

食品饮料

从“稳增长”再议白酒的投资机会
政策的宽松以及财富效应有望驱动白酒业绩高成长

评级：增持（维持）

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qizq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S0740518070005

Email: gongxl@r.qizq.com.cn

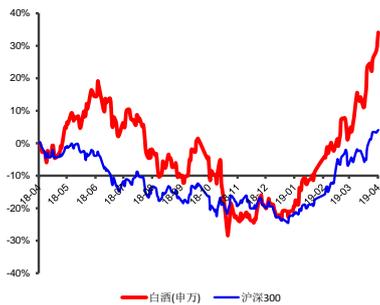
研究助理：熊欣慰

Email: xiongxiw@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	90
行业总市值(百万元)	2454678.05
行业流通市值(百万元)	2238277.27

行业-市场走势对比



相关报告

- 《周观点 14: 茅台 Q1 预增彰显底气, 啤酒利润有望加速释放》
- 《周观点 13: 名酒业绩验证行业景气, 关注年报催化行情》
- 《周观点 12: 春糖白酒反馈良性, 09 年行情再现?》
- 《白酒估值体系的再思考: 白酒周期属性弱化, 估值中枢有望上移》

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
贵州茅台	948	13.3	21.56	28.02	33.05	42.2	27.9	33.8	28.7	1.60	买入
五粮液	107	1.79	2.55	3.47	4.25	19.3	29.8	30.2	26.2	1.72	买入
古井贡酒	110	1.65	2.28	3.26	3.82	27.6	35.2	33.8	28.8	1.68	买入
顺鑫农业	59.6	0.72	0.77	1.35	2.03	30.4	25.0	45.8	26.3	0.35	买入
洋河股份	128	3.87	4.40	5.38	6.16	18.5	26.4	23.8	20.8	1.43	买入

备注：股价为 2019 年 4 月 10 日收盘价。

投资要点

- **核心观点：经济迎来超预期边际改善，白酒有望再次跑出超额收益，高端酒表现或将更优。**在之前的报告中，我们自下而上研究了白酒基本面、资金面以及估值体系的变化，但是当我们自上而下梳理白酒研究框架时，发现在直接影响白酒需求的宏观经济层面，同样存在一些超预期变量：今年以来我国“逆周期稳增长”持续推进，信用宽松、利率低位运行、地方债发行加速，地产和基建投资增速均环比回升，即信用、货币、发债、投资等各维度均预示着我国经济正在迎来边际改善，而这将直接带动白酒需求持续回暖。结合我们对历史的复盘以及今昔的对比，我们认为今年与 2009 年行情既相似又不同，在总量经济回升的作用下，本轮白酒板块有望再获显著超额收益，但在品牌集中、行业结构性增长的浪潮下，具有品牌优势的高端酒表现或将更为优异。
- **寻找超预期：宏观与产业共振，经济浴火带动白酒需求涅槃。**自上而下来看，宏观经济直接对白酒需求产生影响，我们从信用、利率、固投与产业四个角度寻找宏观经济的超预期变量：**1) 信用方面**，2019 年 1-2 月社融存量增速环比回升 0.4pct，整体见底企稳并出现边际改善，全年信用环境有望持续宽松。**2) 利率方面**，今年以来资金利率水平持续走低，shibor 隔夜多日下行至 2% 以下，10 年期国债利率也一度逼近 3%，为实体经济营造货币宽松环境；**3) 固投方面**，2019 年 1-2 月固投增速环比提升 0.2pct，其中地产投资继续维持了去年以来的高韧性，增速环比提升 2.1pct；基建投资亦延续了企稳回升的态势，增速环比提升 0.5pct，随着基建审批加速以及地方政府专项债的落地，全年基建扩张方向性确定，我们认为基建和地产将共同推动今年投资端持续向好。**4) 产业方面**，钢铁等周期品需求今年以来维持高位偏强态势，终端需求超预期市场，验证了投资活动景气度回暖。总结来看，我国经济总量与投资数据正出现边际改善，3 月 PMI 重回荣枯线上进一步验证，受此影响政府、企业之间的投资、商业活动将持续升温，从而有力拉动白酒需求强势回暖。
- **复盘 09 年：总量数据回升为白酒带来显著超额收益，本轮高端酒更值得关注。**2008 年底四万亿计划出台后，需求回暖、量价齐升带动白酒业绩快速增长，白酒板块大幅跑赢大盘，自四万亿出台至 2010 年底白酒涨幅约为大盘的 3 倍，且次高端酒由于体量小、扩张快、成长性高，股价表现更为优异。对比当下，我们认为当前与 09 年既相似又不同：从总量环境来看，当前总量环境与 09 年相类似，总量数据和投资增速

均面临边际改善拐点，因此白酒有望再次获得显著超额收益，年初至今白酒收益率约为大盘的 2 倍，相对收益依然可观；但是从产业环境来看，当前产业环境与 09 年相比发生明显变化，09 年行业处于产能扩张驱动的量价齐升阶段，次高端价格带由于体量小、扩容快而更为受益，而当前行业进入品牌集中的结构性增长阶段，份额将持续向具备品牌优势、渠道优势的名酒集中，我们认为具有强品牌力的高端酒（茅五泸）和具有强渠道力的品牌（古井、顺鑫等）有望取得更加明显的超额收益。

