08年7月份开始我国葡萄酒的产量急剧下降，这种现象从今年3月份开始好转，其中6月份产量达7.31万吨，同比增长14.08%，葡萄酒的产量开始恢复。进口瓶装葡萄酒的数量自去年10月开始迅速增长。海关数据显示：2009年1-6月，我国进口瓶装葡萄酒的数量大幅上升，据海关统计（不包括大量的走私）我国已进口2升以下瓶装葡萄酒约3800万升，同比增长42.3%，其中4-6月份进口瓶装葡萄酒约26000万升，同比增长51.74%。
- 行业评级和投资建议：**随着经济的回暖，白酒行业特别是高端白酒的消费开始趋向乐观。消费税问题最终尘埃落定，意味着行业利空出尽。各大一线白酒企业通过提价来充抵影响已经成为行业的共识，打消了市场对高端白酒板块的疑虑。我们认为：09年上半年高端白酒行业的销售情况弱于上年，但随着经济的回暖，下半年的销售情况好于上年同期是大概率事件。因此总体说今年高端白酒的销售量大体与去年持平，在销售旺季到来之前提价可以弥补消费税造成的负面影响。由于今年从年初就享受去年的提价，因此高端白酒09年整体的增长还是有保证的。白酒板块特别是高端白酒在前期行情中落后大盘，因此目前已具备一定的估值优势，特别是泸州老窖和贵州茅台等一线名酒，6个月的目标价分别为38元和190元，给予买入-A的投资评级；对于二线白酒虽然估值优势并不明显，因伴有公司改革、改制和管理层参股等事件，公司的基本面临拐点，由于基数小，弹性较大，重点公司如：山西汾酒、古井贡酒和老白干酒，值得中长期关注。整个白酒行业的投资评级为领先大市-A。葡萄酒行业随着经济的回升逐渐得到恢复，行业整体的估值水平处于近几年的低位，也具有一定的估值优势，给予行业同步大市-B的投资评级。尽管面临进口原装酒的猛烈冲击，但行业龙头以其强大品牌和渠道优势受到的冲击将会有限，代表公司张裕A，维持其增持-A的投资评级，6个月的目标价为60元。

白酒与葡萄酒 领先大市-A
上次评级 领先大市-A

报告日期 2009-08-08

首选股票	目标价	评级
600519 贵州茅台	190	买入-A
000568 泸州老窖	38	买入-A
000596 古井贡酒	26	买入-B

12 个月行业表现



研究员

李铁 行业分析师
010-66581633 litie2@essence.com.cn
独孤南薰 高级行业分析师
021-68765195 dugunx@essence.com.cn

前期研究成果

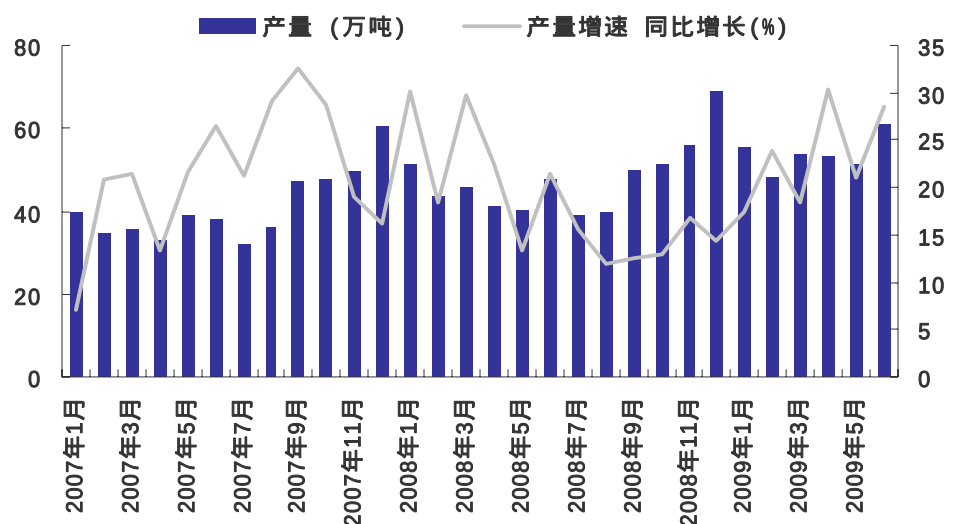
农产品：国际糖市展望 2009-08-07
乳制品：路漫漫其修远兮 2009-07-31
白酒：尘埃落定，投资价值凸现 2009-07-29

