

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

下调增值税利好行业，板块估值仍有提升空间

——食品饮料行业周报

2019年3月12日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

内容提要:

- 上周食品饮料指数下跌4.36%，落后上证综指3.55个百分点，在申万28个一级行业中排名倒数第一。板块成交额1279.01亿元，市场活跃度与前一周基本持平。子板块中，其他酒类、肉制品及黄酒涨幅居前，白酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为27.35倍，相对全部A股溢价率为82.94%。
- 市场热点方面：制造业增值税下调3%，食品饮料行业将整体受益于减税红利。通过初步测算，我们发现低利润率板块的利润上升空间更为显著，其中啤酒公司的利润增厚幅度在15-90%之间。但需要指出的是，啤酒享受利润弹性的同时，或通过投放费用、让利等方式与经销商分享利润，而形成卖方市场的茅台凭借对下游的强定价权，有望更大程度地享受利好。
- 投资建议方面，上周白酒指数大幅下跌5.7%，主要是由于近期板块估值快速回升。但我们认为，白酒公司后续的估值下降空间并不大。基本面方面，我们预计名优酒企2019年将迎来开门红，稳增长形势确定性增强。估值方面，本次板块从2018年10月30日开始的估值快速修复主要得益于外资对板块的布局。虽然行业自2018年三季度开始显现出调整期的特征，收入及利润增速开始下滑，但是国内方面横向比较板块的性价比仍然较高，国际方面板块业绩增速对应PE普遍相较其他国际食品饮料公司具有明显的优势。因此，我们认为外资虽然会适时进行高抛低吸，但总体而言增持是大趋势，持股比例上升易，下降难。而随着外资定价权的不断增强，国内投资者的思路或将发生改变，推动板块估值的持续重构。建议适当关注地位稳固、业绩成长性较为确定的茅台、汾酒、顺鑫及泸州老窖。
- 风险提示：食品安全问题；公司经营业绩低于预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内宏观经济数据不及预期；中美贸易摩擦加剧；国内外资本市场较大波动的系统性风险。

食品饮料与上证综指涨跌幅走势图



行业评级

中性

相关报告

- 1、外资持续增持白酒龙头，板块估值或重构 20190304
- 2、部分酒企积极进行战略调整，后续业绩或分化 20190226
- 3、白酒景气度高，乳制品稳增长 20190219
- 4、旺季动销符合预期，行业集中度或加速提升 20190211

目录

1、上周市场回顾与投资建议	3
1.1 食品饮料板块走势	3
1.2 个股表现	4
1.3 行业热点	4
1.4 投资建议	5
2、数据跟踪	6
3、风险提示	7

图表目录

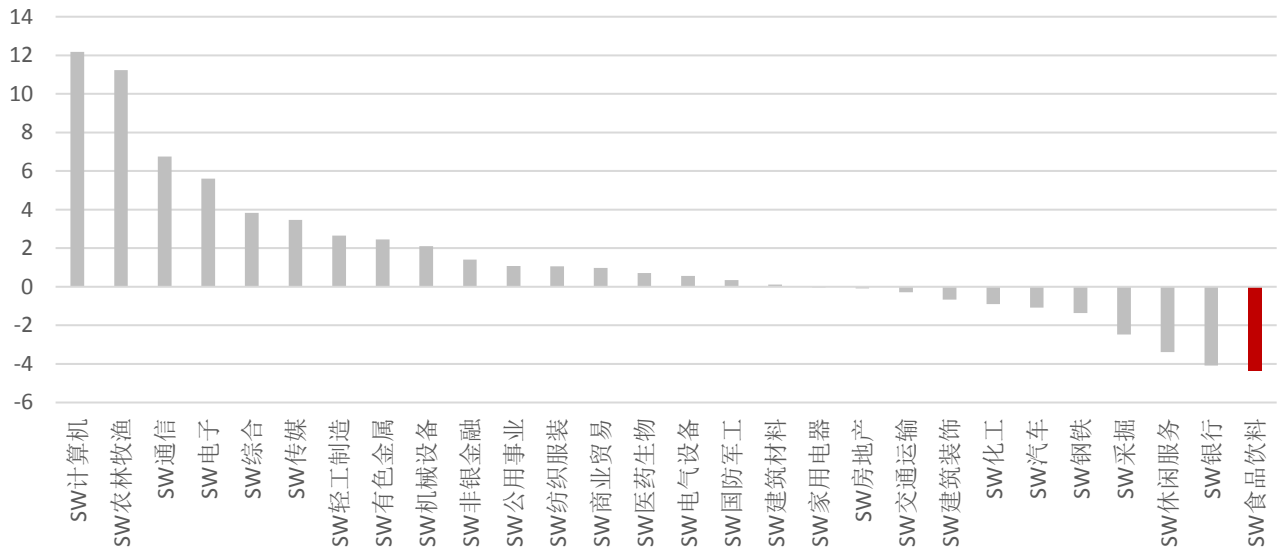
图 1: 上周 (2019.3.4-3.8) 申万一级行业涨跌幅 (%)	3
图 2: 上周 (2019.3.4-3.8) 食品饮料子板块涨跌幅 (%)	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数)	3
图 4: 茅台、五粮液出厂价	6
图 5: 茅台、五粮液、洋河京东零售价	6
图 6: 生鲜乳价格	7
图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化	7
图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价	7
图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价	7
表 1: 上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比	4
表 2: 重点公司估值情况	6

1、上周市场回顾与投资建议

1.1 食品饮料板块走势

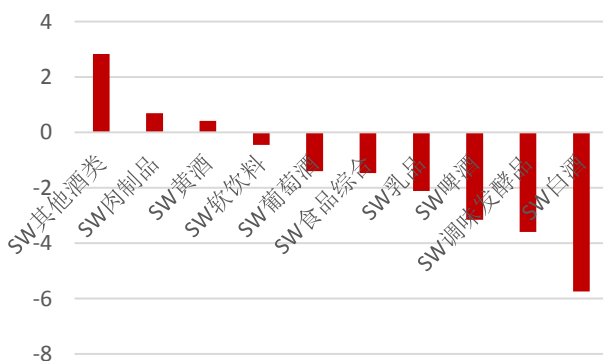
上周食品饮料指数下跌4.36%，落后上证综指3.55个百分点，在申万28个一级行业中排名倒数第一。板块成交额1279.01亿元，市场活跃度与前一周基本持平。子板块中，其他酒类、肉制品及黄酒涨幅居前，白酒排名倒数第一。目前，板块整体市盈率TTM为27.35倍，相对全部A股溢价为82.94%。

图 1：上周（2019.3.4-3.8）申万一级行业涨跌幅（%）



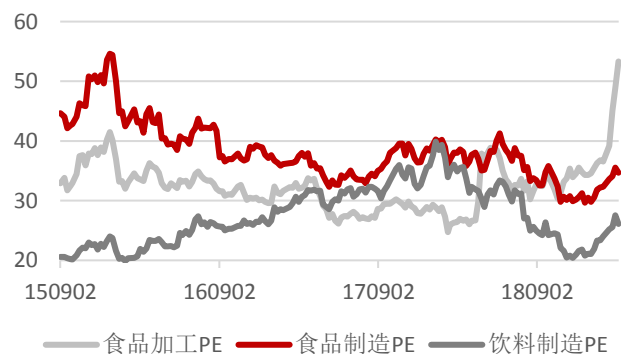
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.3.4-3.8）食品饮料子板块涨跌幅（%）



资料来源：WIND，国开证券研究部

图 3：食品饮料行业估值比较（倍数）



资料来源：WIND，国开证券研究部

1.2 个股表现

上周食品饮料板块93只个股中有35只上涨，涨跌幅前三名为华统股份（16.52%）、得利斯（16.06%）、安记食品（15.10%），恒顺醋业（-9.18%）、千禾味业（-7.51%）、中炬高新（-6.95%）居后。

