

囤积高端酒现象，可能改变我们的投资周期

行业和公司信息跟踪

囤积高端酒现象，可能改变我们的投资周期。“供不应求的情况将持续存在于茅台、五粮液等高端白酒中。”烟酒在线董事长黄文雄如此分析目前的涨势。“很多消费者都是一箱一箱买，中秋后是春节，不少消费者都趁机先囤货。”黄文雄表示。资深的白酒业人士杨万军(化名)告诉记者：“保守估计市场上囤积的茅台至少达1万吨，未来三到五年内，可能会增至三万吨。”我们分析认为：股市不断探底下挫、各方担忧国内外经济、高档酒销售却火爆，不知大家还记不记得2008年，当时经济环境很差，生产高档酒的企业普遍采取“控量保价”的政策，但是结果终端价格还是下跌，需求萎靡，企业在悲观宏观经济下，保高档酒价格是失败的。那么今年情况不是很奇特？为什么今年企业利润还迭创新高呢？难道今年大家对宏观经济的判断是过于悲观了吗？从我们微观消费环境观察，众多奢侈品的消费都表现出火爆，尤以高档酒为甚。有几个现象供各位思考：一是高档酒年初以来的终端价不断创出新高，而历年正常的走势是春节之后消费处于淡季，其终端价格会较之前有所下滑；二是今年高档酒企业利润增速创近年新高，且业绩增速不断市场超预期（难道分析师们都过于悲观吗？）；三是生产高档酒企业在淡季的预收款不断创出新高；上述现象的结果表现为生产高档酒企业业绩淡季不淡，结论可以是淡化淡季旺季吗？如果是这样，我们还能期待旺季消费超预期吗？或者我们是否应该调整白酒企业淡季旺季消费的概念（至少是针对一线白酒而言），进而调整淡季旺季消费期带来的投资机会抉择？透过以上现象，其本质是：一、老百姓消费能力其实不弱，随着连续几十年我国经济的快速强劲地发展，消费者的消费能力有大幅提升，消费升级异常明显；二是投资渠道缺乏，黄金价格这么高了、玉石稀土等矿物炒过了、甚至玩遍了蔬菜、存钱进银行是负利率、进军股市被套牢，国内投资渠道少之又少，所以有些投资客盯住了白酒；三是高档酒产品相对稀缺、价格预期看涨，在国内交际文化热衷消费白酒的情况下，消费者何不乘“低价”提前买入以备不时之需；四是渠道商看准了消费者和投资客的上述心态，何不创造供不应求的市场环境以备高价出货呢。所以我们认为，今年抑或是近几年来，中国高档酒消费市场已经形成了提前消费、为旺季消费囤货的特殊现象，在这种情况下，相关上市公司的季度报表肯定会受此影响，我甚至认为本应体现在旺季消费的消费量已经在淡季有所体现了，这就导致了一个结果：那就是淡季消费数据超预期，旺季消费量被消费者平滑（根据我们的统计数据，以前年份贵州茅台和五粮液在消费旺季的一、四季度的合计收入占全年的比重在六七成左右，而近一两年来，该比重在不断下降，呈现四季均化的现象）。这个因素可以在一定程度上解释今年白酒行情启动提前一个季度的原因。那么，问题出来了，投资者如果还在预期高档白酒在旺季消费超预期的话，相关上市公司的压力是不是会太大了？除非释放巨额预收账款。我们会用更详细的数据来印证我们的判断，请关注。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施剑刚

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

徐卫

8621-63325888 × 6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

联系人

陈徐姗

8621-63325888 × 7041

chenxushan@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A股

行业

食品饮料

报告发布日期

2011年09月07日

行业表现

%	周一	周初以来	月初以来	三季度	年初以来
食品饮料	-1.73	-3.17	-5.34	4.97	4.08
上证指数	-0.33	-2.28	-3.77	-10.56	-12.02
相对跑赢	(1.40)	(0.88)	(1.57)	15.52	16.10