- **股市财富效应推升白酒消费，餐饮边际复苏扩大白酒场景。**从大众需求来看，财富效应是支撑白酒大众需求以及消费升级的重要推动力。2015-17 年的上一轮白酒牛市中，居民的财富效应主要来自于地产投资，而当下我们认为股市上涨将成为白酒新一轮财富效应的重要来源，今年以来我国 A 股市场涨幅领先全球，居民有望从中充分享受了股市上涨带来的投资收益，我们认为这有望进一步推动居民对白酒尤其是高端白酒的消费意愿，这一点从今年春节以来名酒动销强劲、批价持续提升可见一斑。同时，餐饮渠道是白酒的重要消费场景，餐饮行业收入与白酒行业收入存在明显正相关性，2019 年 1-2 月我国餐饮收入增速与限上餐饮收入增速出现环比回升，我们认为这将直接推动白酒整体销量增长，而限上餐饮更强的复苏趋势有利于白酒的消费升级。
- **风险提示：**中高端酒动销不及预期、三公消费限制力度持续加大、食品安全事件风险。

内容目录

寻找超预期：宏观与产业共振，经济浴火带动白酒需求涅槃	- 5 -
前言：自上而下寻找超预期变量	- 5 -
信用：社融见底信用改善，地方债发行明显加速	- 5 -
利率：市场利率不断下行，资金面持续宽松	- 6 -
固投：旧力未改，新力又增，基建和地产将共同推动投资端持续向好	- 7 -
产业：周品期品需求强劲，验证投资活动回暖	- 9 -
复盘 09 年：总量数据回升为白酒带来显著超额收益，本轮高端酒更值得关注 - 10 -	
历史表现：板块一荣俱荣，次高端酒体量小成长高、表现更为优异	- 10 -
本轮异同：总量经济均面临拐点，本轮行业处于结构性增长阶段	- 11 -
行情展望：板块有望再获超额收益，高端酒尽享品牌集中、表现或更优.. - 13 -	
股市财富效应推升白酒消费，餐饮边际复苏扩大白酒场景	- 14 -
财富效应：股市上涨带来的财富效应有望成为本轮周期的增量推动力	- 14 -
餐饮复苏：餐饮业边际改善，白酒消费场景扩大	- 16 -
投资建议	- 16 -
风险提示	- 17 -

图表目录

图表 1：影响白酒需求的宏观经济层面正在发生超预期变化	- 5 -
图表 2：2019 年以来我国信用环境有所宽松	- 6 -
图表 3：2019 年以来地方债发行明显加速	- 6 -
图表 4：10 年期国债利率去年以来持续下行	- 7 -
图表 5：SHIBOR 隔夜利率显著下行	- 7 -
图表 6：2019 年以来固投增速小幅回升	- 7 -
图表 7：民营企业投资更为活跃	- 7 -
图表 8：2019 年以来基建投资进一步回暖	- 8 -
图表 9：铁路投资加速拉动基建投资回升	- 8 -
图表 10：2019 年以来我国房地产投资加速	- 8 -
图表 11：2019 年以来房屋施工加快	- 8 -
图表 12：2019 年各地方政府纷纷发力基建	- 9 -
图表 13：国内粗钢需求回升	- 10 -
图表 14：国内钢材社会库存连续去化	- 10 -
图表 15：四万亿计划对白酒需求形成支撑	- 10 -
图表 16：四万亿计划出台后白酒超额收益显著	- 10 -
图表 17：09-12 年次高端酒股价大幅跑赢高端酒	- 11 -
图表 18：09-12 年次高端酒取得明显超额收益	- 11 -

