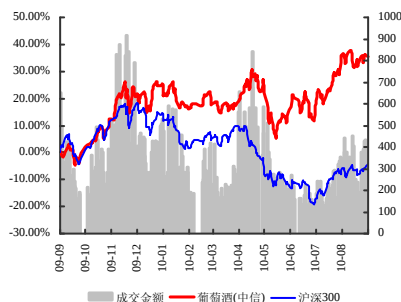


评级：看好

酿酒行业量化研究之

葡萄酒行业投资时钟初探



报告日期 2010年9月6日

市场数据 2010年9月6日

行业分类 酿酒行业

上市公司(家) 5

沪深300 2,975.09 +1.88%

葡萄酒(中信) 5,497.32 -0.47%

研究员: 张辉

执业编号: S0770210030004

电话: 0351-4131415

E-mail: zhangh@dtsbc.com.cn

联系人: 郭得存

电话: 0351-4131415

E-mail: guodc@dtsbc.com.cn

网址: <http://www.dtsbc.com.cn>

结论

- 近几年的数据显示,葡萄酒收入和利润增速受宏观经济的影响要比白酒小。
- 居民可支配收入仍是影响葡萄酒消费的主要因素,但影响力度小于白酒,然而财政收入和工业企业利润对葡萄酒的影响力度要比白酒大。
- 市盈率基本反映葡萄酒行业基本面的变化,市销率却是相反指标。
- 相对于白酒,葡萄酒估值溢价的次数和幅度更多、更大。成长性只能部分解释估值差异,其他因素可能起到较大作用。
- 2004年以来,葡萄酒相对于上证综指的累计超额收益一直为正;牛市中超额收益不如熊市中多;获取超额收益的弹性也没有白酒大。
- 从实体经济的角度来看,葡萄酒也属于抗通胀的行业,但通胀抵抗力弱于白酒。资本市场上葡萄酒的估值水平则体现出较弱的抗通胀特征,并且其抗通胀的能力仍然小于白酒。

接下来会怎样?

- 下半年我国经济增速可能继续放缓,CPI也有可能冲高回落,葡萄酒收入和利润的增速也因此有可能放缓,但放缓的力度可能小于白酒。
- 收入和利润增速放缓预期将可能导致葡萄酒市盈率估值水平的下移。

风险提示: 宏观经济增速放缓导致行业增速放缓;板块估值回调。

目录

1. 核心观点	3
结论	3
接下来会怎样?	3
2. 葡萄酒的收入和利润受宏观经济的影响有多大?	4
近几年的数据显示, 葡萄酒收入和利润增速受宏观经济的影响要比白酒小	4
居民可支配收入仍是影响葡萄酒消费的主要因素, 但影响力度小于白酒	4
3. 市盈率基本反映行业基本面的变化, 市销率却是相反指标	5
葡萄酒利润增速与市盈率的变化方向基本一致, 但近两年出现相反走势	5
近几年葡萄酒收入增速与市销率的变化方向却相反	5
4. 估值比较: 葡萄酒估值是否一直高于A股整体水平?	6
相对于白酒, 葡萄酒估值溢价的次数和幅度更多, 更大	6
成长性只能部分解释估值差异, 其他因素可能起到较大作用	7
5. 超额收益比较:	8
2004 年以来, 葡萄酒相对于上证综指的累计超额收益一直为正	8
行业成长性只能部分解释累计超额收益水平	8
2004 年以来, 葡萄酒有 5 次显著的超额收益	8
6. 与CPI比较: 葡萄酒是否抗通胀?	9

图表目录

图 1 葡萄酒收入增速与GDP增速变化的一致性不如白酒显著	4
图 2 葡萄酒利润增速与GDP增速变化的一致性也不如白酒显著	4
图 3 葡萄酒受三种驱动因素的影响更大, 白酒的波动幅度相对较小	5
图 4 葡萄酒的利润总额增速与历史P/E变化方向基本一致	6
图 5 葡萄酒的主营收入增速与历史P/S变化方向也基本一致	6
图 6 葡萄酒与A股的历史市盈率(月度)变化对比	7
图 7 葡萄酒与A股的TTM市盈率(月度)变化对比	7
图 8 白酒与A股的历史市盈率(月度)变化对比	7
图 9 白酒与A股的TTM市盈率(月度)变化对比	7
图 10 葡萄酒利润增速有三个阶段增速显著高于A股	8
图 11 2005 年 9 月以后, 白酒的收入增速开始高于A股	8
图 12 葡萄酒月度累计超额收益总体情况	9
图 13 2004 年以来, 葡萄酒有 5 次显著的超额收益	9
图 14 葡萄酒的收入抗通胀能力不如白酒	10
图 15 白酒利润增速体现出跟随CPI同向波动的特征	10
图 16 葡萄酒估值水平显示出较弱的抗通胀性	10
图 17 利润增速的变化更可能是估值变化的主因	10