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010	2011E	2012E	2013E	评级
泸州老窖	1.58	2.08	2.83	3.52	买入
五粮液	1.16	1.69	2.34	2.85	买入
古井贡酒	1.34	2.44	3.85	5.40	买入
金种子酒	0.30	0.68	1.02	1.45	买入
青岛啤酒	1.13	1.39	1.61	1.87	增持
洽洽食品	1.01	0.96	1.26	1.73	买入
贵州茅台	5.35	7.48	9.77	12.52	增持
水井坊	0.48	0.65	0.82	0.95	增持
伊利股份	0.97	0.86	1.10	1.46	增持
光明乳业	0.19	0.23	0.30	0.52	增持
金枫酒业	0.30	0.37	0.41	0.48	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业和公司信息跟踪

● 囤积高端酒现象，可能改变我们的投资周期

行业和公司信息描述：

“供不应求的情况将持续存在于茅台、五粮液等高端白酒中。”烟酒在线董事长黄文雄如此分析目前的涨势。“很多消费者都是一箱一箱买，中秋后是春节，不少消费者都趁机先囤货。”黄文雄表示。资深的白酒业人士杨万军(化名)告诉记者：“保守估计市场上囤积的茅台至少达 1 万吨，未来三到五年内，可能会增至三万吨。”

<http://finance.ifeng.com/stock/ssgs/20110831/4494738.shtml>

点评：

股市不断探底下挫、各方担忧国内外经济、高档酒销售却火爆，不知大家还记不记得 2008 年，当时经济环境很差，生产高档酒的企业普遍采取“控量保价”的政策，但是结果终端价格还是下跌，需求萎靡，企业在悲观宏观经济下，保高档酒价格是失败的。那么今年情况不是很奇特？为什么今年企业利润还迭创新高呢？难道今年大家对宏观经济的判断是过于悲观了吗？

从我们微观消费环境观察，众多奢侈品的消费都表现出火爆，尤以高档酒为甚。有几个现象供各位思考：

一是高档酒年初以来的终端价不断创出新高，而历年正常的走势是春节之后消费处于淡季，其终端价格会较之前有所下滑；

二是今年高档酒企业利润增速创近年新高，且业绩增速不断市场超预期（难道分析师们都过于悲观吗？）；

三是生产高档酒企业在淡季的预收款不断创出新高；

上述现象的结果表现为生产高档酒企业业绩淡季不淡，结论可以是淡化淡季吗？如果是这样，我们还能期待旺季消费超预期吗？或者我们是否应该调整白酒企业淡旺季消费的概念（至少是针对一线白酒而言），进而调整淡季消费期带来的投资机会抉择？

透过以上现象，其本质是：

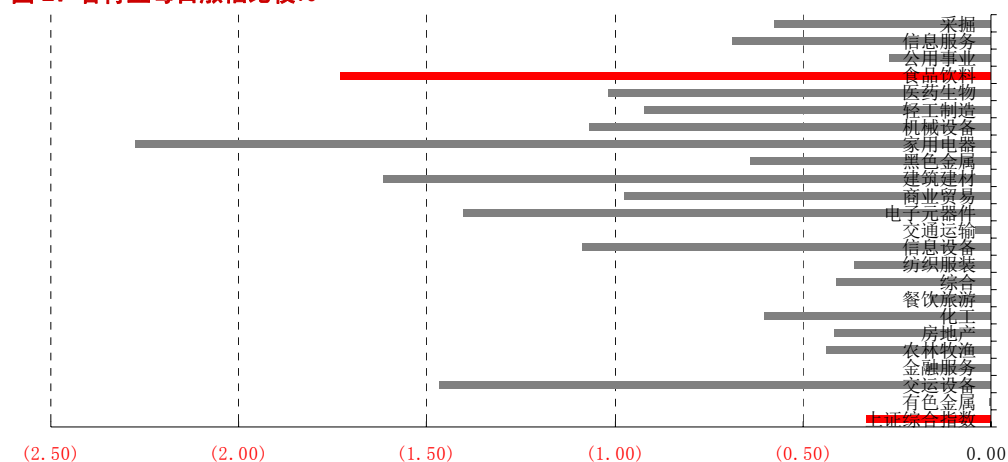
一、老百姓消费能力其实不弱，随着连续几十年我国经济的快速强劲地发展，消费者的消费能力有大幅提升，消费升级异常明显；二是投资渠道缺乏，黄金价格这么高了、玉石稀土等矿物炒过了、甚至玩遍了蔬菜、存钱进银行是负利率、进军股市被套牢，国内投资渠道少之又少，所以有些投资客盯住了白酒；三是高档酒产品相对稀缺、价格预期看涨，在国内交际文化热衷消费白酒的情况下，消费者何不乘“低价”提前买入以备不时之需；四是渠道商看准了消费者和投资客的上述心态，何不创造供不应求的市场环境以备高价出货呢。