1. 白酒行业景气逐渐回升

1.1. 白酒行业产销两旺

白酒行业规模以上企业 6 月份生产白酒 60.97 万吨同比增长 28.48%，延续了自 2008 年 6 月份以来的快速增长的态势，尽管 5 月份的增速有所回落，6 月份反弹力度却很大，说明企业还是看好未来白酒消费市场，增加白酒生产的力度。

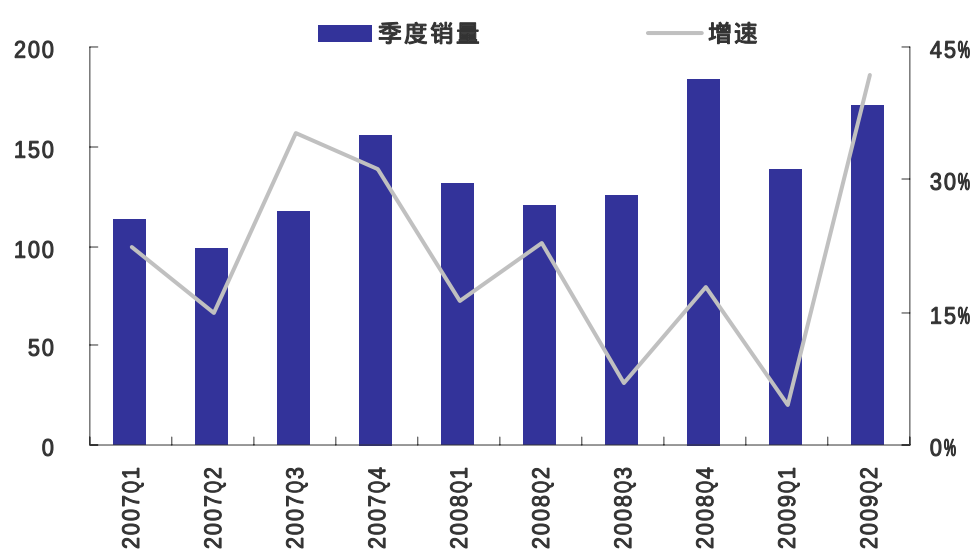
图 1 白酒月度产量及增速（2007-2009.6）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

作为白酒消费市场的重要指标，白酒的季度销量更能说明一些问题。二季度，规模以上的白酒企业共销售白酒 171 万吨，同比增长 42%，增速为近 3 年的新高，同时自 2007 年 4 季度以来增速下降的趋势开始有了反转的迹象。

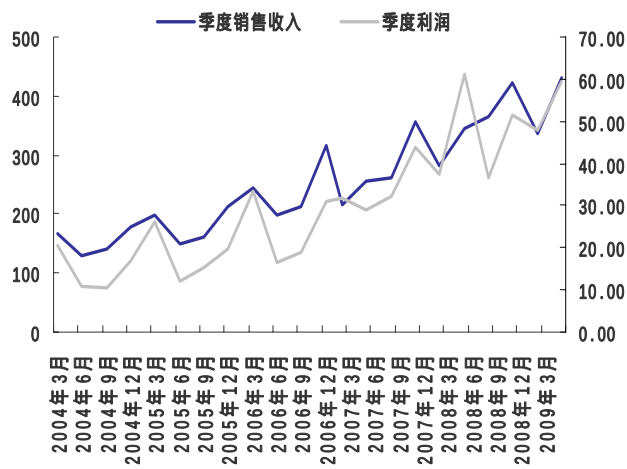
图 2 2007Q1-2009Q2 白酒季度销量及增速（万吨，季度销量左轴）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

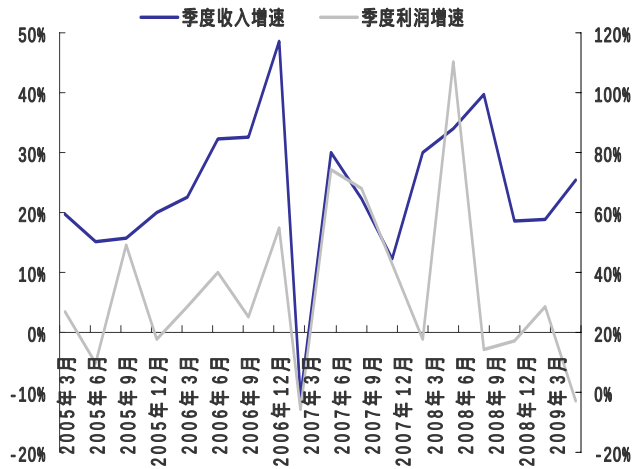
1-5月规模以上的企业实现销售收入约767亿元，同比增长22.52%；其中3-5月实现销售收入432亿元，同比增长25%，表明近3个月的增速加快。