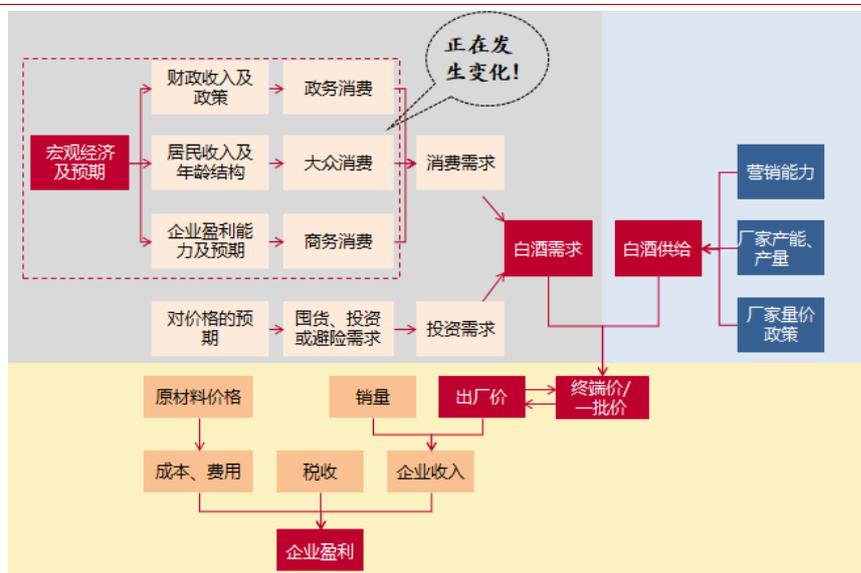
图表 19: 09-12 年次高端酒业绩增速快于高端酒	- 11 -
图表 20: 当前和 09 年我国经济均面临边际改善	- 12 -
图表 21: 当前和 09 年我国投资增速均出现回升	- 12 -
图表 22: 09 年白酒产能快速扩张, 如今进入低速增长阶段	- 12 -
图表 23: 年初至今白酒超额收益明显	- 13 -
图表 24: 白酒收益率约为大盘收益率的 2 倍	- 13 -
图表 25: 高端酒和中、低端酒超额收益更为显著	- 14 -
图表 26: 财富效应影响居民对白酒的消费	- 14 -
图表 27: 茅台价格与房价呈现较强相关性	- 15 -
图表 28: 15-17 年一线到三四线城市房价接力上涨	- 15 -
图表 29: 今年以来我国 A 股出现大幅上涨	- 15 -
图表 30: 财富效应对白酒消费的提振作用更明显	- 15 -
图表 31: 餐饮收入和白酒收入有明显相关性	- 16 -
图表 32: 今年以来餐饮收入环比加速	- 16 -
图表 33: 重点公司盈利预测表	- 17 -

寻找超预期：宏观与产业共振，经济浴火带动白酒需求涅槃

前言：自上而下寻找超预期变量

- 在之前的报告中，我们自下而上研究了白酒基本面、资金面以及估值体系的变化，但是当我们自上而下梳理白酒研究框架时，发现在直接影响白酒需求的宏观经济层面，同样存在一些超预期变量：今年以来我国“逆周期稳增长”持续推进，信用宽松、利率下行，地方债发行加速，地产和基建投资增速均出现环比回升，即信用、货币、发债、投资等各维度均预示着我国经济正在迎来边际改善，而这将直接带动白酒需求持续回暖。

图表 1：影响白酒需求的宏观经济层面正在发生超预期变化

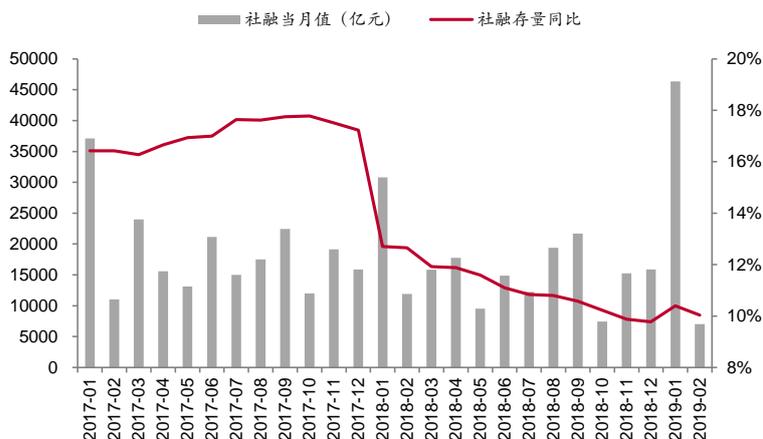


来源：中泰证券研究所

信用：社融见底信用改善，地方债发行明显加速

- 社融整体企稳回升，信用宽松有望持续。从 2019 年前两个月整体社融数据来看，前两个月社融存量增速为 10.2%，高于去年 12 月 0.4pct，即相比去年底有所加速。虽然前两月的数据存在季节性因素和地方政府专项债的影响，一方面，若我们剔除季节性因素，即同 2018 年前两月对比的话，2019 年前两月的累计社融增量同比仍超出 1.05 万亿；另一方面，若我们剔除地方政府专项债的影响，2019 年前两月的社融存量增速为 9.43%，仍高于去年 12 月 0.4pct。因此，社融边际有所改善，整体见底企稳，信用环境有望持续改善。