1.核心观点

结论

- 近几年的数据显示，葡萄酒收入和利润增速受宏观经济的影响要比白酒小。
- 居民可支配收入仍是影响葡萄酒消费的主要因素，但影响力度小于白酒，然而财政收入和工业企业利润对葡萄酒的影响力度比白酒更大。
- 市盈率基本反映葡萄酒行业基本面的变化，市销率却是相反指标。
- 相对于白酒，葡萄酒估值溢价的次数和幅度更多、更大。成长性只能部分解释估值差异，其他因素可能起到较大作用。
- 2004年以来，葡萄酒相对于上证综指的累计超额收益一直为正；牛市中超额收益不如熊市中多；获取超额收益的弹性也没有白酒大。
- 从实体经济的角度来看，葡萄酒也属于抗通胀的行业，但通胀抵抗力弱于白酒。资本市场上葡萄酒的估值水平体现出较弱的抗通胀特征，并且其抗通胀的能力仍然小于白酒。

接下来会怎样？

- **下半年我国经济增长可能继续放缓，CPI也有可能冲高回落，葡萄酒收入和利润的增速也因此有可能放缓，但放缓的力度可能小于白酒**

上半年我国GDP同比增速呈现出逐季递减的趋势，主要原因可能还是受基数效应的影响。目前来看，下半年的经济形势仍不乐观，再加上高基数效应，下半年GDP增速有可能继续放缓。另外CPI也可能冲高回落，所以我们判断，下半年葡萄酒收入和利润的增速也因此有可能放缓，但放缓的力度可能小于白酒。

- **收入和利润增速放缓预期将可能导致葡萄酒市盈率估值水平的下移**

根据我们分析的结果，葡萄酒的估值水平一般也是与其利润的增速（或者增速预期）成正比的，所以如果下半年葡萄酒行业的利润增速放缓的话，其市盈率估值水平可能有所下移。

另外，目前葡萄酒行业的历史市盈率水平在42倍左右，低于历史均值5.63%；TTM市盈率在41倍左右，低于历史均值6.39%，从这一方面来看，葡萄酒又存在估值回归的趋势。

综合来看，我们认为如果宏观经济下半年增速继续下滑，葡萄酒的市盈率估值下行的概率较大。

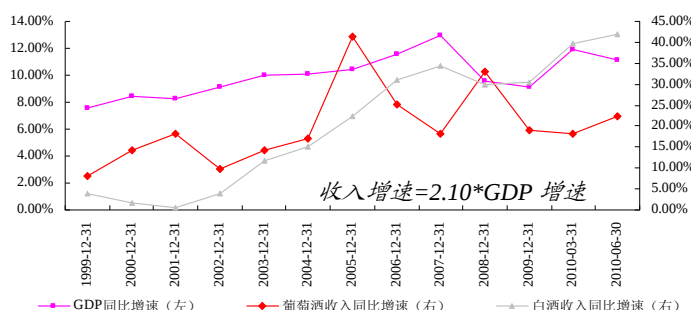
2.葡萄酒的收入和利润受宏观经济的影响有多大？

近几年的数据显示，葡萄酒收入和利润增速受宏观经济的影响要比白酒小

葡萄酒属于舶来品，在我国还未进入到大众消费品阶段，所以葡萄酒可认为是可选消费品。从近几年的数据来看，葡萄酒主营收入同比增速同GDP增速变动的方向阶段性一致，对比白酒的收入增速可知，其一致性显然没有白酒显著；利润总额的增速变化与GDP增速变化的一致性也不如白酒显著。

