

强于大市（首次）

“开门”岂可无“酒”

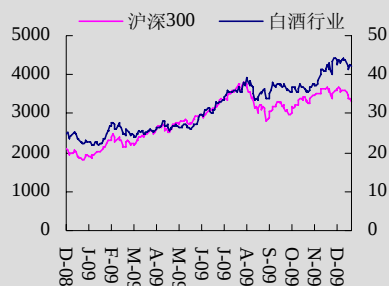
研究员

黄仕川

电话：023-63725713

邮箱：hsc@swsc.com.cn

行业市场表现



相关研究

内容摘要:

- 成语“开门七件事”意指“柴、米、油、盐、酱、醋、茶”是生活必需品，每日不可或缺。其实，南宋吴自牧《梦粱录》原本提出的是“开门八件事”，而这“第八件事”是指“酒”。随着消费水平提高与消费习惯变迁，酒类消费也越来越具有日常生活必需品的特征，消费额也水涨船高。在 2010 年第一季度，“开门不可无酒”，白酒企业将迎来“开门红”，白酒行业短期投资机会表现在：受益于“长假消费”下的旺季旺销，行业“涨声一片”的利好预期，以及部分公司存在的“估值优势”。
- 长假消费下的“旺季旺销”。白酒生产企业通常在第四季度迎来旺季，批发零售与餐饮是白酒消费的主要途径。从行业周期性和消费者信心两个角度考察批发零售与餐饮住宿行业的短期表现，我们认为这两个行业将进入旺季，成为白酒旺季旺销的保证。另外，由于今年元旦与春节时间间隔较长，假日消费的气氛持续时间更久，也在一定程度上将促进白酒的旺销。
- “涨声一片”的利好预期。此次价格上调预期形成的重要原因有白酒消费税调整的成本推动和宏观经济企稳下的消费需求复苏。2009 年末，批发零售企业营业额增速开始上升，市场需求进一步活跃，白酒单月产销量也达到历史较高水平，宏观经济形势与消费数据给予白酒企业更多的信心，在宏观经济反弹预期下，提价的预期也更为强烈。预计接下来的调价企业，仍将以中高档白酒企业为主，其中新旧税基差别大的企业，提价的可能性越大。
- 投资建议：建议关注周期性强、有估值优势和提价预期的上市公司，其中重点推荐五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

重点公司盈利预测与估值

代码	名称	评级	EPS			PE			目标价格
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	
000858	五粮液	买入	0.81	1.20	1.55	35.7	24.1	18.7	36.0
000568	泸州老窖	增持	1.14	1.43	1.71	32.2	25.7	21.5	42.1
600809	山西汾酒	增持	0.95	1.55	1.91	45.5	27.9	22.6	46.0

成语“开门七件事”意指“柴、米、油、盐、酱、醋、茶”是生活必需品，每日不可或缺。其实，南宋吴自牧《梦粱录》原本提出的是“开门八件事”，而这“第八件事”是指“酒”。大宴宾客，不可无酒；商务会谈，不可无酒；走亲访友，不可无酒。在中国传统酒文化的氛围下，“开门岂可无酒”？

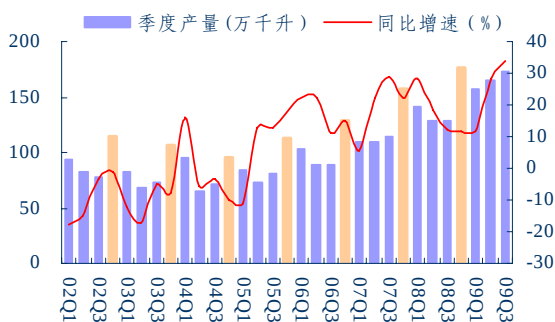
酒虽然不能完全等同于生活必需品，但是随着消费水平提高与消费习惯变迁，酒类消费也越来越具有日常生活必需品的特征，消费额也水涨船高。在中短期内，我们最看好白酒消费。2008年白酒行业受宏观经济不景气影响，白酒销量增速从2007年的19.7%降至16.9%，随着2009年宏观经济企稳回升，前三季度白酒产量达到495.68万千升，超过2008年全年总产量，预计全年产量将超过700万千升，同比增速保持在22%以上。2008年-2009年月度产量同比增速构成“V形”反弹之势。我们认为，在2010年第一季度，白酒企业将迎来“开门红”，开门不可无酒，其中白酒行业短期的投资机会表现在：受益于“长假消费”下的销售旺季，行业“涨声一片”的利好预期，以及部分上市公司仍然存在的“估值优势”。