所以我认为，今年抑或是近几年来，中国高档酒消费市场已经形成了提前消费、为旺季消费囤货的特殊现象，在这种情况下，相关上市公司的季度报表肯定会受此影响，我甚至认为本应体现在旺季消费的消费量已经在淡季有所体现了，这就导致了一个结果：那就是淡季消费数据超预期，旺季消费量被消费者平滑（根据我们的统计数据，以前年份贵州茅台和五粮液在消费旺季的一、四季度

的合计收入占全年的比重在六七成左右,而近一两年来,该比重在不断下降,呈现四季均化的现象)。这个因素可以在一定程度上解释今年白酒行情启动提前一个季度的原因。那么,问题出来了,投资者如果还在预期高档白酒在旺季消费超预期的话,相关上市公司的压力是不是会太大了?除非释放巨额预收账款。

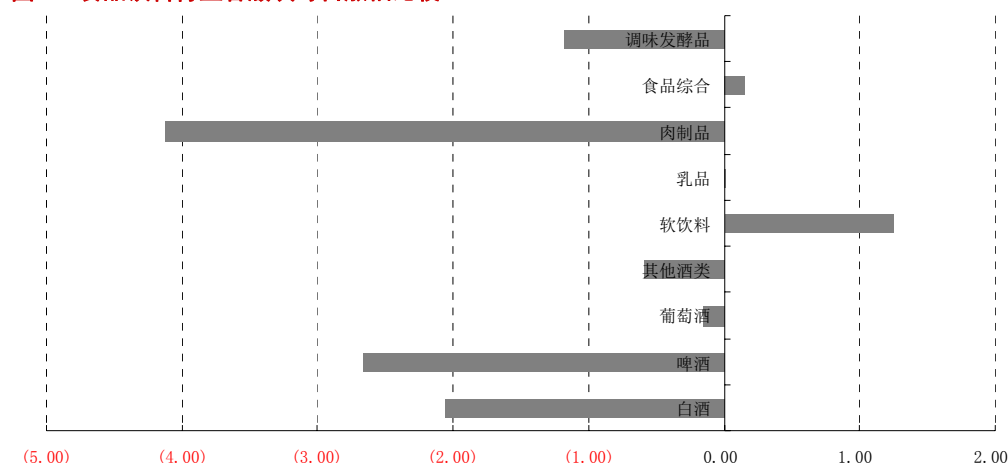
我们会用更详细的数据来印证我们的判断,请关注。

图 1: 各行业每日涨幅比较%



资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

图 2: 食品饮料行业各版块每日涨幅比较%



资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

表 4：每日与每周行业内各公司涨跌幅情况

每日涨跌幅排名				每周涨跌幅排名			
涨幅前十位		跌幅前十位		涨幅前十位		跌幅前十位	
	涨幅%		涨幅%		涨幅%		涨幅%
维维股份	2.55	重庆啤酒	-5.51				
洽洽食品	1.34	酒鬼酒	-4.83				
金字火腿	1.31	双汇发展	-4.44				
三全食品	1.20	燕京啤酒	-3.57				
光明乳业	1.00	伊力特	-2.96				
承德露露	0.90	洋河股份	-2.82				
古井贡酒	0.85	莫高股份	-2.22				
深深宝 A	0.75	水井坊	-2.20				
金枫酒业	0.73	金种子酒	-2.17				
三元股份	0.71	天宝股份	-2.17				