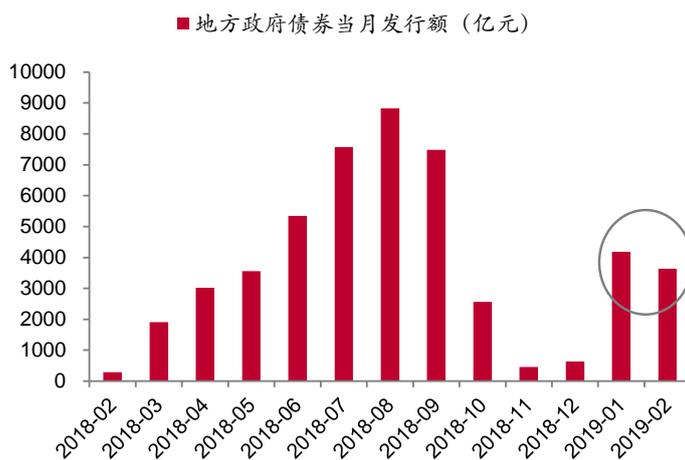
图表 2: 2019 年以来我国信用环境有所宽松



来源: wind、中泰证券研究所

- 地方债发行加速，对基建投资形成支撑。**从发债数据来看，2019 年前两个月我国共发行地方政府债券 7821 亿元，而去年同期仅发行 285 亿元，今年地方政府发债明显提速。财政部部长表示，争取 9 月底前将全年新增地方政府债务限额 3.08 万亿元发行完毕，我们认为这对于地方稳投资、扩内需将产生积极作用。从地方政府专项债来看，2019 年前两个月社融中地方政府专项债规模为 2859 亿元，而去年同期仅为 108 亿元，今年全年地方政府专项债预计发行 2.15 万亿元，同比增长约 20%，我们认为随着信用环境的宽松，固投相关的融资环境也明显改善，基建投资有望随之转暖。

图表 3: 2019 年以来地方债发行明显加速



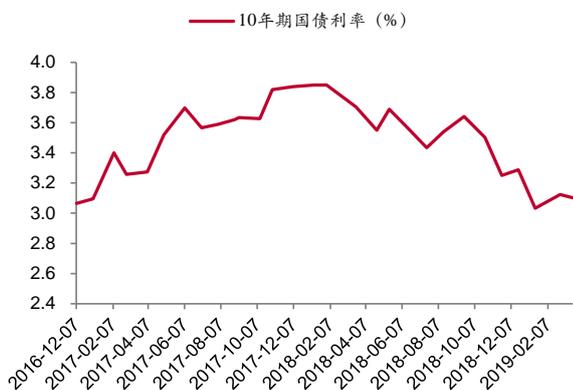
来源: wind、中泰证券研究所

利率: 市场利率不断下行，资金面持续宽松

- 从历史经验来看，每当经济面临较大下行压力的时候，宽松的货币政策往往会引导资金利率不断下行，近期的利率走势再次验证了这一规律。今年以来，由于市场对经济预期较差，利率水平持续走低，其中 shibor**

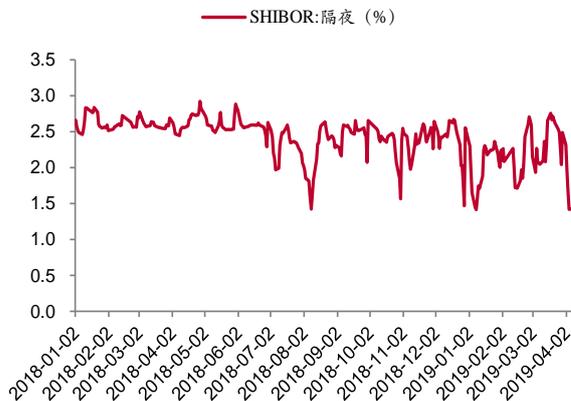
隔夜资金利率连续多日下行至 2% 以下，接近 1 月初创下的近三年的最低位置，10 年期国债利率也一路下行，一度逼近 3% 的历史较低水平。因此，利率下行代表市场资金面持续充裕，货币市场供给适度增加，为实体经济融资、宏观经济企稳提供友好的利率环境。

图表 4: 10 年期国债利率去年以来持续下行



来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: SHIBOR 隔夜利率显著下行

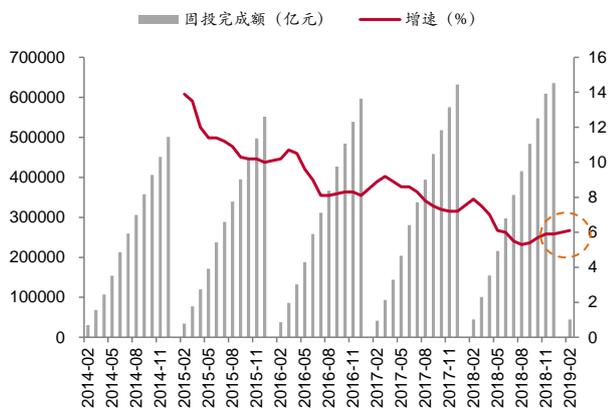


来源: wind、中泰证券研究所

固投: 旧力未改, 新力又增, 基建和地产将共同推动投资端持续向好

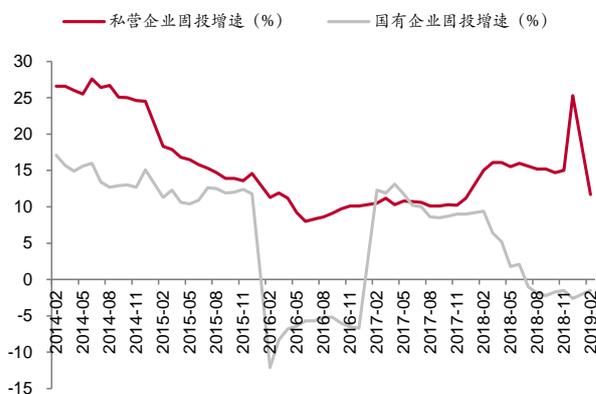
- **固投: 固投增速小幅回升, 民营经济更为活跃。**固定资产投资驱动下的商务社交活动是白酒需求的重要来源, 2019 年前两个月, 我国固定资产投资完成额为 4.48 万亿元, 同比增长 6.1%, 增速相比去年全年提升 0.2pct, 固投增速出现小幅回升。从组成结构来看, 1-2 月民间投资同比增长 7.5%, 增速虽比去年全年回落 1.2 个百分点, 但仍高于全部投资 1.4 个百分点, 高于国有控股投资 2 个百分点, 这表明民间投资更为活跃, 民间经济活力有所增强, 以中小企业为主体的商务消费将有力带动白酒需求回暖。

图表 6: 2019 年以来固投增速小幅回升



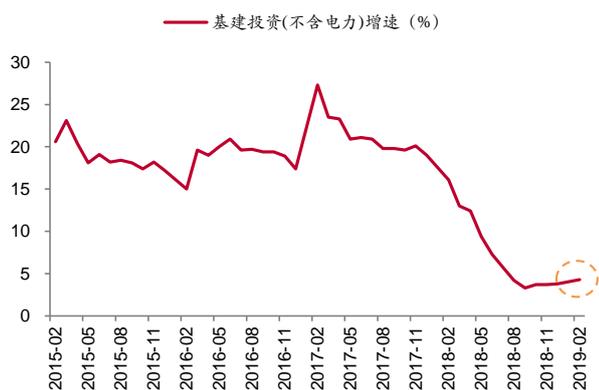
来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 民营企业投资更为活跃



来源: wind、中泰证券研究所

- 基建：基建投资进一步回升，全年有望持续回暖。**从基建投资来看，2019年前2个月我国基建投资（不含电力）同比增长4.3%，相比去年全年提升0.5pct，延续了自去年四季度以来企稳回升的运行态势。从基建投资的组成结构来看，铁路投资对今年基建投资增速回升的贡献作用明显，2019年前2个月铁路投资完成额增速达到17%，相较去年底大幅提升，拉动我国基建投资进一步回暖。我们认为，随着地方政府专项债的逐渐落地，融资端将有所宽松，在2019年我国经济稳增长的大背景下，全年基建投资增速有望持续回暖。

图表 8：2019 年以来基建投资进一步回暖


来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：铁路投资加速拉动基建投资回升


来源：wind、中泰证券研究所

- 房地产：房地产投资继续走强，施工加速贡献韧性。**从房地产投资来看，2019年前2个月我国房地产开发投资1.21万亿元，同比增长11.6%，增速相比去年全年提升2.1pct，创下了2015年以来的最好水平。虽然后续走势仍有待观察，但前两个月房地产投资已表现出一定韧性。我们认为这种韧性主要来自于资金面改善带来的施工进度加快，前两个月房屋施工面积同比增长6.8%，增速相比去年全年提升1.6pct，18年下半年大量新开工项目进入密集施工期。

图表 10：2019 年以来我国房地产投资加速


来源：wind、中泰证券研究所

图表 11：2019 年以来房屋施工加快


来源：wind、中泰证券研究所

- 审批：项目审批总额加大、速度加快，补短板、稳增长推动基建投资企稳回升。**2018年年底，国家发改委密集批复了一批基础设施建设项目，总投资超过5000亿元，主要集中在交通、民生等领域，同时发改委表示今年将在全国推动实现工程建设项目审批时间压减一半，加快审批速度。在2018年发改委通过审核、核准的项目中，新经济成为投资热点，中高端制造业、现代服务业等将逐渐成为未来投资增长的重要拉动力。展望2019年，我们认为作为稳增长的重要抓手，基础设施投资依然是2019年的重要内容，加大投资补短板力度仍然是2019年的一个工作重点。

图表 12：2019 年各地方政府纷纷发力基建

地区	2019年地方政府投资计划
福建	抓好149个重大协作项目，固定资产投资增长10%左右。
陕西	抓好100个总投资500亿的重大技改项目建设，推动传统产业提升质效。
河北	推进省级400个、市级3000个重点项目建设，完成投资7000亿左右。确保固定资产投资增长6%以上。
湖北	10亿元以上重大项目新开工270个以上，续建620个以上。
辽宁	推进100个重大项目加快建设、100个重点招商项目签约落地，确保固定资产投资增长8%。
云南	实施千亿元技改工程，推进50个重点技术创新项目，完成工业技术改造投资1500亿元。确保固定资产投资增长12%左右。
贵州	围绕打造十大千亿级工业产业，制定实施进一步扩大产业投资的政策措施，完成工业投资4200亿元。固定资产投资增长10%，实施亿元以上重点技改项目1000项。
安徽	固定资产投资增长10%。实施亿元以上重点技改项目1000项，引江济淮主体工程完成投资160亿元。
吉林	全年组织谋划亿元以上重大项目2000个以上。突出抓好四大类400个重点项目，突出产业制造类项目，谋划和对接30个重大工业项目。大力推进总投资711.4亿元的长春轨道交通三期工程实施。
江西	全面开展“大干项目年”活动，重点实施2256个省大中型项目，总投资2.18万亿元，年度完成投资6455亿元。固定资产投资增长9%。
天津	固定资产投资增长8%以上。
山西	力争完成固定资产投资6441亿元。实施百项工业转型升级项目，总投资2110亿元，其中新兴产业项目82个，投资1706亿元，传统产业项目20个，投资404亿元。全社会固定资产投资增长6.5%。
广东	全省生产总值增长6-6.5%，固定资产投资增长9%。

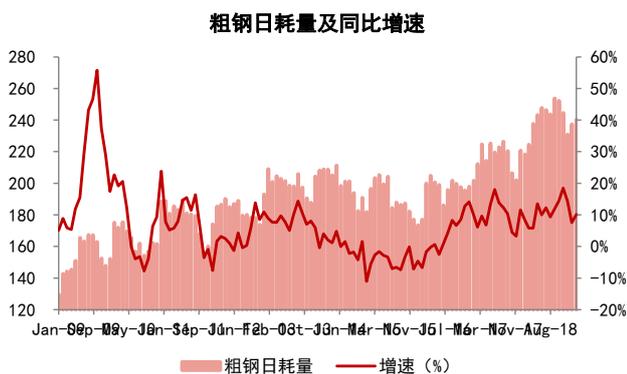
来源：中泰证券研究所

- 总结：2019年基建和地产将共同推动投资端持续向好。**2018年地产好而基建差，销售投资新开工数据均超市场预期，地产对冲基建而成为支撑固投的定海神针。进入2019年，地产继续维持高韧性，地产投资增速上双、施工面积上行，结构上由前端开工向后端转移。而基建方面，2018年中央经济工作会议主旨重回经济建设，其核心即在于逆周期调节、稳定内需，因此今年基建扩张方向性确定，基建和地产将共同推动投资端持续向好。

产业：周品期品需求强劲，验证投资活动回暖

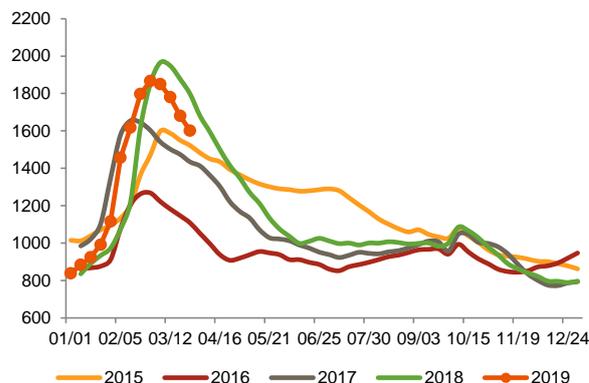
- 钢材、建材等周期品和地产、基建等关系密切，因此投资活动的景气度可通过周期品的需求进行验证。**从钢材需求来看，1-2月粗钢日耗量达到238.8万吨，同比增幅8.8%，钢铁终端需求远超市场预期。库存方面，截至3月底钢材社会库存总计1601万吨，月环比下降266万吨，降幅14.25%，同比下降10.92%。从近期库存去化速度来看，本月连续三周库存去化速度连续加速，累计去化幅度超过去年同期，第四周库存去化速度有所放缓，但这并非意味着终端需求走弱，而是旺季需求平稳释放背景下，供给端压力居高不下，月末五大品种产量同比去年高出50.38万吨。因此，钢铁需求维持高位偏强态势，反映出投资端整体向好，投资驱动商业活动逐渐回暖。

图表 13: 国内粗钢需求回升



来源: Mysteel、中泰证券研究所

图表 14: 国内钢材社会库存连续去化



来源: wind、中泰证券研究所

复盘 09 年: 总量数据回升为白酒带来显著超额收益, 本轮高端酒更值得关注

历史表现: 板块一荣俱荣, 次高端酒体量小成长高、表现更为优异

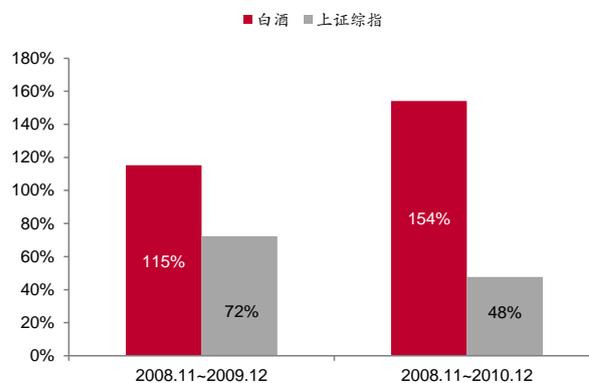
- **白酒表现如何? 总量经济回暖拉动白酒需求, 白酒板块大幅跑赢大盘, 超额收益明显。**2008 年底, 为了刺激经济增长, 国家出台 4 万亿计划, 随后各地政府跟随推出投资计划, 推升白酒需求迅速回暖。一方面, 固投、地产投资催生大量商业活动, 驱动白酒政务、商务需求升温; 另一方面, 经济回暖提高居民收入水平, 高中低价位带均迎来快速扩容, 受此提振, 白酒上市公司业绩进入快速增长期。从股价表现来看, 自 2008 年 11 月四万亿推出至 2009 年底, 白酒板块涨幅约为 115%, 上证综指约为 72%, 超额收益有限, 但如果将时间拉长, 自 2008 年 11 月四万亿推出至 2010 年底, 白酒板块涨幅约为 154%, 上证综指涨幅约为 48%, 白酒涨幅约为大盘涨幅的 3 倍, 因此拉长来看白酒超额收益更为显著。

图表 15: 四万亿计划对白酒需求形成支撑

四万亿计划推出时间表	2008年11月5日	确定了扩大内需的十项措施。
	2008年11月9日	正式公布将实施大规模的经济刺激措施, 在2010年底以前投入总额4万亿人民币, 用于基础设施建设和增加银行信贷等。
	2009年10月27日	4万亿元投资计划项目建设进展顺利, 中央投资的引导和带动作用取得明显成效。
四万亿计划投资内容	一是加快建设保障性安居工程。二是加快农村基础设施建设。三是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设。四是加快医疗卫生、文化教育事业发展。五是加强生态环境建设。六是加快自主创新和结构调整。七是加快地震灾区灾后重建各项工作。八是提高城乡居民收入。九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革, 鼓励企业技术改造, 减轻企业负担1200亿元。十是加大金融对经济增长的支持力度。	

来源: 中泰证券研究所

图表 16: 四万亿计划出台后白酒超额收益显著

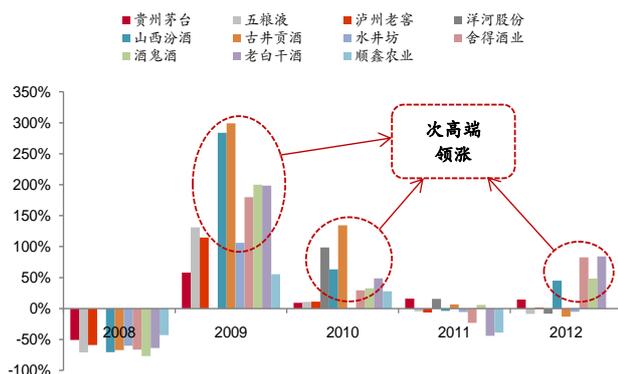


来源: wind、中泰证券研究所

注: 2008.1.1-2008.11.18 为之前; 2008.11.18-2010.12.31 为之后

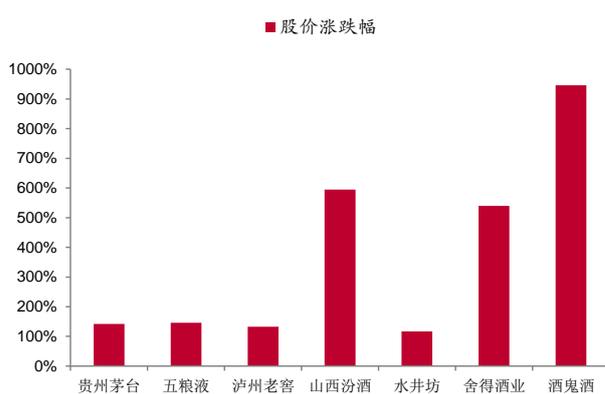
■ **谁的表现更优？渠道快速扩张驱动业绩高增，次高端超额收益更为明显。**从核心标的股价表现来看，在 2009-2012 年的白酒牛市中，次高端酒股价涨幅远超高端酒，汾酒、舍得、酒鬼区间涨跌幅分别为 595%、539%、946%，高端酒涨幅均在 150%左右，次高端酒超额收益更为明显。进一步地，次高端酒的相对收益主要来自于其业绩增速更快，由于彼时次高端酒体量小且受产业资本追捧度高，如沱牌、酒鬼等酒企通过全国化招商充分吸引社会资本进入，因此相对高端酒体现出更高的成长性，低基数+快速放量为次高端酒企赢得更高的超额收益。