一、长假消费下的“旺季旺销”

2009年12月至2010年2月，将是白酒企业本轮的销售旺季，销售收入一般在本年第四季度或次年第一季度得到确认。白酒生产企业通常在第四季度特别是第十二月份进入旺季，而批发零售与餐饮是白酒消费的主要途径，因此这两个行业的复苏将推动白酒消费。

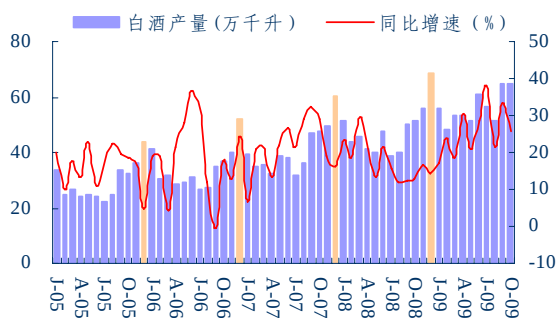
随着冬季气温下降，以及经销商对即将来临的假日消费所作的提前储备，白酒生产企业通常在第四季度迎来旺季，历年第四季度的白酒产量都居全年四个季度之首。白酒生产企业、白酒批发企业、以及白酒零售企业将依次进入单月销售高峰。统计数据显示，通常十二月份白酒生产企业出厂销量将达到全年最大值，然后白酒批发企业或经销商将在一月份迎来批发量的单月峰值。紧接着在二月份春节附近，白酒零售企业迎来销售高峰。因此，销售量和销售收入较早能够得到确认的是白酒生产企业。

图 1： 第四季度为白酒生产旺季



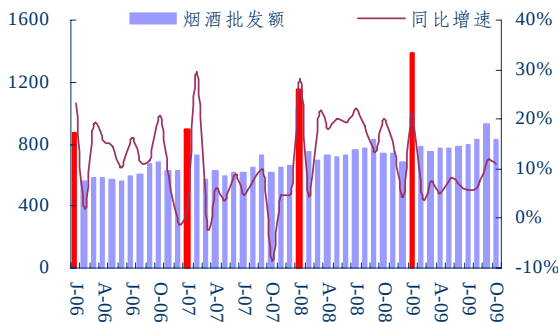
数据来源：WIND，西南证券研发中心

图 2： 十二月为白酒出厂销量单月高峰



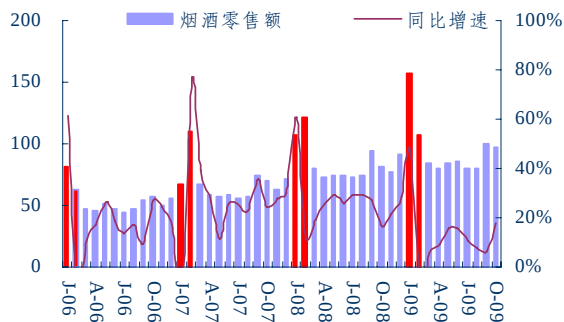
数据来源：WIND，西南证券研发中心

图 3：一月为白酒批发单月高峰



数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 4：二月为白酒零售单月高峰

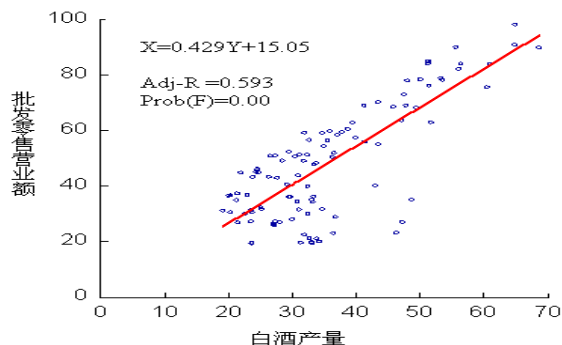


数据来源：WIND、西南证券研发中心

白酒行业的销量与批发零售行业以及餐饮行业联系紧密,因为批发零售与餐饮是白酒消费的主要途径。酒饮从生产企业流转为消费者手中,基本上都需要经过批发零售环节。而在传统“酒文化”的氛围中,餐饮行业也是白酒销售的一个重要渠道。因此,白酒销量与这两个行业的营业额表现出较强的相关性,呈现同向增长的趋势。

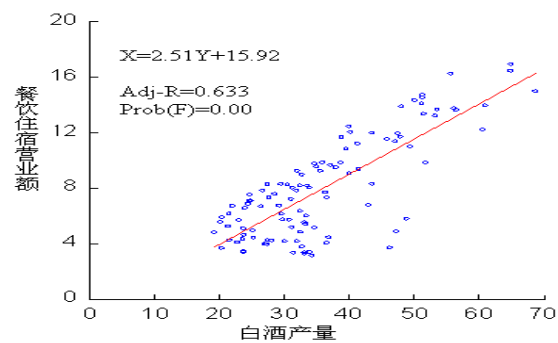
可以从行业周期性和消费者信心两个角度考察批发零售与餐饮住宿行业的短期表现,我们认为这两个行业将进入旺季,会成为白酒旺季旺销的保证。

图 5：白酒销量与批发零售行业的相关性



数据来源：西南证券研发中心

图 6：白酒销量与餐饮住宿行业的相关性



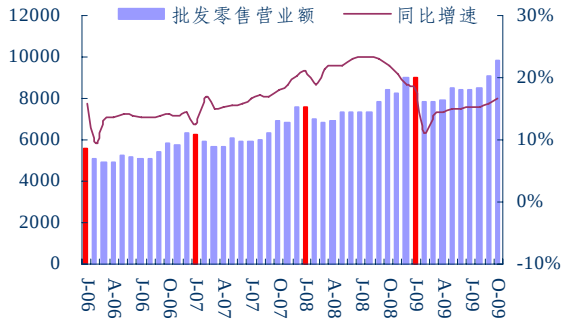
数据来源：西南证券研发中心

首先,从行业周期性来看。批发零售和餐饮住宿行业的统计数据显示春节假日经济是两个行业的营业旺季。而在假期消费来临之前,批发零售企业和餐饮企业将准备充足的货源以保证供应。因此,批发零售行业与餐饮行业为白酒旺销提供一定程度的保证,预计今年也不例外。

其次,从消费者信心指数来看。在趋势变化上,消费者信心指数一般早于批发零售与餐饮住宿营业额增速发行变化。消费者信心指数经历了 2008 年急速下滑,于 2009 年初开始回升,最近已连续五个月实现增长。由此,可以预期批发零售行业和餐饮住宿行业也将进入恢复性的上升通道。其中,批发零售行业已实现反弹,预计餐饮业的反弹也短期可期。