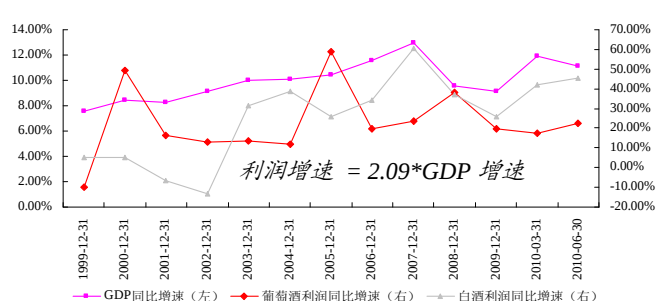
利用回归分析可知，所谓一致性不同的另一种说法就是葡萄酒收入和利润增速的弹性更小一些。白酒收入的弹性系数为6.34，葡萄酒仅为2.10；白酒利润增速的弹性系数为11.89，葡萄酒仅为2.09，显然白酒要比葡萄酒弹性大，也就是说白酒受到宏观经济影响的程度更大。

图 1 葡萄酒收入增速与 GDP 增速变化的一致性不如白酒显著



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 2 葡萄酒利润增速与 GDP 增速变化的一致性不如白酒显著



数据来源：wind，大同证券研究部。

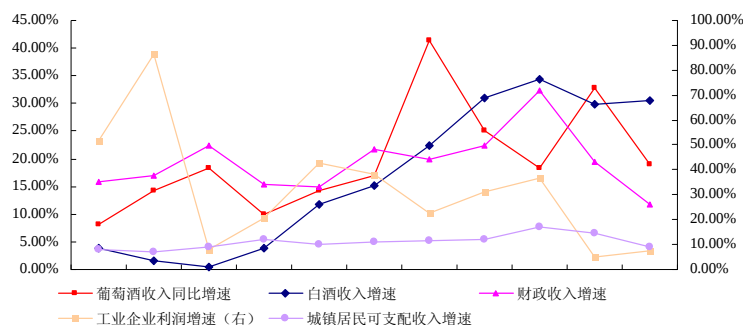
居民可支配收入仍是影响葡萄酒消费的主要因素，但影响力度小于白酒

葡萄酒的消费对象也主要是政务、商务和居民个人消费三类，因此其收入的驱动因素可分别对应为当期的财政收入、工业企业收入（利润）和居民可支配收入水平，并且还可能受到预期因素的影响。在不考虑预期因素的情况下，三种因素的影响情况如下图所示。

直观上看，三种驱动因素和白酒收入的变动方向基本一致，说明它们确实存在理论上的因果关系。回归分析显示，驱动因素的变动方向和葡萄酒收入方向基本一致。葡萄酒收入增速的财政收入增速弹性系数为0.95，白酒的为0.83；葡萄酒收入增速的工业企业利润增速弹性系数为

0.44，白酒的为0.27；葡萄酒收入增速的居民可支配收入增速弹性系数为1.95，白酒的为3.14，上述结果表明两个问题：一是**财政收入和工业企业利润对葡萄酒的影响力度比白酒更大**；二是**居民可支配收入仍是影响葡萄酒消费的主要因素，但影响力度小于白酒**。

图 3 葡萄酒受三种驱动因素的影响更大，白酒的波动幅度相对较小



数据来源：wind，大同证券研究部。

3. 市盈率基本反映行业基本面的变化，市销率却是相反指标

市盈率反映的是市场对公司或行业未来赚取的利润现在所愿意付出的价格，市销率反映的是市场对公司或行业预期的销售收入现在所愿意支付的价格。一般来说，预期增长的能力越强，市场愿意付出的价格就越高，于是估值水平也就越高。

葡萄酒利润增速与市盈率的变化方向基本一致，但近两年出现相反走势

1999年至2005年，葡萄酒**利润增速**从-10.17%先上升为49.08%，然后下降为2004年的12.03%，最后又上升为2005年的58.68%；同期**历史市盈率**也先从35.76倍提高至77.60倍，然后又下降为33.38倍，最后又上升为2005年的46.15倍；

2006年至2007年，葡萄酒利润增速从19.60%提高至23.63%，同期历史市盈率也从89.58倍提高至108.27倍；

2008至2009年间，葡萄酒利润增速又从37.92%下降至19.89%，但同期历史市盈率却44.69倍提高至48.55倍。

近几年葡萄酒收入增速与市销率的变化方向却相反

1999年至2001年，葡萄酒主营收入增速从8.09%提高为18.25%，同期历史市销率却从29.56

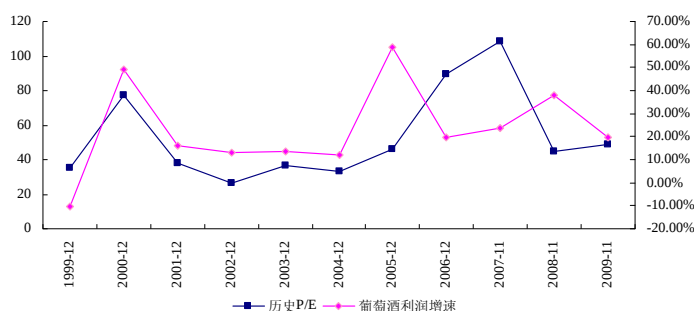
倍下降为5.88倍;

2002年至2005年,葡萄酒主营收入增速从9.91%提高至41.46%,同期历史市销率却从5.99倍下降至3.36倍;

2006至2009年间,葡萄酒主营收入增速也和同期历史市销率走势相反。具体表现为,葡萄酒收入增速先降后升再降,市销率则是先升后降再升。

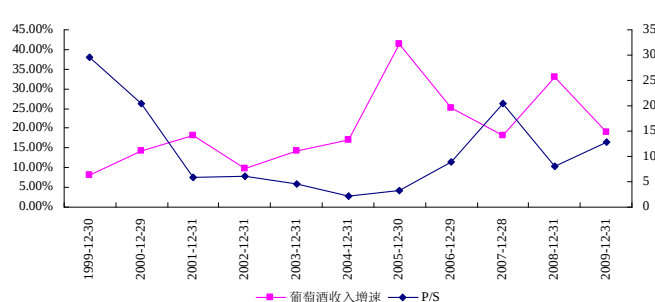
不考虑证券市场的景气度因素,上述估值模型可能说明了两个问题:一是葡萄酒市盈率变化基本反映了行业基本面的变化,但市销率却是反向指标;二是葡萄酒市盈率水平一般是与行业的成长能力(利润的同比增速)成正比的。

图 4 葡萄酒的利润总额增速与历史 P/E 变化方向基本一致



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 5 葡萄酒的主营收入增速与历史 P/S 变化方向也基本一致



数据来源: wind, 大同证券研究部。

4.估值比较: 葡萄酒估值是否一直高于A股整体水平?

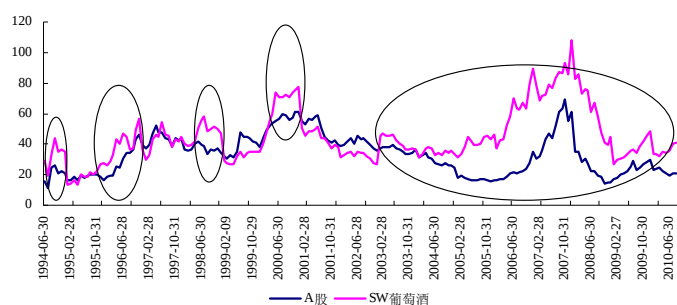
相对于白酒,葡萄酒估值溢价的次数和幅度更多、更大

目前来看,葡萄酒的市盈率水平远高于A股的总体水平,观察历史可以发现,这种估值溢价一直就有。历史上有五个阶段葡萄酒的估值水平显著高于A股总体水平,这五个阶段分别是:1994年6月至12月;1995年12月至1996年11月;1997年12月-1998年12月;2000年3月-12月;2003年1月至今。