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

表 6：食品饮料行业公司盈利预测表

代码	名称	评级	股价（元）	EPS（元）				PE				总市值 （亿元）	总股本 （亿股）	流通 A 股 占比%
				2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E			
白酒行业														
600519	贵州茅台	增持	203.01	5.35	7.48	9.77	12.52	38	27	21	16	2,108	10.38	100.00
000858	五粮液	买入	38.29	1.16	1.69	2.34	2.85	33	23	16	13	1,453	37.96	99.99
000568	泸州老窖	买入	43.40	1.58	2.08	2.83	3.52	27	21	15	12	605	13.94	51.31
000596	古井贡酒	买入	94.50	1.34	2.44	3.85	5.40	71	39	25	18	238	2.52	69.50
600199	金种子酒	买入	19.37	0.32	0.68	1.02	1.45	61	28	19	13	108	5.56	93.82
600779	水井坊	增持	23.17	0.48	0.65	0.82	0.95	48	36	28	24	113	4.89	60.45
000799	酒鬼酒	未评级	22.28	0.26	0.39	0.71	1.13	85	57	32	20	68	3.03	67.85
000995	ST 皇台	未评级	22.62	-0.33	0.14	0.99	1.75	-69	161	23	13	40	1.77	100.00
002304	洋河股份	未评级	141.08	4.90	4.19	6.33	8.90	29	34	22	16	1,270	9.00	45.50
600197	伊力特	未评级	12.80	0.30	0.37	0.50	0.62	42	34	26	21	56	4.41	100.00
600559	老白干酒	未评级	31.43	0.30	0.00	0.00	0.00	105	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	44	1.40	100.00
600702	沱牌曲酒	未评级	21.69	0.23	0.36	0.63	0.95	96	59	34	23	73	3.37	100.00
600809	山西汾酒	未评级	79.46	1.14	2.13	3.13	4.37	70	37	25	18	344	4.33	100.00
啤酒行业														
600600	青岛啤酒	增持	34.19	1.13	1.39	1.61	1.87	30	25	21	18	462	13.51	20.62
000729	燕京啤酒	未评级	15.67	0.64	0.76	0.95	1.17	25	21	16	13	190	12.10	79.93
000752	西藏发展	未评级	34.55	0.06	0.00	0.00	0.00	603	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	91	2.64	99.99
000929	兰州黄河	未评级	9.83	0.55	0.00	0.00	0.00	18	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	18	1.86	99.90
002461	珠江啤酒	未评级	14.65	0.14	0.00	0.00	0.00	105	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	100	6.80	20.56
600090	啤酒花	未评级	11.43	0.11	0.00	0.00	0.00	107	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	42	3.68	100.00
600132	重庆啤酒	未评级	66.73	0.75	0.00	0.00	0.00	89	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	323	4.84	100.00
600573	惠泉啤酒	未评级	9.49	0.21	0.00	0.00	0.00	45	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	24	2.50	61.33
葡萄酒行业														