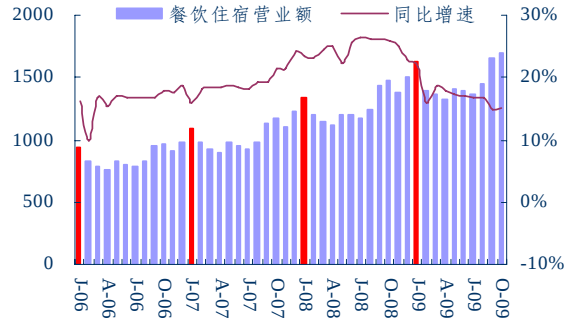
再者,值得一提的是,由于今年元旦与春节时间间隔较长,假日消费的气氛持续时间更久,也在一定程度上将促进白酒的旺销。2010 年春节与元旦相距 45 天,比去年增加 19 天,比 2001-2009 年的平均水平多出 9 天。元旦一到,节日消费的气氛就开始浓厚,时间的延长将在某种程度上促进消费总量的增长,白酒消费也会所有增长。预计今年的白酒消费旺季,将成为旺季中的旺季。

图 7：春节前后为批发零售行业旺季



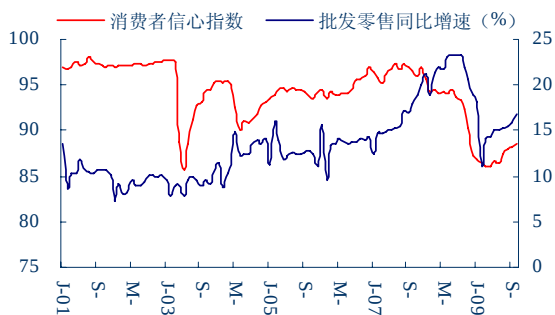
数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 8：春节前后为餐饮住宿行业旺季



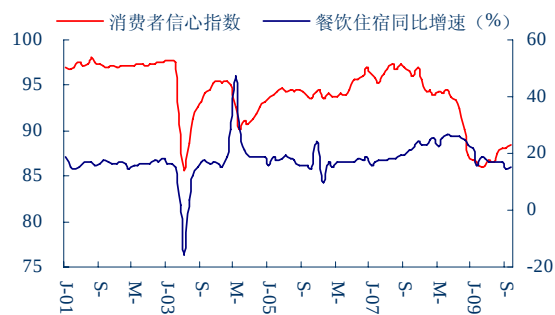
数据来源：WIND、西南证券研发中心

图 9：消费者信心指数与批发零售营业额增速



数据来源：西南证券研发中心

图 10：消费者信心指数与餐饮住宿营业额增速



数据来源：西南证券研发中心

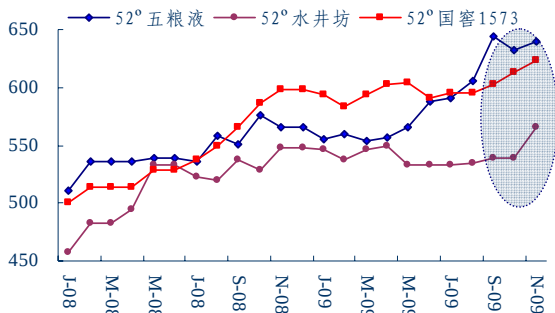
二、“涨声一片”的利好预期

贵州茅台于 12 月 6 日宣布，鉴于产品原辅材料价格上涨、市场供求状况等因素，将上调贵州茅台酒出厂价格，平均上调幅度为 13%，白酒企业特别是高端白酒，“涨声一片”。此次价格上调预期形成的重要原因有白酒消费税调整的成本推动和宏观经济企稳下的消费需求复苏。

白酒消费税新标准 8 月 1 日开始实施，从价税率并没有改变，主要是针对税基进行调整，目的在于遏制白酒生产企业利用关联交易规避生产环节的消费税。新税基将确定为销售单位对外销售价格的 50%-70%，对于部分税基较低的企业，特别是出厂价与零售价相差较大的企业，将加重其税务成本，影响企业利润率。为保证营业利润率，通常提价是企业最为常用的方法。另一方面，2009 年末，批发零售企业营业额增速开始上升，市场需求进一步活跃，白酒单月产销量也达到历史较高水平，宏观经济形势与消费数据给予白酒企业更多的信心，在宏观经济反弹预期下，提价的预期也更为强烈。