从溢价倍数来看,第五阶段最大,平均溢价倍数为1.90倍,其中2005年3月至2006年3月,溢价倍数都在2倍以上,2006年6月至7月,溢价倍数更是在3倍以上。

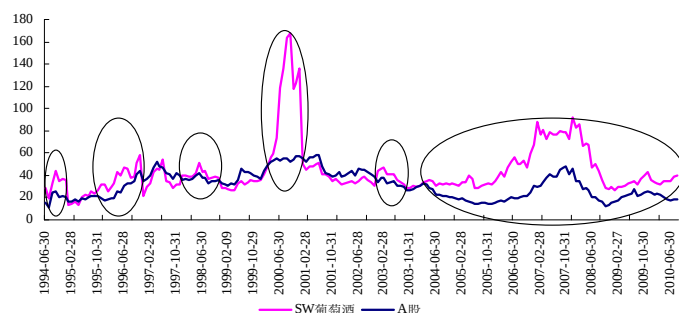
对比白酒的溢价情况,我们发现,葡萄酒的溢价次数和幅度都多于白酒。

图 6 葡萄酒与 A 股的历史市盈率（月度）变化对比



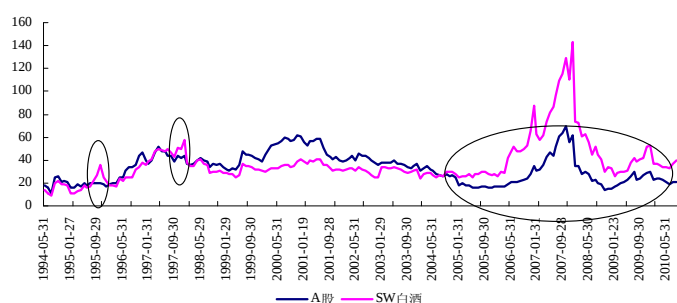
数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 7 葡萄酒与 A 股的 TTM 市盈率（月度）变化对比



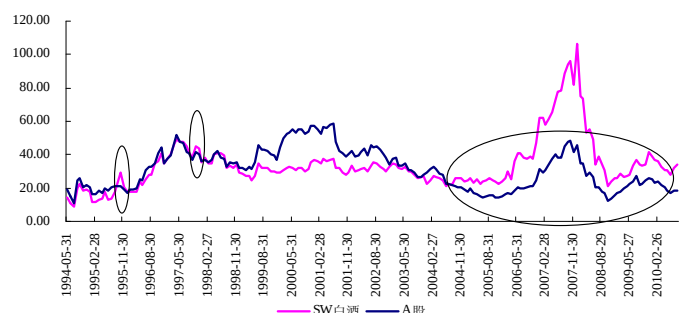
数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 8 白酒与 A 股的历史市盈率（月度）变化对比



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 9 白酒与 A 股的 TTM 市盈率（月度）变化对比



数据来源: wind, 大同证券研究部。

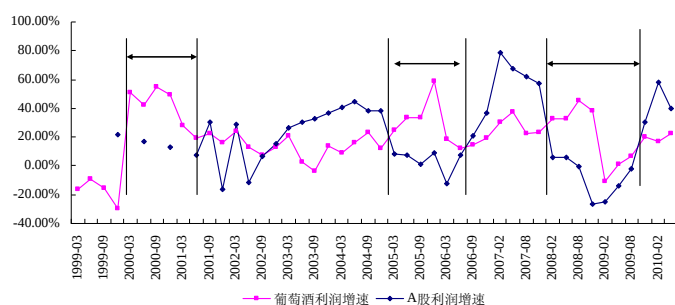
成长性只能部分解释估值差异，其他因素可能起到较大作用

从利润增速来看，1999年至2009年期间，葡萄酒有三个阶段增速显著高于A股。一是2000年至2001年6月，葡萄酒的平均增速为40.80%，A股的平均增速仅为12.42%；二是2005年至2006年6月，葡萄酒的平均增速为30.28%，A股的平均增速仅为3.46%；三是2008年2月至2009年8月，葡萄酒的平均增速为20.68%，A股的平均增速为-8.04%。对比上述估值差异可以看出，利润增速不能完全解释两者估值的差异。

从收入增速来看，葡萄酒也有三个阶段增速显著高于A股，但与利润增速的期间并不对应。一是2001年，葡萄酒平均增速为16.79%，A股的平均增速为10.71%；二是2005年至2006年9月，葡萄酒的平均增速为33.05%，A股的平均增速为21.70%；三是2008年至2009年，葡萄酒的平均增速为20.95%，A股的平均增速为8.31%。可以看出，收入增速也不能完全解释两者估值的差异。

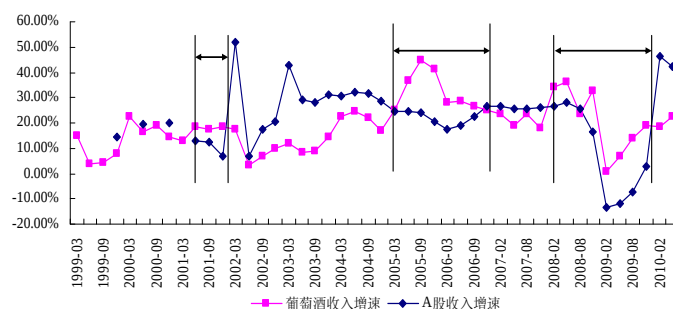
理论上讲，造成市盈率差异的主要原因有成长性、资本结构以及其他因素，从上面的分析可知，同白酒一样，成长性并不能完全解释估值差异，其他因素可能也起到较大的作用。

图 10 葡萄酒利润增速有三个阶段增速显著高于 A 股



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 11 2005 年 9 月以后, 白酒的收入增速开始高于 A 股



数据来源: wind, 大同证券研究部。

5.超额收益比较:

两个角度: 一是月度累计超额收益, 二是当月超额收益。

2004 年以来, 葡萄酒相对于上证综指的累计超额收益一直为正

由于申万葡萄酒指数样本期间较少, 我们采用中信葡萄酒指数进行对比。结果显示, **2004 年以来, 葡萄酒相对于上证综指的累计超额收益一直为正**, 并且在 07 年的牛市中出现了这样一种现象, **在市场到达顶点的过程中, 葡萄酒的超额收益是逐渐下降的, 反而在市场持续下跌的时候, 葡萄酒的超额收益逐渐增大**, 可能的解释是葡萄酒的弹性相对较小, 所以在市场疯狂上涨的时候涨幅较小, 而在市场下跌的时候跌幅也不会太大。对比白酒 07 年的表现可以看出, 葡萄酒的弹性没有白酒大。

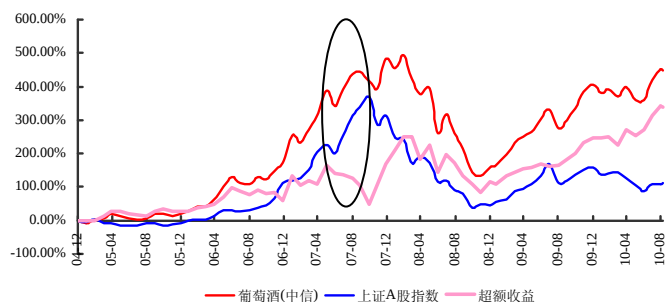
行业成长性只能部分解释累计超额收益水平

由于利润增速和收入增速不能完全解释葡萄酒和 A 股的估值差异, 所以累计超额收益水平也不能用完全行业的成长性来解释。

2004 年以来, 葡萄酒有 5 次显著的超额收益

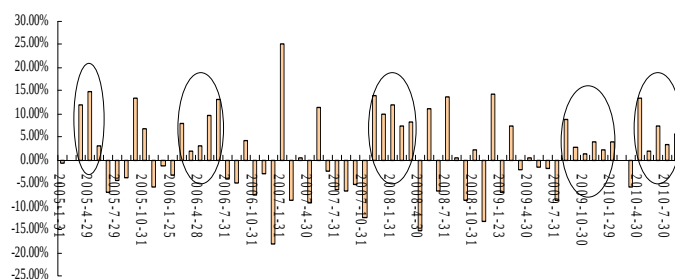
从当月超额收益来看, 也表现出一定的特征。如果我们以连续三个月收益率超越上证综指为标准来划分, 则会发现 2004 年以来, 葡萄酒当月的超额收益分布于图 13 所示的圆图中, 一共有 5 次。从表中的数据可以看出, **葡萄酒一般在市场下跌的过程中获得超额收益的概率较大, 从而再次说明葡萄酒的弹性较小。**

图 12 葡萄酒月度累计超额收益总体情况



数据来源: wind, 大同证券研究部。

图 13 2004 年以来, 葡萄酒有 5 次显著的超额收益



数据来源: wind, 大同证券研究部。

表 1 葡萄酒的 5 次超额收益时间分布 (以连续 3 个月超越上证综指为标准)

序号	区间	长度	上证综指	月平均超额收益
1	2005.02-2005.05	4 个月	下跌	7.52%
2	2006.02-2006.06	5 个月	上涨	7.12%
3	2007.11-2008.03	5 个月	下跌	10.32%
4	2009.08-2010.01	6 个月	上涨	3.79%
5	2010.04-2010.08	5 个月	下跌	6.38%

数据来源: 大同证券研究部。

6.与CPI比较: 葡萄酒是否抗通胀?

由于中高档葡萄酒的毛利率也较高, 而且企业一般也能够根据通胀水平调整产品的出厂价, 所以葡萄酒通常也被认为是抗通胀的行业之一。

从收入增速的角度来看, 葡萄酒体现出跟随CPI同向波动的特征, 表现出一定的周期性, 直观来看抗通胀性能力不如白酒。回归分析显示, 葡萄酒收入增速的CPI弹性系数为2.46, 而白酒的弹性系数为4.61, 显然当CPI上升时, 白酒的抗通胀能力更强一些。

从利润增速的角度来看, 葡萄酒则部分体现出跟随CPI同向波动的特征, 但是对比白酒, 可以发现两者的波动性都比较大。回归分析显示, 葡萄酒利润增速的CPI弹性系数为3.19, 白酒的则为6.41, 从利润的角度来看, 白酒的抗通胀能力要强于葡萄酒。

综上, 从实体经济的角度来看, 葡萄酒也属于抗通胀的行业, 但通胀抵抗力弱于白酒。

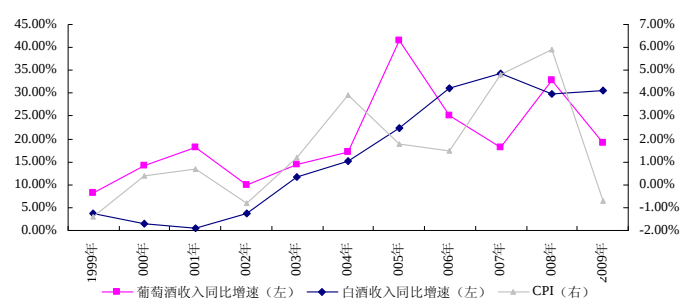
资本市场中又如何?

1999年至2009年间, 葡萄酒市盈率水平跟随CPI变化的特征并不明显, 对比一下利润增速与估值水平的变化, 我们宁可相信葡萄酒市盈率的变化是由利润增速的变化引起的, 而不是CPI。

另一方面，白酒市盈率的CPI弹性系数为3.55（而且统计意义上显著），葡萄酒市盈率的CPI弹性系数为1.26（而且统计意义上不显著），所以**面对通胀，白酒估值水平提高的幅度要大于葡萄酒。**

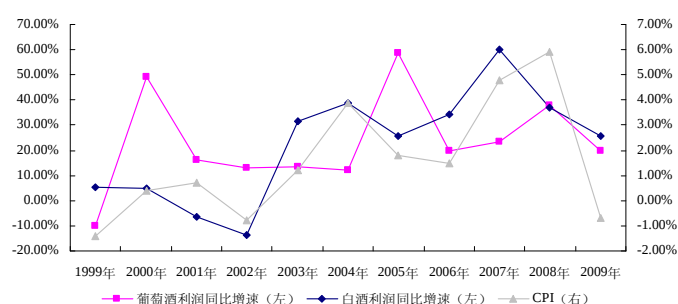
综上，资本市场上葡萄酒的估值水平体现出较弱的抗通胀特征，并且其抗通胀的能力仍然小于白酒。

图 14 葡萄酒的收入抗通胀能力不如白酒



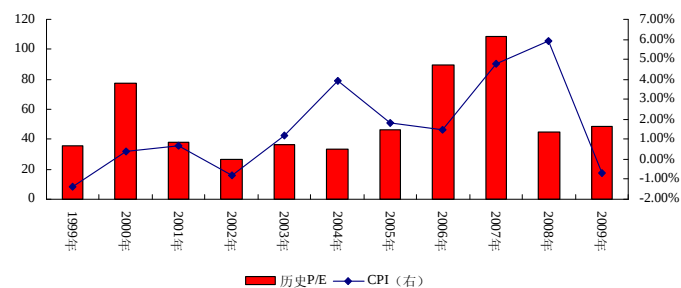
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 15 白酒利润增速体现出跟随CPI同向波动的特征



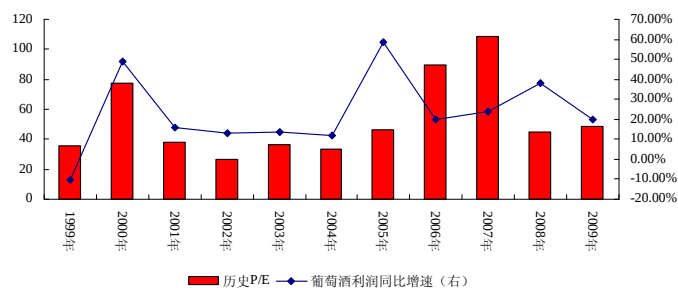
数据来源：wind，大同证券研究部。

图 16 葡萄酒估值水平显示出较弱的抗通胀性



数据来源：wind，大同证券研究部。

图 17 利润增速的变化更可能是估值变化的主因



数据来源：wind，大同证券研究部。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。