表 1：上周涨跌幅前 10 名与后 10 名个股对比

证券代码	证券简称	周收盘价 (元)	周涨跌幅 (%)	周成交量 (万手)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	市销率 PS (倍)
002840.SZ	华统股份	20.10	16.52	61.69	35.40	4.14	1.05
002330.SZ	得利斯	6.07	16.06	73.63	369.71	2.29	1.50
603696.SH	安记食品	13.95	15.10	17.02	51.53	3.67	7.73
002732.SZ	燕塘乳业	19.89	14.24	19.70	74.46	3.49	2.41
002570.SZ	*ST 因美	6.45	12.76	94.61	161.17	3.63	2.66
600866.SH	星湖科技	4.26	12.11	82.75	-36.44	2.48	3.52
002726.SZ	龙大肉食	9.42	11.88	73.68	40.88	3.38	0.81
002515.SZ	金字火腿	5.53	8.64	103.23	-546.43	3.90	12.92
002481.SZ	双塔食品	3.73	7.80	149.79	48.30	1.79	1.97
002910.SZ	庄园牧场	13.61	6.33	52.27	40.13	2.15	3.88
002216.SZ	三全食品	7.42	-5.60	28.51	54.25	2.90	1.08
600702.SH	舍得酒业	27.12	-5.77	85.08	26.76	3.64	4.13
000858.SZ	五粮液	71.44	-5.88	217.28	22.72	4.65	7.40
300146.SZ	汤臣倍健	19.87	-6.19	99.55	29.12	5.22	6.71
603589.SH	口子窖	43.57	-6.54	25.44	19.31	4.53	6.38
600519.SH	贵州茅台	737.50	-6.56	28.86	29.11	9.05	13.62
000568.SZ	泸州老窖	49.88	-6.75	92.65	22.06	4.51	5.90
600872.SH	中炬高新	31.33	-6.95	70.30	41.15	6.93	5.99
603027.SH	千禾味业	18.59	-7.51	36.77	25.26	4.75	5.67
600305.SH	恒顺醋业	11.18	-9.18	111.74	24.72	4.53	5.27

资料来源：WIND，国开证券研究部

1.3 行业热点

制造业增值税下调3%利好食品饮料行业

3月5日上午，国务院总理李克强在今年政府工作报告中指出，深化增值税改革，将制造业等行业现行16%的税率降至13%。（资料来源：中证网）

增值税对增值额征税，是一种价外税、流转税，在产品生产和销售环节中逐级转嫁，最终由消费者负担，因此增值税并不直接影响企业利润表中收入和成本指标。增值税下调对盈利影响取决于企业议价能力，议价

能力越强、需求价格弹性越低，则该方的获利就会越大。

食品饮料行业将整体受益于减税红利。通过初步测算，我们发现低利润率的板块的利润上升空间更为显著，其中啤酒公司的利润增厚幅度在15-90%之间。但需要指出的是，啤酒享受利润弹性的同时，或通过投放费用、让利等方式与经销商分享利润，而形成卖方市场的茅台凭借对下游的强定价权，有望更大程度地享受利好。

1.4 投资建议

上周白酒指数大幅下跌5.7%，主要是由于近期板块估值快速回升。上周，五粮液、顺鑫、茅台的北上资金出现净卖出，外资持股比例分别下滑了0.26、0.18、0.07个百分点。但我们认为，白酒公司后续的估值下降空间并不大。

基本面方面，我们预计名优酒企2019年将迎来开门红，稳增长形势确定性增强。预计五粮液一季度收入增长有望突破20%，而后续随着收藏版及新普五的推出，年内产品价格或有较明显的上移。茅台方面，若3月公司持续稳定发货，一季度有望实现15%的增长，年内若直营化顺利落实，将明显增厚公司利润。泸州老窖控货提价，库存水平在一个月左右，动销良好，部分地区反应比五粮液受欢迎。汾酒加速全国化进程，部分地区实现销量翻番。