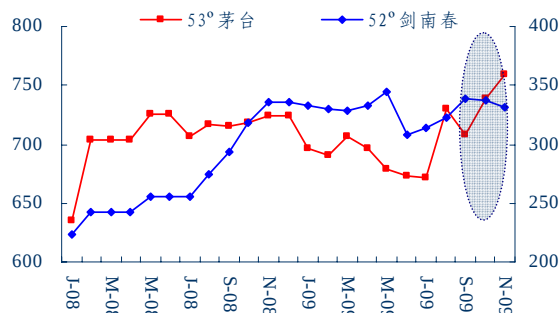
从高端白酒价格零售价格看来，经销商从9月份甚至更早时候就开始上调价格，其中茅台和五粮液的零售价格上涨幅度最大。预计接下来的调价企业，仍将以中高档白酒企业为主，其中新旧税基差别大的企业，提价的可能性越大。

图 11： 高端白酒价格走势



数据来源：糖酒快讯、西南证券研发中心

图 12： 高端白酒价格走势

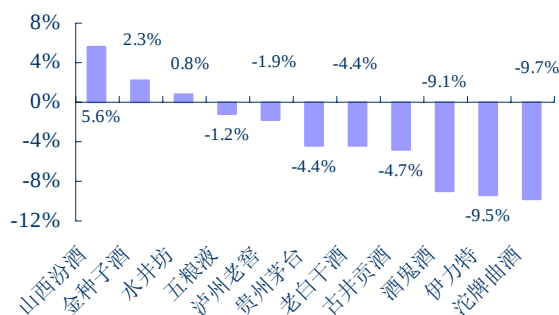


数据来源：糖酒快讯、西南证券研发中心

三、上市公司投资价值分析

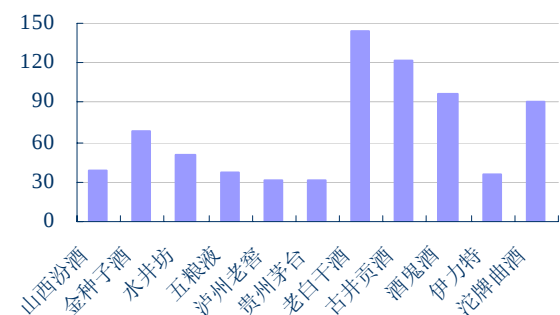
结合上述分析，白酒行业在短期三个月之内拥有一定投资价值，而近期大盘的持续调整也可能带来操作机会。从12月8日至12月22日，沪深300指数从3668.83点跌至3305.54点，累计跌幅为9.9%。期间，白酒作为防御性较强的行业，整体跌幅为2.7%。其中跌幅最大的伊力特下跌9.7%，而山西汾酒逆上涨5.6%。

图 13： 白酒上市公司近期股份变动幅度 (12.08-12.22)



数据来源：糖酒快讯、西南证券研发中心

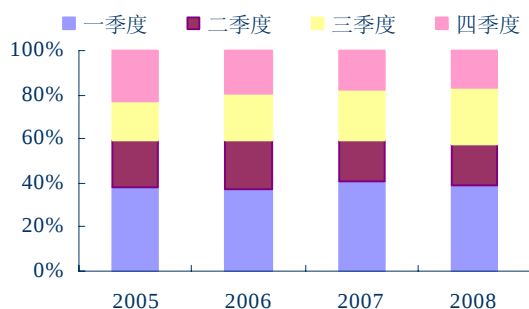
图 14： 白酒上市公司动态 PE (2008.12.22)



数据来源：糖酒快讯、西南证券研发中心

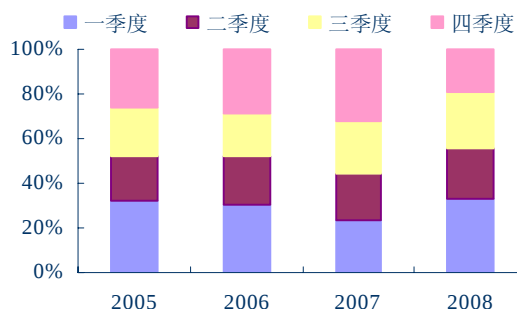
从估值方面来看，目前白酒类上市公司的估值有较大的差异，从动态市盈率上看均在30倍以上，由于白酒行业的成长性较高，因此我们认为PE在30-40倍是属于合理范围。通过相对估值优势比较，推荐关注五粮液、泸州老窖和山西汾酒。从周期性上来看，通常白酒企业的销售收入在上年第四季度和次年第一季度得到确认。从公司销售收入和其它财务数据来看，五粮液旺季的销售收入通常在次年第一季度得到反映，所占比重也接近40%。鉴于本年度旺季旺销的判断，认为2010年1-3月，五粮液的业绩将有不俗表现。此外，由于税基的调整，五粮液、泸州老窖等可能择机进行价格调整，山西汾酒已提高部分产品对外售价。

图 15: 五粮液季度销售收入构成



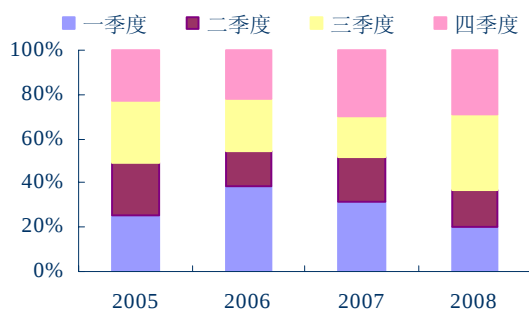
数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

图 16: 泸州老窖季度销售收入构成



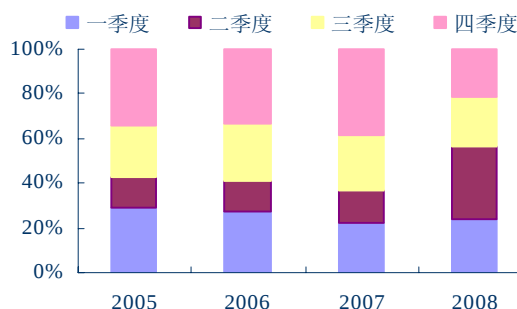
数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

图 17: 山西汾酒季度销售收入构成



数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

图 18: 贵州茅台季度销售收入构成



数据来源: 公司公告、西南证券研发中心

综上, 建议关注周期性、有估值优势和提价预期的上市公司, 其中重点推荐五粮液、泸州老窖和山西汾酒。

五粮液: 预计 2009 年公司净利润同比增长 60% 左右, 身陷“调查门”对公司股份造成一定影响, 而证监会的检查有利于公司发现自身问题, 并做出积极调整。公司新近通过关于进一步完善公司治理结构的整改方案, 通过向销售公司增加注册资本金的方式解决与集团公司之间的关联交易。预计 2010 年业绩将继续大幅增长, 2009-2011 年每股收益分别约为 0.81 元、1.20 元和 1.55 元, 当前股价下 PE 分别是 35.7、24.1 和 18.7, 给予“买入”评级。

泸州老窖: 今年全年预计公司净利润同比增速在 25% 左右。国窖 1573 的市场销量开始回升, 批发零售价已经上调, 出厂价上调的预期较强。股权激励计划在 2010 年也可能付诸实施, 对公司业绩有望产生推动。预计 2009-2011 年每股收益分别将达到 1.14 元、1.43 元和 1.71 元, 当前股价下 PE 分别为 32.2、25.7 和 21.5 倍, 给予“增持”评级。

山西汾酒: 2009 年公司净利润预计同比增长 60% 以上, 公司经营进入良性发展轨道。公司新的管理层已经确定, 新人新气象, 管理层变更可能给企业带来新气象和新的机制动力。预计 2009-2011 年每股收益分别达到 0.95 元、1.55 元和 1.91 元, 对应当前股价 PE 分别为 45.5、27.9 和 22.6 倍, 给予“增持评级”。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>