图3 白酒行业销售收入和利润（亿元，收入左轴）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

图4 白酒行业销售收入和利润增速（收入增速左轴）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

在白酒行业销售收入增长的同时，我们注意到：3-5月行业的利润增长率却从1-2月的29.71%，迅速降至-3%。利润率从去年同期的17.75%下降至13.77%，利润的增速逆收入增速的上升反而下降，说明行业销售额的增长并非来自高端产品，而是主要由中低端产品。茅台、五粮液等高端产品从年初一直采取控量保价的措施，高端产品的销售同比都有较大幅度的下降。从近日贵州茅台以及泸州老窖公布的中报可以明显看到上半年它们的实际销售状况并不理想，主要是通过盈余管理实现增长的，如果剔除这个因素，实际情况是同比下降。

我们分析认为：上半年行业增长的贡献主要是源自作为二线品牌的白酒。因为在此阶段二线品牌充分享受白酒消费市场中的“消费下移中的上行”，一方面，由于金融危机的影响，商务、政务紧缩开支，对于高端的白酒有较大冲击，二线白酒承接了一部分下移的消费群体；另一方面，由于国家为刺激经济，主要针对中西部地区进行了一批较大规模的投资，由于这些地区受经济危机的影响本来就不明显，新增的大规模投资反而刺激了当地商务、政务的消费水平，因而消费水平反而得到了提高，由于这些地区以前的消费基础较低，提升后也只是达到二线品牌的消费水平。

1.2. 消费税新政刺激白酒提价

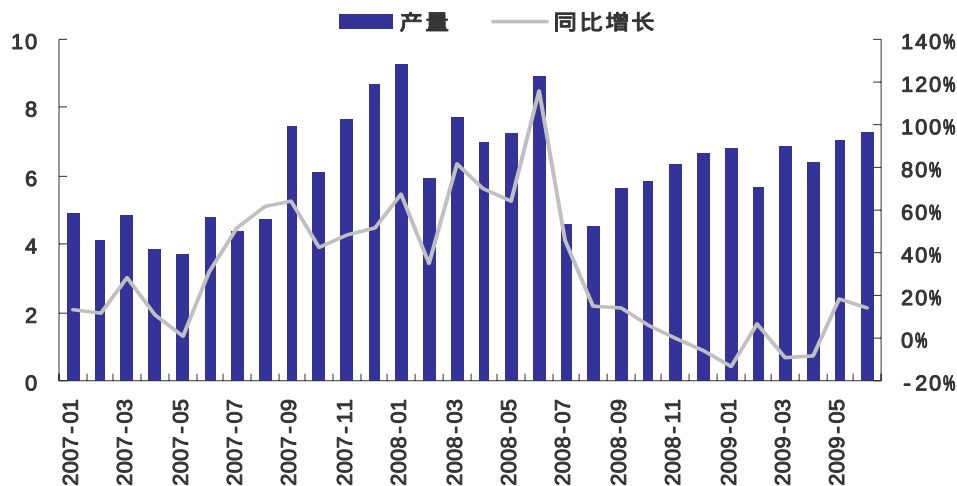
上半年一直众说纷纭的白酒消费税问题最终尘埃落定，并于8月1日起实施。虽然最低计税价格调整到出厂价的60%-70%，超出市场预期，但仔细研读《办法》后，发现可操控的弹性较大。为应对消费税对公司利润的侵蚀，各白酒上市公司最直接和有效的方式就是提价。我们测算茅台提价45-50元、泸州老窖和五粮液提价65-70元就基本能够填补消费税的影响。因此，仅从提价角度考虑，消费税新政对白酒企业的影响是完全能够被化解掉的。目前，白酒市场提价预期空前强烈，茅台、五粮液的市场终端价格都提高了50-100元。沱牌曲酒和金种子酒的主力产品都已公告提高出厂价6.5-18%不等。然而，对于不同公司的各种品牌产品由于考虑到市场竞争情况，所能达到的提价空间是不同的，因而提价能力也是各异的。我们认为茅台、五粮液等一线名白酒在8月底和9月初将提价，其中茅台酒此次提价幅度会较大，预计会提价80元左右。由于上半年一线白酒企业都采取“控量保价”的策略，渠道中的库存基本都已处于近年的最低水平，随着经济回暖，高端白酒的消费得到迅速恢复，因此我们预计下半年高端白酒的销量会随着中秋、国庆以及春节前采购等传统旺季的到来大幅提升。

2. 葡萄酒行业正在恢复

2.1.1. 国产葡萄酒产量恢复增长

1-6 月，葡萄酒行业规模以上企业生产葡萄酒 39.88 万吨，同比增长为 5.37%。4-6 月，葡萄酒的产量为 20.7 万吨，同比增长为-10.66%。但我们注意到：自 08 年 7 月份开始我国葡萄酒的产量急剧下降，这种现象从今年 3 月份开始好转，其中 6 月份产量达 7.31 万吨，同比增长 14.08%，葡萄酒的产量开始恢复。

图 5 葡萄酒月度产量及增速（2007-2009.6）

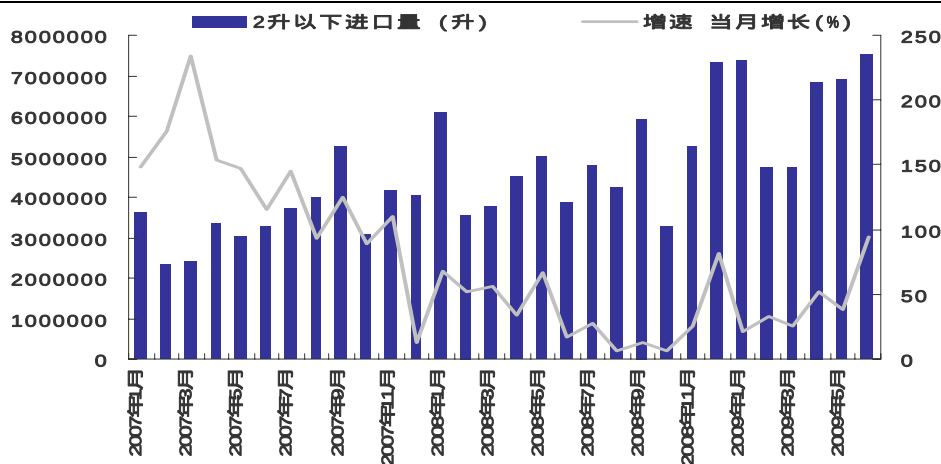


数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

2.1.2. 进口瓶装葡萄酒持续增长

与我国葡萄酒生产的状况不同，进口瓶装葡萄酒的数量自去年 10 月开始迅速增长。海关数据显示：2009 年 1-6 月，我国进口瓶装葡萄酒的数量大幅上升，据海关统计（不包括大量的走私）我国已进口 2 升以下瓶装葡萄酒约 3800 万升，同比增长 42.3%，其中 4-6 月份进口瓶装葡萄酒约 26000 万升，同比增长 51.74%。

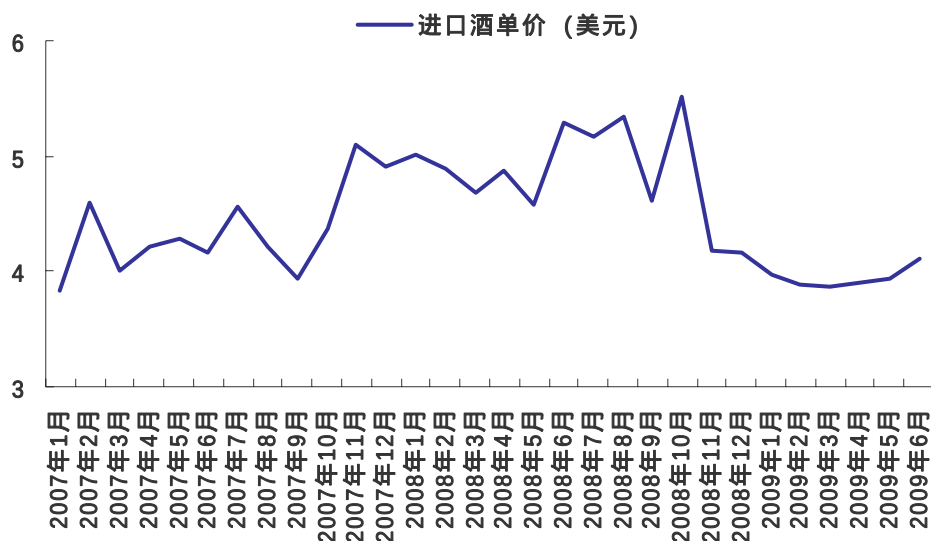
图 6 07-09 年月度进口瓶装葡萄酒及增速



数据来源：海关数据 安信证券研究中心

另一方面，随着大量原装葡萄酒的进口，进口瓶装葡萄酒的单位价格也出现不断下降的现象，这主要是以澳大利等新世界的葡萄酒生产国利用其大量优质廉价的葡萄资源结合其过剩的产能向我国、俄罗斯和印度等新兴国家中档葡萄酒消费市场发动进攻。另外，人民币汇率的坚挺也使进口葡萄酒的价格具备一定的竞争优势。分析行业数据，进口瓶装葡萄酒的单价已经从 2008 年 10 月份的最高点 5.51 美元/升，下降到今年 6 月份 4.11 美元/升，降幅高达 25%。我国中低端葡萄酒市场正面临着进口葡萄酒的猛烈冲击。

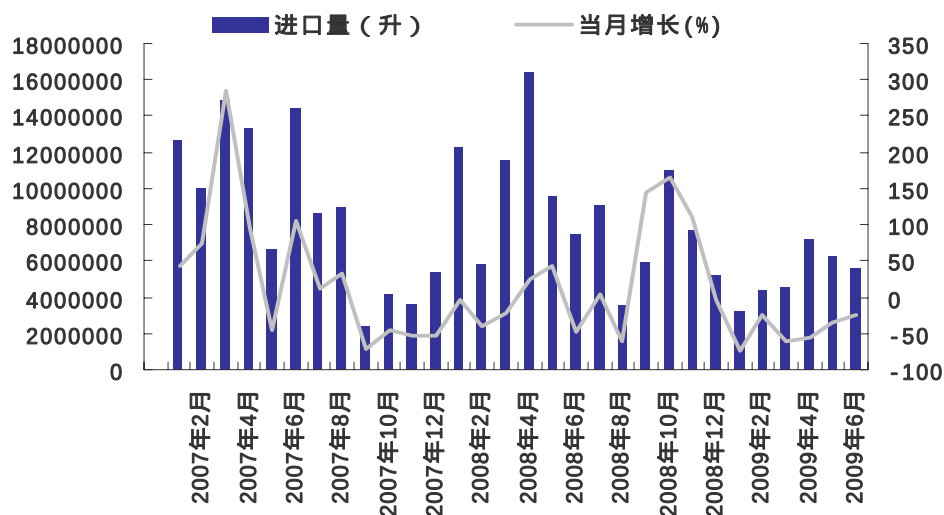
图 7 07-09 年月度进口原装葡萄酒单价



数据来源：海关数据 安信证券研究中心

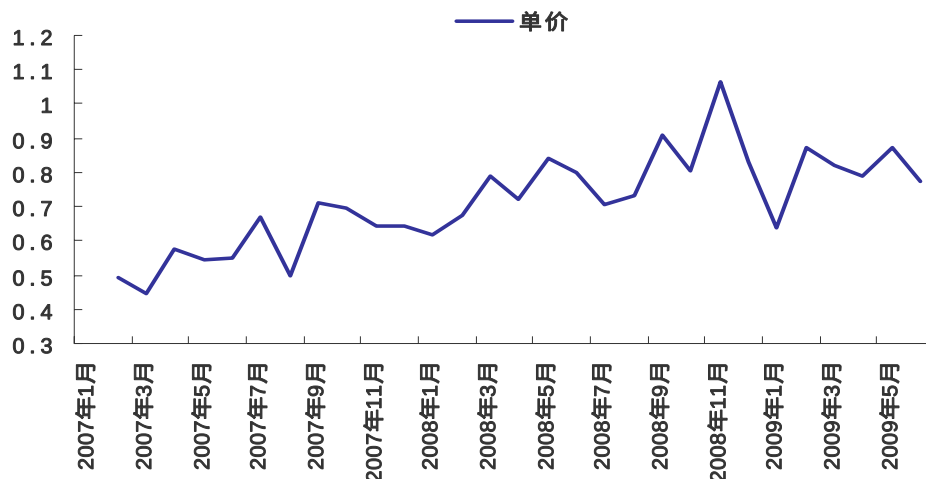
与进口瓶装葡萄酒正相反，进口的散装葡萄酒增速却一路下滑，从去年 10 月份高峰时期的 160%，大幅下降到 6 月份的 -25.56%。从进口 2 升以上的葡萄酒的进口单位价格情况来看，自 07 年以来保持平稳提升。进口散装葡萄酒主要是国内葡萄酒企业生产葡萄酒的主要原料。近 2 年国外葡萄丰收，不存在葡萄供给的资源瓶颈，国外进口散酒数量大幅下降和进口瓶装葡萄酒大幅增长的现象表明国外葡萄酒的生产企业已经不再满足为中国提供原料，而是直接参与到我国葡萄酒的市场的竞争了。

图 8 07-09 年月度进口 2 升以上葡萄酒及增速



数据来源：海关数据 安信证券研究中心

图 9 07-09 年月度进口 2 升以上葡萄酒单价

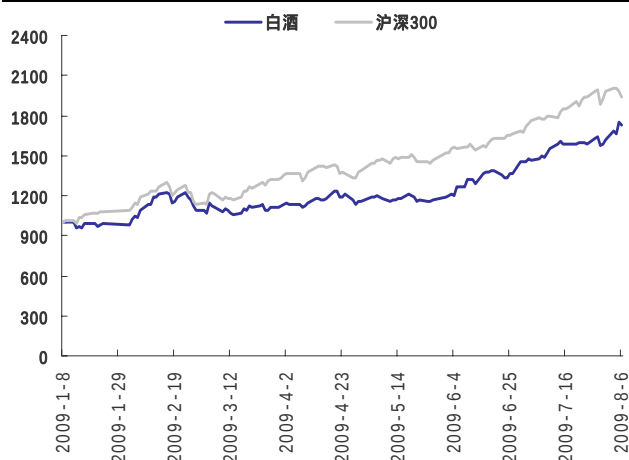


数据来源：海关数据 安信证券研究中心

3. 行业评级和投资建议

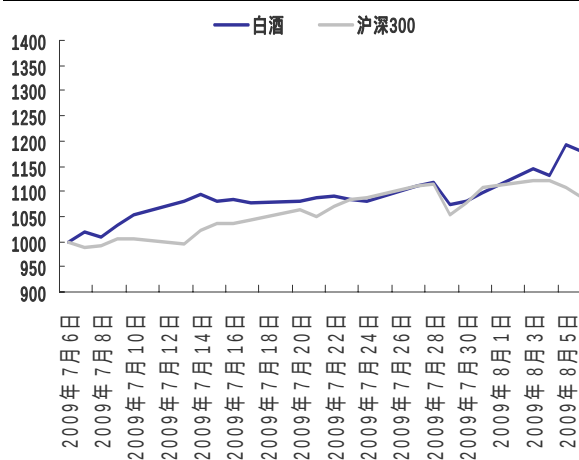
随着经济的回暖，白酒行业特别是高端白酒的消费又开始趋向乐观。消费税问题最终尘埃落定，意味着行业利空出尽。尽管计税价格以出厂价 60%-70%为基础超出市场预期，但各大一线白酒企业通过提价来充抵影响已经成为行业的共识，打消了市场对高端白酒板块的疑虑。我们认为：09 年上半年高端白酒行业的销售情况弱于上年，但随着经济的回暖，下半年的销售情况好于上年同期是大概率事件。因此总体说今年高端白酒的销售量大体与去年持平，在销售旺季到来之前提价可以弥补消费税造成的负面影响。由于今年从年初就享受去年的提价，因此高端白酒 09 年整体的增长还是有保证的。白酒板块特别是高端白酒在前期行情中落后大盘，因此目前已具备一定的估值优势，特别是泸州老窖和贵州茅台等一线名酒，6 个月的目标价分别为 38 元和 190 元，给予买入-A 的投资评级；对于二线白酒虽然估值优势并不明显，因伴有公司改革、改制和管理层参股等事件，公司的基本面临拐点，由于基数小，弹性较大，重点公司如：山西汾酒、古井贡酒和老白干酒，值得长期关注。整个白酒行业的投资评级为领先大市-A。

图 10 年初至今白酒板块与沪深 300 走势



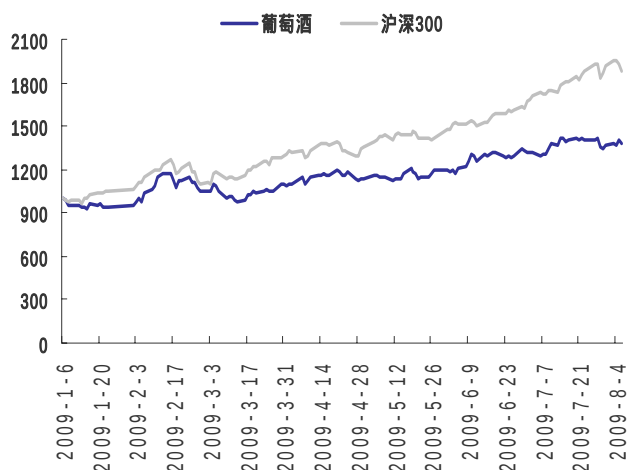
数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 11 近 1 个月白酒板块与沪深 300 走势



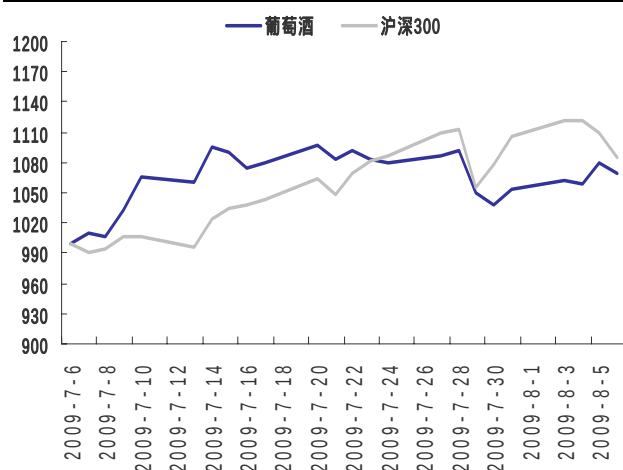
数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 12 年初至今葡萄酒板块与沪深 300 走势



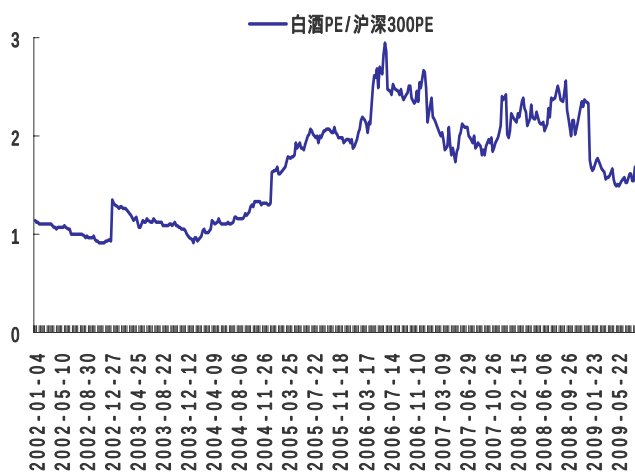
数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 13 近一个月葡萄酒板块与沪深 300 走势



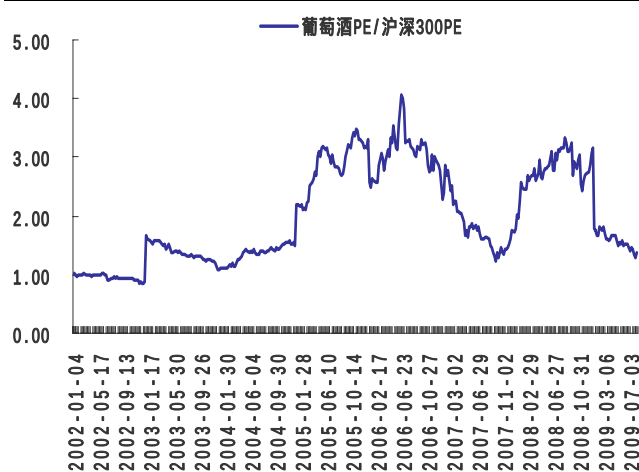
数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 14 白酒板块 PE/沪深 300



数据来源：Wind 安信证券研究中心

图 15 葡萄酒板块 PE/沪深 300



数据来源：Wind 安信证券研究中心

葡萄酒行业随着经济的回暖逐渐得到恢复，行业整体的估值水平处于近几年的低位，也具有一定的估值优势，给予行业同步大市-B的投资评级。尽管面临进口原装酒的猛烈冲击，但行业龙头以其强大品牌和渠道优势受到的冲击将有限，代表公司张裕A，维持其增持-A的投资评级，6个月的目标价为60元。

表 1 白酒和葡萄酒重点公司盈利预测和投资评级

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率				CAGR	PEG	投资评级
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E			
000568	泸州老窖	32.33	0.91	1.09	1.35	1.65	35.53	29.66	23.95	19.59	23%	1.04	买入-A
000799	酒鬼酒	14.22	0.14	0.21	0.27	0.32	104.71	67.71	52.67	44.44	23%	2.25	中性-A
000858	五粮液	23.65	0.48	0.78	1.03	1.20	49.58	30.32	22.96	19.71	24%	0.96	增持-A
600519	贵州茅台	163.88	4.03	5.34	6.27	7.36	40.67	30.69	26.14	22.27	17%	1.50	买入-A
000596	古井贡酒	22.52	0.15	0.47	0.67	0.76	98.55	47.91	33.61	29.63	27%	1.24	买入-B
600779	水井坊	16.78	0.64	0.78	1.01	1.07	26.22	21.51	16.61	15.74	17%	0.98	增持-A
000869	张裕 A	55.53	1.70	1.90	2.12	2.39	32.66	29.23	26.19	23.23	12%	2.15	增持-A

数据来源：安信证券研究中心

附件：行业动态

- 1、前期市场上一直众说纷纭的白酒消费税问题在上周末最终有了答案。税务总局制定的《白酒消费税最低计税价格核定管理办法(试行)》(简称《办法》),将对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格,并将于8月1日起实施。为保全税基,国税部门将对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格。《办法》规定,白酒生产企业销售给销售单位的白酒,生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格(不含增值税)70%以下的,由税务机关应核定消费税最低计税价格。
- 2、证监会网站日前公告,洋河酒厂IPO获批。早在2007年9月,洋河酒厂就曾经申请IPO,但被否。根据公告,洋河酒厂本次拟发行4500万股A股,发行后总股本4.05亿股,保荐人为华泰证券,拟募集8.2亿元。募集资金拟用于名优酒酿造技改、名优酒陈化老熟和包装技改、白酒酿造副产物循环再利用和营销网络建设四大项目。洋河酒厂的前三大股东分别为洋河集团、蓝天贸易、蓝海贸易,其持股分别为38.61%、12.61%、11.83%。其中,洋河集团是宿迁市国资委100%控股的企业,蓝天贸易、蓝海贸易均为职工持股公司。
- 3、7月29日,泸州老窖发布2009年中报:公司上半年实现营业收入22.04亿元,同比增长4.43%,净利润10.94亿元,实现每股收益0.61元,同比增长15.09%,超出市场的预期。公司的预收帐款比年初减少了2.58亿元,公司通过盈余管理增厚利润约0.07元,除经济低迷影响了高端白酒的消费外,09年春节在1月份导致部分春节销售在08年底完成也是一个重要的原因。上半年公司费用控制较好,除管理费用率微涨0.25%至5.08%,销售费用率基本与去年同期持平,实际所得税税率下降了2.71%。
- 4、7月31日,沱牌曲酒发布公告:公司决定从8月1日起对“陶醉”和“舍得”两个产品在原出厂价的基础上提高6.5%-10%。
- 5、8月4日。五粮液向全国一级代理商发出通知:52度五粮液批发价不低于578元/瓶,此前一批价为480-530元/瓶之间。
- 6、8月10日,金种子股份公司发布公告宣布:对旗下“地蕴醉三秋”、“柔和种子酒”和“祥和种子酒”系列产品对外销售价格原价基础上上调10%-18%。
- 7、8月7日,贵州茅台公布了2009年中报:公司09年上半年营业收入为55.46亿元,同比增长20.05%,归属上市公司股东的净利润27.90亿元,实现每股收益2.96元,同比增长24.39%,超出市场预期。公司的预收帐款从年初的29.36亿元下降至6.56亿元,这是继一季度减少了11个亿后,二季度继续释放了近11个亿的盈余,相当于上半年40%的净利润源自公司的盈余管理。如果剔除这个因素上半年实际销售情况应该是同比下降。
- 8、张裕公司8月8日发布中期业绩报告,公司1-6月实现营业收入19.69亿元,同比增长8.14%。归属上市公司股东的净利润4.49亿元,实现每股收益0.86元,同比增长13.16%,符合市场的预期。公司上半年费用控制严格,在综合毛利率基本持平的情况下,销售费用率和管理费用率同比分别下降0.16%和0.66%,然而实际所得税税率上升2.66%。公司二季度业绩同比增长了21%,远高于上半年的13.16%的增速。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期：2009-08-08

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E			
白酒与葡萄酒															
600519	贵州茅台	买入-A	买入-A	4.03	5.34	6.27	41	31	26	33.8%	34.0%	30.0%	163.88	190.00	20080520
000568	泸州老窖	买入-A	买入-A	0.91	1.10	1.35	36	29	24	36.4%	39.0%	42.0%	32.33	38.00	20080424
000858	五粮液	增持-A	增持-A	0.48	0.78	1.03	50	30	23	15.9%	24.0%	26.0%	23.65	25.75	20090227
000869	张裕 A	增持-A	增持-A	1.70	1.90	2.12	33	29	26	35.2%	35.0%	35.0%	55.53	50.00	20080805
600238	海南椰岛		买入-B	-1.49	0.46	0.57	-8	26	21	-72.0%	18.0%	18.0%	12.15	10.83	20090421
600779	水井坊	增持-A	增持-A	0.64	0.78	1.01	26	22	17	22.0%	23.0%	26.0%	16.78	16.00	20081009
600059	古越龙山	中性-A	卖出-A	0.18	0.29	0.31	49	30	28	7.8%	8.0%	8.0%	8.64	6.20	20080902
000799	酒鬼酒	中性-A	中性-A	0.14	0.15	0.18	102	95	79	8.0%	7.0%	8.0%	14.22	5.00	20080904

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。2005 年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -10% 至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034