估值方面，本次板块从2018年10月30日开始的估值快速修复主要得益于外资对板块的布局。虽然行业自2018年三季度开始显现出调整期的特征，收入及利润增速开始下滑，但是国内方面横向比较板块的性价比仍然较高，国际方面板块业绩增速对应PE普遍相较其他国际食品饮料公司具有明显的优势。因此，我们认为外资虽然会适时进行高抛低吸，但总体而言增持是大趋势，持股比例上升易、下降难。而随着外资定价权的不断增强，国内投资者的思路或将发生改变，推动板块估值的持续重构。建议适当关注地位稳固、业绩成长性较为确定的茅台、汾酒、顺鑫及泸州老窖。

表 2: 重点公司估值情况

公司简称	收盘价 (元)	EPS 一致预期 (元/股)			PE (倍)		
		2019/3/8	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E
贵州茅台	737.50	27.52	32.51	38.07	26.80	22.69	19.37
山西汾酒	51.20	1.72	2.27	2.85	29.77	22.56	17.96
顺鑫农业	42.08	1.41	1.99	2.58	29.84	21.15	16.31
泸州老窖	49.88	2.18	2.67	3.12	22.88	18.68	15.99

注: 除泸州老窖外, 其它公司2018-2020年EPS、PE系Wind一致预期。泸州老窖2018-2020年EPS、PE系作者预测值。
资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、数据跟踪

上周, 高端酒一批价超预期, 旺季后仍然坚挺。茅台一批价格在1800-1850元左右, 生肖、精品酒的价格缓慢上涨。五粮液一批价810-820元, 库存约一个半月左右。国窖批价710元左右, 渠道库存大约一个月, 已有部分地区开始发货。茅台、五粮液及洋河出厂价、终端价与前一周期持平。乳制品方面, 2月27日全国主产区生鲜乳价格为3.61元/公斤, 同比上升4.3%, 环比下降0.3%。3月1日国产婴幼儿奶粉平均零售价为186.25元/公斤, 环比上升0.09%; 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价为231.92元/公斤, 环比下降0.06%。

图 4: 茅台、五粮液出厂价

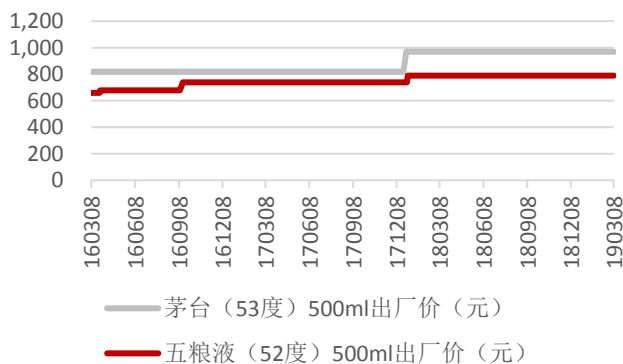
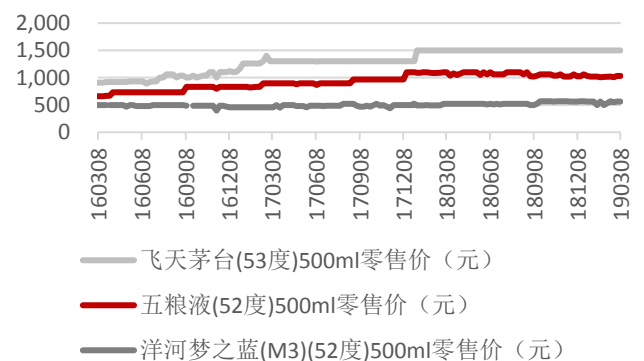


图 5: 茅台、五粮液、洋河京东零售价

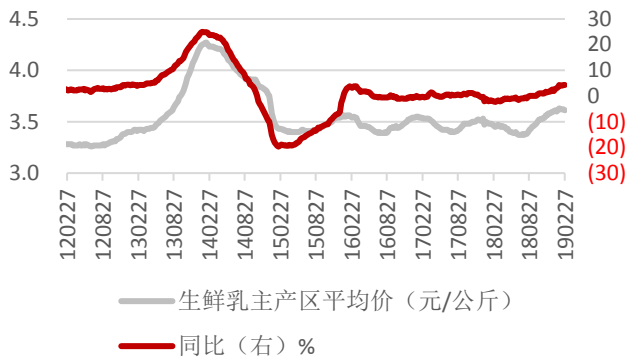


资料来源: WIND, 国开证券研究部

资料来源: WIND, 国开证券研究部

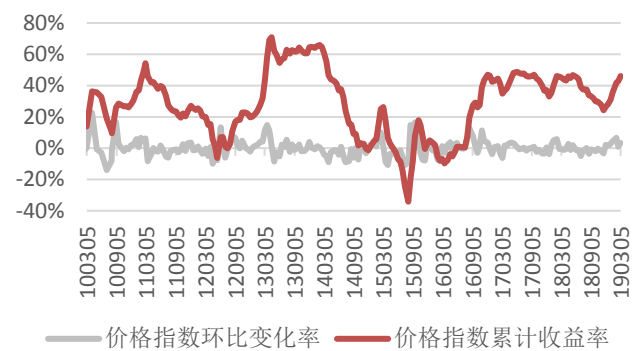
注: 目前茅台在京东商城显示缺货, 实际市场成交价高于京东零售价

图 6: 生鲜乳价格



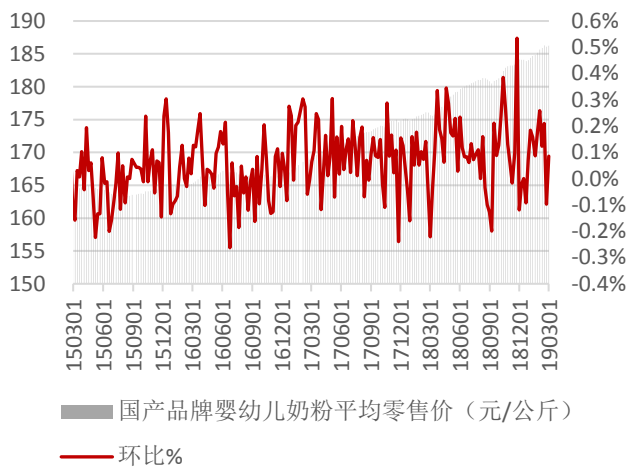
资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 7: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



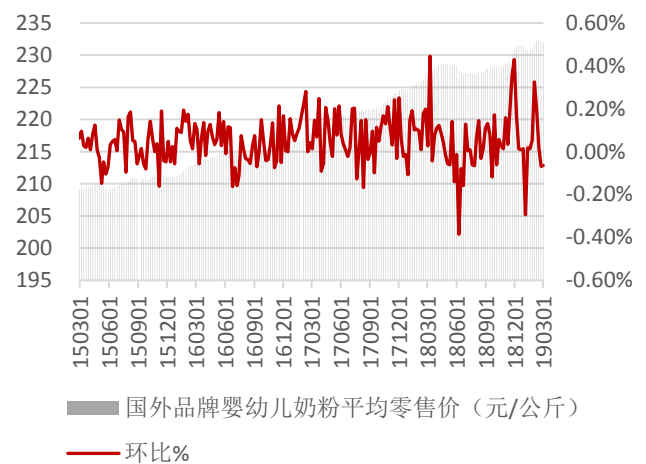
资料来源: GDT, 国开证券研究部

图 8: 国产婴幼儿奶粉平均零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

图 9: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价



资料来源: WIND, 国开证券研究部

3、风险提示

食品安全问题; 公司经营业绩低于预期; 人民币汇率波动风险; 国内利率上调风险; 国内宏观经济数据不及预期; 中美贸易摩擦加剧; 国内外资本市场较大波动的系统性风险。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层