000557	*ST 广夏	未评级	7.00	-0.13	0.00	0.00	0.00	-53	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	48	6.86	96.13
000869	张裕 A	未评级	108.44	2.72	3.67	4.71	5.80	40	30	23	19	572	5.27	66.15
600084	*ST 中葡	未评级	8.21	0.09	0.01	0.07	0.13	91	892	125	65	66	8.10	57.35
600365	*ST 通葡	未评级	9.48	-0.16	0.00	0.00	0.00	-58	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	13	1.40	100.00
600543	莫高股份	未评级	10.57	0.13	0.20	0.33	0.46	81	52	32	23	34	3.21	100.00
黄酒行业														
600616	金枫酒业	增持	11.02	0.30	0.37	0.41	0.48	37	30	27	23	48	4.39	100.00
600059	古越龙山	未评级	12.06	0.20	0.28	0.39	0.52	60	42	31	23	77	6.35	95.14
600238	海南椰岛	未评级	10.49	0.66	0.00	0.00	0.00	16	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	47	4.48	98.62
肉制品行业														
002515	金字火腿	未评级	27.00	0.83	0.00	0.00	0.00	33	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	26	0.96	25.17
000895	双汇发展	未评级	67.16	1.80	1.76	3.37	4.51	37	38	20	15	407	6.06	99.98
002330	得利斯	未评级	13.03	0.18	0.35	0.46	0.62	74	38	28	21	33	2.51	25.10
乳制品行业														
600597	光明乳业	增持	9.10	0.19	0.23	0.30	0.52	48	40	30	18	95	10.49	99.30
600887	伊利股份	增持	18.91	0.97	0.86	1.10	1.46	19	22	17	13	302	15.99	99.29
002329	皇氏乳业	未评级	19.14	0.53	0.41	0.70	1.01	36	46	27	19	41	2.14	35.64
002570	贝因美	未评级	31.97	1.10	1.12	1.43	1.90	29	28	22	17	136	4.26	10.09
600429	三元股份	未评级	7.13	0.06	0.00	0.00	0.00	123	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	63	8.85	71.75
软饮料行业														
000019	深深宝 A	未评级	9.43	0.03	0.00	0.00	0.00	314	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	24	2.51	56.29
000848	承德露露	未评级	16.84	0.59	0.60	0.77	1.03	29	28	22	16	61	3.65	99.96
002387	黑牛食品	未评级	16.46	0.66	0.00	0.00	0.00	25	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	40	2.40	25.09
600300	维维股份	未评级	6.04	0.09	0.00	0.00	0.00	67	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	101	16.72	100.00
600962	国投中鲁	未评级	13.34	-0.29	0.00	0.00	0.00	-46	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	27	2.02	96.88
食品综合														
002557	洽洽食品	买入	25.00	1.01	0.96	1.26	1.73	25	26	20	14	65	2.60	24.76
000716	*ST 南方	未评级	9.57	0.91	0.00	0.00	0.00	11	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	17	1.78	95.98
002216	三全食品	未评级	37.85	0.66	0.88	1.18	1.46	57	43	32	26	71	1.87	65.85
002220	天宝股份	未评级	17.58	0.62	0.78	1.09	1.45	28	22	16	12	41	2.32	68.92
002481	双塔食品	未评级	23.89	1.10	0.00	0.00	0.00	22	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	29	1.20	25.00
002507	涪陵榨菜	未评级	16.77	0.47	0.00	0.00	0.00	36	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	26	1.55	25.81
002568	百润股份	未评级	23.46	0.72	0.00	0.00	0.00	33	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	19	0.80	25.00
002582	好想你	未评级	52.39	1.71	1.76	2.59	3.52	31	30	20	15	39	0.74	25.20
600073	上海梅林	未评级	9.92	0.01	0.00	0.00	0.00	992	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	35	3.56	100.00
调味发酵品														
002286	保龄宝	未评级	18.43	0.41	0.66	0.99	1.28	45	28	19	14	19	1.04	50.51
002495	佳隆股份	未评级	12.68	0.70	0.00	0.00	0.00	18	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	24	1.87	25.00
300138	晨光生物	未评级	27.40	0.90	0.00	0.00	0.00	30	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	25	0.90	25.62
300149	量子高科	未评级	12.76	0.68	0.29	0.43	0.58	19	44	29	22	17	1.34	25.37
600186	莲花味精	未评级	4.84	0.02	0.00	0.00	0.00	292	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	51	10.62	88.33
600298	安琪酵母	未评级	34.61	0.98	1.10	1.50	1.93	35	31	23	18	114	3.30	82.33
600305	恒顺醋业	未评级	14.99	0.25	0.32	0.42	0.54	60	46	36	28	19	1.27	100.00

注：表内所有未评级公司盈利预测数据取自 Wind 资讯

资料来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn