

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8562

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：朱毅

Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

投资要点

- **白酒业将维持高景气度。**从人均消费量的角度看，中国白酒的增长潜力似乎有限。但白酒消费还涉及到消费文化因素，我们从中国白酒消费的历史高点看，目前的白酒消费量仍有巨大的上涨空间。如果再考虑到饮酒年龄人口规模的扩大，白酒消费总量还有巨大的上涨空间。虽然白酒消费在高知识高学历的人群中不太普遍，但我们同意通过营销改进来开发该市场的观点，预计未来这一市场的开发可期。而消费政策方面无新增负面政策，这也使得10年下半年的白酒消费表现要好于09年。最后，数据方面支持了我们的结论。我们认为随着大消费的来临，白酒消费必将持续量价齐升的局面，行业维持高景气度。
- **看好白酒中的中档酒。**首先，收入分配体制改革带来的收入更高增长和社会结构转型有利于中档酒的消费；其次，婚龄人口的增加使得婚庆市场火爆，占主流的中档酒必将受益；其三，中档酒的低毛利（和高档酒相比）有着更大的利润弹性，并可以通过产品小幅提价或产品升级实现，而这在旺盛的市场需求前是能够做到的。
- **投资策略** 我们建议采用适当潜伏、逢低吸纳的策略投资中档白酒板块，尤其是我们推荐的高市盈率股票，因为其股价走势更可能是以时间换空间，在业绩报告前一个月的股价走势可能比较明显。
- **行业评级和个股推荐** 我们维持中档白酒的“买入”评级：维持洋河股份（002304）、古井贡酒（000596）、山西汾酒（600809）、金种子酒（600199）的“买入”评级；维持对高档白酒的“增持”评级：维持五粮液（000858）价值修正带来的短期“买入”评级，维持贵州茅台（600519）、泸州老窖（000568）、水井坊（600779）的“增持”评级。关注水井坊母公司的股权转让获批带来的套利机会，权衡这种套利回报与风险之后，我们认为还是维持“增持”评级较为适当，具体投资策略视投资者风险承受力而定。

目录

一、白酒业将维持高景气度	4
1.1 表面看，白酒增长潜力有限	4
1.2 白酒历史消费量的高位和饮酒年龄人口规模的上升共推白酒消费未来走势	4
1.3 消费人群变化的隐忧和对策	5
1.4 酿酒业同比无新增负面政策，同比增长压力缓解	5
1.5 数据表明，白酒业今年来一直是量价齐升，未来一段时间仍将持续	6
1.6 量价齐升共推白酒业绩高增长	6
二、中档酒受益收入分配改革、消费升级和婚庆市场	7
2.1 收入分配体制改革利好中档白酒	7
2.2 婚龄人数的上升引发中档白酒需求高增长	7
2.3 需求高增长下，中档白酒涨价可能一触即发	8
三、行业评级和个股推荐	9
四、风险提示	9
附录：个股评级及涨跌幅表	10
重要声明	11

图目录

图 1 目前白酒消费规模和历史高位比还有巨大上涨空间	5
图 2 目前饮酒年龄人口规模和 97 年比扩大明显	5
图 3 10 年下半年白酒行业同比无新增负面政策	5
图 4 今年前四个月的白酒销量增速仍维持在高位	6
图 5 白酒业提价趋势一直存在，其中暗含了白酒的升级	6
图 6 一季度收入增速好于往年，未来仍可持续	6
图 7 一季度利润增速好于往年，未来仍可持续	6
图 8 收入分配体制改革和社会结构转型使中档酒成为首选投资标的.....	7
图 9 近几年中国的婚龄人口将呈上升趋势，将利好婚庆市场中的中档白酒	8
图 10 提价时，中档白酒因较低的毛利率而具有更大业绩弹性.....	9

表目录

表 1 中国白酒消费量高于世界平均水平	4
表 2 个股评级及涨跌幅	10

一、白酒业将维持高景气度

报告目的：我们在 5 月 20 日报告《经济结构调整和人口红利拐点使食品板块现巨大投资机会》中给予中档白酒“买入”评级，而后市场对洋河股份、金种子酒、酒鬼酒、古井贡酒、山西汾酒等反应较好，但有投资者表示还是无法获知白酒高增长能否持续和中档白酒火爆之谜。鉴于 5 月 20 日报告中给出的是大的宏观背景推演，而行业层面涉及较少，只是直接给出结论，本报告主要就白酒高增长能否持续和为什么中档白酒超过市场预期回答投资者的困惑。

报告背景：收入分配体制改革。这在我们 5 月 20 日、5 月 23 日和 5 月 31 日的报告中均从不同角度展开了论述。

1.1 表面看，白酒增长潜力有限

从蒸馏酒（白酒为蒸馏酒中的一种）人均消费量指标来看，中国人均年消费量为 4.8L，远超过世界平均水平，似乎未来的发展潜力有限。然而这一指标只是一种表面现象。因为白酒是中国特有的一种蒸馏酒，对该品种的消费与中国饮酒文化还有很大关系，所以虽然人均年消费量高于世界平均水平，但还具有很大的发展空间，我们从白酒销量的历史数据可窥一斑。

表 1 中国白酒消费量高于世界平均水平

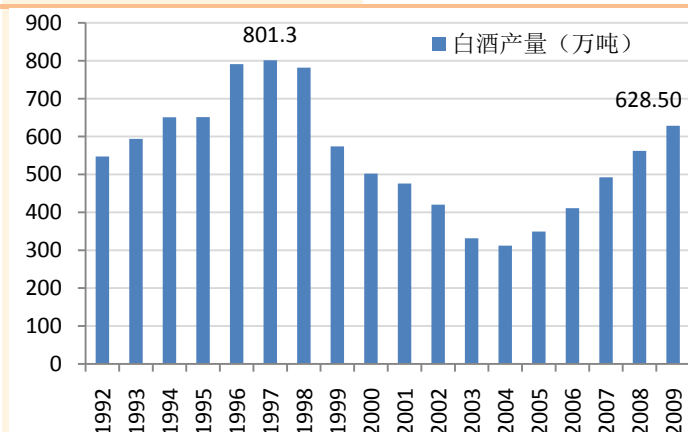
	中国人均消费量	世界人均消费量
蒸馏酒/白酒	4.8L	3.8L

资料来源：湘财证券研究所

1.2 白酒历史消费量的高位和饮酒年龄人口规模的上升共推白酒消费未来走势

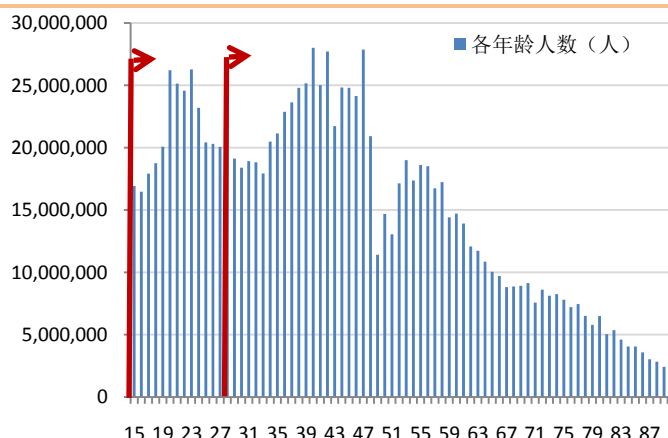
我们回首过去，1997 年我国的白酒消费量曾高达 801 万吨，而 09 年全国白酒产量仅 628 万吨，还有 27.5% 的空间。如果考虑到饮酒年龄人口（15 周岁以上）的规模，进入饮酒年龄的人口比高龄退出白酒消费或死亡的人口要多很多（图 2）。因此无论是从历史消费，还是从消费人口潜在规模看，白酒消费趋势向好可以确定。

图 1 目前白酒消费规模和历史高位比还有巨大上涨空间



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 2 目前饮酒年龄人口规模和 97 年比扩大明显



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

1.3 消费人群变化的隐忧和对策

我们注意到，高学历高知识高收入的中产阶级中饮用白酒的比例不高，一定程度上可能影响白酒业未来的发展。然而，我们认为，这些具有较高的消费能力的未开发人群恰恰是白酒消费的潜在来源，关键是如何开发这类消费者。洋河股份的董事长（杨廷栋）表示，未来白酒业可以在营销和产品开发上做文章，譬如将白酒和生活时尚联系起来，大力介绍适量饮酒有益健康的理念，大力开发适应这部分潜在消费者口味和其它功能需求的白酒产品。我们完全赞同杨董事长的观点，对于开发中产阶级白酒市场的前景，日本市场具有较大的借鉴意义，在日本饮酒已成为一种生活时尚。我们相信白酒业在像洋河这样具有创新精神的白酒企业的努力下，一定能够打开高知识的中产阶级市场，提高该细分市场的饮酒率。

1.4 酿酒业同比无新增负面政策，同比增长压力缓解

酿酒业去年下半年遭到了严查酒后驾车和消费税征收办法改革等负面政策因素影响。而今年下半年与去年同期相比无新增负面政策，从政策边际作用对行业及股价的影响来看，去年政策是利空，今年同样的政策对行业来讲就变成了中性，没有新增的负面政策，对行业发展就是一大利好。

图 3 10 年下半年白酒行业同比无新增负面政策

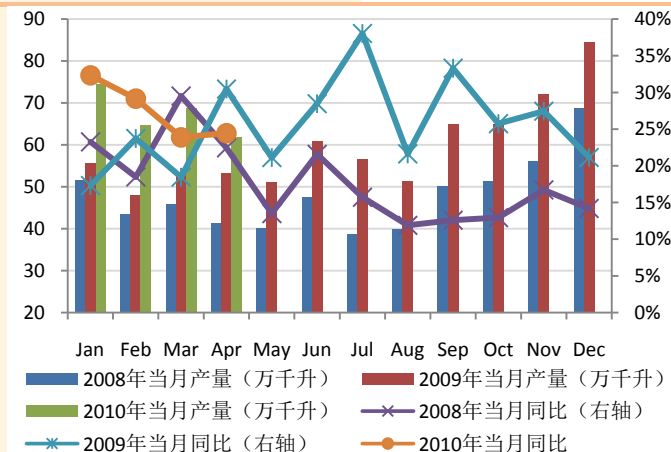


资料来源：湘财证券研究所

1.5 数据表明，白酒业今年来一直是量价齐升，未来一段时间仍将持续

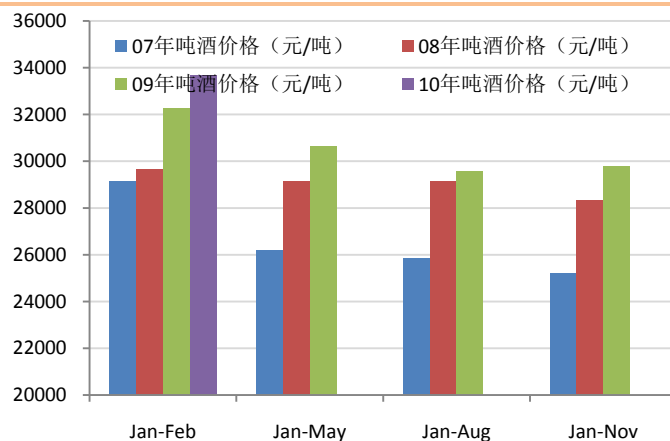
白酒销量 1-4 月的产量（在产销率变化不大时可以近似看为销量）数据表明白酒销量的增长一直维持在 25% 左右的水平，一月份增速甚至高达 32%。图 5 中我们看到，白酒单价一直呈不断上涨的态势，这其中既有提价因素，也有产品升级因素。对于未来，我们认为，人口红利拐点引发的工资上涨和收入分配体制改革，将共同推动白酒业未来的量价齐升趋势。

图 4 今年前四个月的白酒销量增速仍维持在高位



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 5 白酒业提价趋势一直存在，其中暗含了白酒的升级

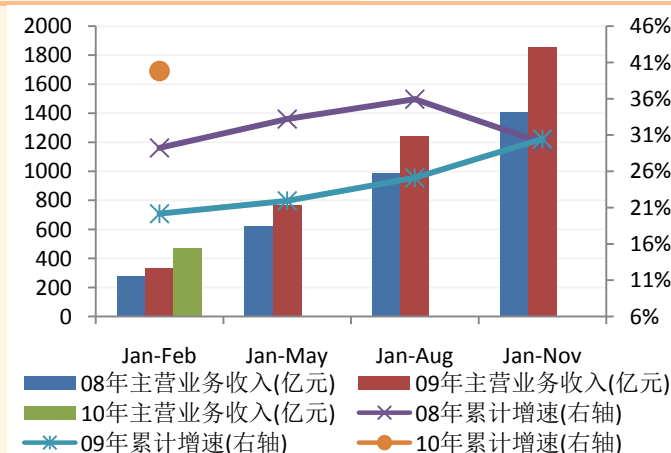


资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

1.6 量价齐升共推白酒业绩高增长

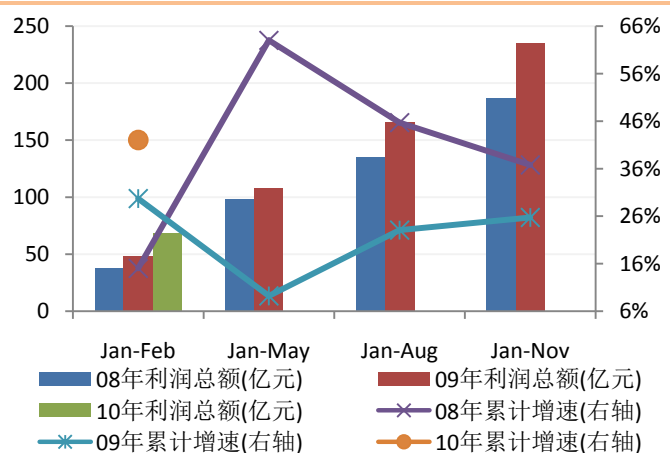
在白酒消费需求旺盛的情况下，1-2 月白酒业收入同比增长 40%，利润总额增长高达 42%，收入和利润的增长均超过了 08 年初的水平（当时金融危机还不太明显）。对于未来，我们认为业绩高增长的态势将继续保持，维持“买入”评级，其细分市场的评级，见第二部分。

图 6 一季度收入增速好于往年，未来仍可持续



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 7 一季度利润增速好于往年，未来仍可持续



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

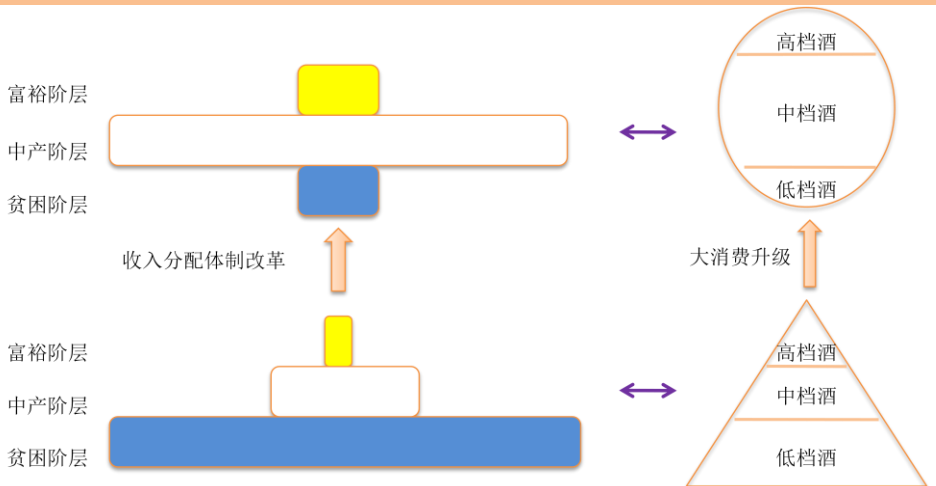
二、中档酒受益收入分配改革、消费升级和婚庆市场

2.1 收入分配体制改革利好中档白酒

收入分配体制改革使中国社会转型，由金字塔型变为橄榄型。新华社世界问题研究中心研究员在有关文章中指出中国的基尼系数已超过 0.5。此外，世界银行报告显示，美国是 5% 的人口掌握了 60% 的财富，而中国则是 1% 的家庭掌握了全国 41.4% 的财富。中国的财富集中度甚至远远超过了美国，成为全球两极分化最严重的国家之一。由此我们得出，中国目前的收入分配结构是金字塔型，低收入阶层占比巨大。如果未来收入分配体制改革能够科学合理及时的推进，中国经济就能够在保持增长的同时实现社会结构的转型，从贫困阶层占多数的金字塔型转变为中产阶层占多数的橄榄型。

社会转型将致使白酒消费升级，中档白酒将大放光彩。伴随着中产阶层的崛起，从收入的角度来讲，将会有越来越多的人有能力购买中档白酒，从而带动中档白酒的兴起，因此我们非常看好中档白酒未来的发展。给予中档白酒“买入”评级。然而，投资者也许会担心，目前高知识且高收入的中产阶级（以年轻人为主）中喝白酒的人相对要少些。我们在洋河董事长那里得到了问题的答案，即如果白酒业能够将白酒和生活时尚联系起来，并且宣传适度饮用白酒有利健康的理念，那么白酒业完全有可能扩大目前的消费群体。营销策略的变化有可能使那些具有购买能力的中产阶层培养出饮酒习惯，从而为中档白酒业的腾飞建立更加坚实的客户基础。

图 8 收入分配体制改革和社会结构转型使中档酒成为首选投资标的



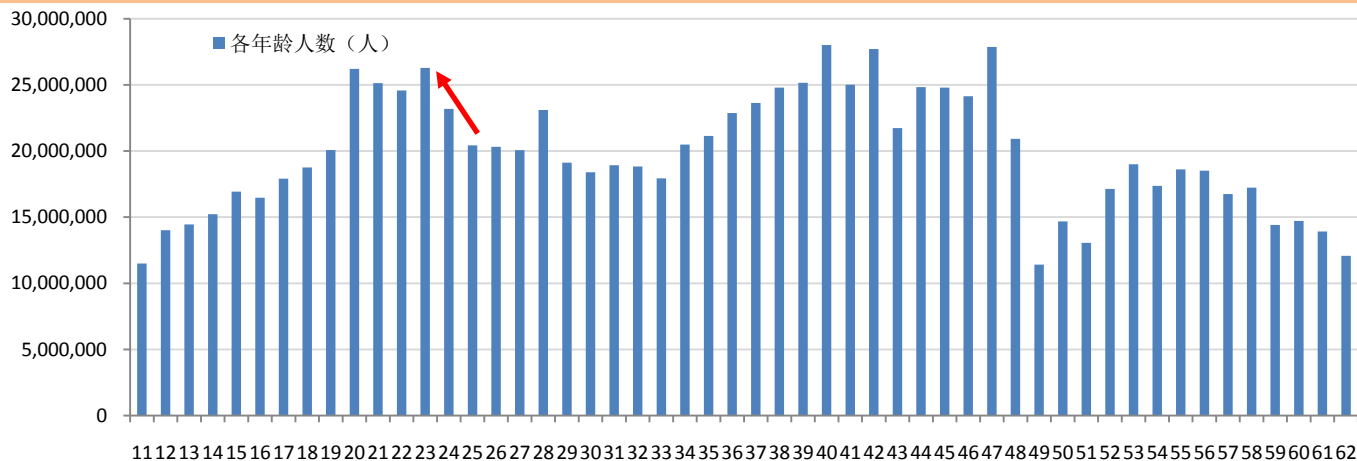
资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

2.2 婚龄人数的上升引发中档白酒需求高增长

婚龄人数的上升引发中档白酒需求高增长。从中国的人口结构图中可以发现，从 25 岁周岁到 23 岁周岁，人口呈高速增长态势，这一年龄也正是结婚较多的

年龄段，特别是在二三线城镇和农村。而结婚在中国人生活中可谓是人身一大喜事，从目前的收入结构看，如果要在酒桌上放白酒的话，中档白酒为第一选择。因此，人口结构中婚龄人口的高速增长也将引发中档白酒需求的高增长。

图 9 近几年中国的婚龄人口将呈上升趋势，将利好婚庆市场中的中档白酒



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

2.3 需求高增长下，中档白酒涨价可能一触即发

一提到白酒涨价，人们第一想到的是茅台、五粮液等高档白酒，然而或许今后相当一段时间内中档白酒的涨价和变相涨价将进入人们的视野。

受益于收入分配体制改革带来的收入增加和特殊人口结构引发的婚庆用酒增加，中档白酒（尤其是知名品牌的中档白酒）有可能因供不应求（我们发现洋河的海之蓝在某些市场有销售脱货的现象）而小幅涨价，或者通过品质微调 and 品牌的升级来变相涨价（如洋河从海之蓝向天之蓝的升级）。

中档酒低于高档酒的毛利率使得其利润弹性要远高于高档酒，因此中档酒的利润增长或许会迎来超出一般预期的增长。因此，我们大力推荐中档酒行业，维持中档白酒行业“买入”的投资评级。当然，随着中档酒企业的发迹，高档酒企业和低档酒企业或将加大中档酒市场的开拓力度，但这无碍中档酒短期的业绩增长。

图 10 提价时，中档白酒因较低的毛利率而具有更大业绩弹性



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

三、行业评级和个股推荐

投资策略：高估值股票需要时间换空间，我们给予高估值股票“买入”评级是基于其成长性，其在业绩公告（季报、中报和年报）披露前一个月内股价上涨可能比较明显，投资者可以择机进入。

维持白酒行业“买入”评级，维持中档白酒“买入”评级，维持洋河股份(002304)、古井贡酒(000596)、山西汾酒(600809)、金种子酒(600199)的买入评级，维持沱牌曲酒(600702)战略性买入的建议，建议保持对酒鬼酒(000799)的关注。维持对高档白酒的“增持”评级，维持五粮液(000858)价值修正带来的短期“买入”评级，维持贵州茅台(600519)、泸州老窖(000568)、水井坊(600779)的“增持”评级。关注水井坊母公司的股权转让获批带来的套利机会，权衡这种套利回报与风险之后，我们认为还是维持“增持”评级较为适当，具体投资策略视投资者风险承受力而定。

四、风险提示

未来收入分配体制改革中的非市场行为可能会影响改革进程的顺利进行，从而会影响经济由投资向消费转变的进程。

未来经济二次探底引发大规模失业，从而使人口红利拐点后移，影响收入分配改革进程。

附录：个股评级及涨跌幅表

表 2 个股评级及涨跌幅

	股票 代码	5/20 评级	期间评级变动	5/20-6/17 区间涨幅	当前变动(6 月 17 日)	最新评级	6/17 日 PE(ttm)
洋河股份	002304	买入		14.90%	维持	买入	44.55
山西汾酒	600809	买入		7.73%	维持	买入	41.64
金种子酒	600199	买入		23.93%	维持	买入	60.85
古井贡酒	000596	买入		7.51%	维持	买入	54.66
酒鬼酒	000799	买入		21.00%	维持	买入	60.67
沱牌曲酒	600702	增持 (战略买入)		-0.85%	维持	增持 (战略买入)	56.53
贵州茅台	600519	增持 (战略增持)		5.12%	维持	增持 (战略增持)	29.54
五粮液	000858	增持 (战略增持)	6月2日 上调为买入	7.95%	维持	买入	27.93
泸州老窖	000568				新增	增持	22.58
水井坊	600779	买入	5月21日 下调为增持	-4.70%	维持	增持	29.00
沪深 300	000300			-0.70%			

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。