图表 17: 09-12 年次高端酒股价大幅跑赢高端酒



来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 09-12 年次高端酒取得明显超额收益



来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 09-12 年次高端酒业增速快于高端酒

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
高端酒	26%	19%	36%	79%	15%	31%	31%	32%	40%	64%	35%	77%	50%	40%	92%	46%
贵州茅台	39%	15%	10%	-20%	4%	17%	8%	67%	49%	65%	55%	150%	58%	33%	106%	32%
贵州茅台(现金流)	-113%	35%	-3%	-1%	731%	39%	44%	4%	314%	104%	68%	-50%	-61%	63%	-16%	289%
五粮液	25%	20%	137%	327%	21%	115%	63%	6%	37%	74%	28%	34%	47%	56%	89%	59%
泸州老窖	4%	40%	18%	131%	28%	13%	33%	49%	32%	41%	10%	44%	44%	39%	60%	60%
次高端酒	82%	27%	29%	49%	80%	44%	29%	46%	65%	84%	81%	91%	68%	70%	95%	6%
山西汾酒	456%	120%	-1%	-126%	67%	-1%	49%	-263%	94%	107%	-76%	272%	-3%	93%	833%	15%
水井坊	1%	-83%	-51%	107%	11%	74%	-103%	-30%	14%	227%	3564%	-9%	47%	35%	62%	-81%
舍得酒业	-14%	-7%	62%	1738%	119%	-23%	1%	98%	17%	161%	74%	506%	206%	221%	98%	14%
酒鬼酒	-257%	416%	211%	-61%	143%	142%	-59%	-3%	806%	-15%	165%	417%	467%	257%	685%	-65%
洋河股份			62%	98%	99%	54%	48%	91%	62%	86%	135%	65%	89%	50%	50%	20%

来源: wind、中泰证券研究所

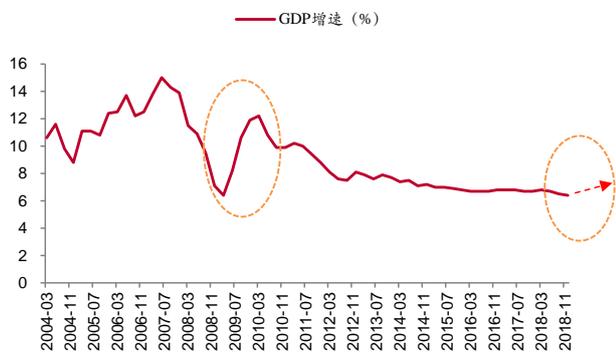
本轮异同：总量经济均面临拐点，本轮行业处于结构性增长阶段

■ **从总量环境来看，当前和 09 年总量经济均面临边际改善的拐点。**当前和 09 年宏观经济环境有所类似，均面临边际改善的拐点：

- 1) 08 年我国遭遇全球经济危机，四季度 GDP 增速环比大幅下降 2.4pct 至 7.1%，而在推出四万亿计划后经济迅速回暖，09 年 GDP 增速连续四个季度回升，固投增速也从 26.5%回升至 33.6%；
- 2) 近年来我国经济低位运行，去年四季度 GDP 增速进一步回落至 6.4%，但是进入 2019 年，虽然并没有再次推出大规模刺激政策，但是正如上文所分析的，我国“逆周期稳增长”不断推进，随着流

动性释放、信用宽松, 基建和地产将共同推动今年投资端持续向好, 3月 PMI 重回荣枯线进一步验证。基于以上判断, 我们认为我国经济总量与投资增速正在出现边际改善, 总量数据有望企稳回升。

图表 20: 当前和 09 年我国经济均面临边际改善



来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 当前和 09 年我国投资增速均出现回升

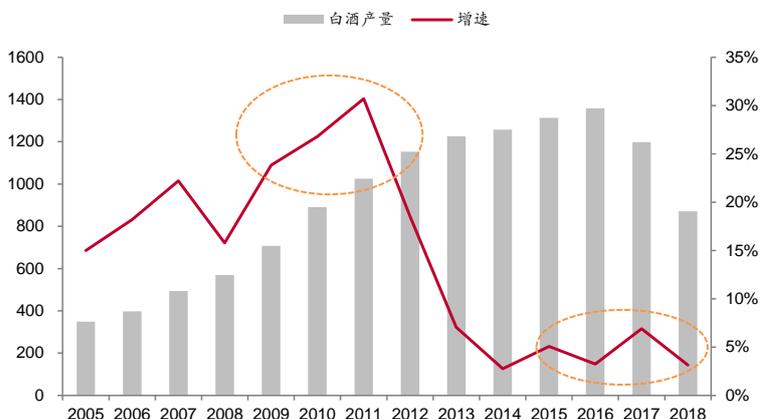


来源: wind、中泰证券研究所

■ 从产业环境来看, 09 年行业处于产能扩张、量价齐升阶段, 当前行业处于品牌集中、量缩价升阶段。当前和 09 年产业背景存在差异, 具体而言如下:

- 1) 2009 年我国白酒行业仍然处于黄金十年的快速成长期, 由于白酒行业技术和资本门槛相对较低, 在高价格、高毛利的利益驱动下各类酒企产能不断扩张, 地方政府为发展经济对酒企强压经济指标, 业外投机资本也纷至沓来。根据《中国酿酒产业“十二五”发展规划》的目标, 到 2015 年全国白酒总产量要达到 960 万千升, 而 2011 年的产量 1026 万千升已超计划, 可见业外资本的进入推动我国白酒行业飞速发展。
- 2) 近年来我国白酒产量进入到低速增长阶段, 行业挤压式增长导致中小产能加速挤出, 产能扩张不再是酒企增长的主要动力, 行业量价齐升的时代已经过去, 量缩价升成为本轮周期白酒行业的显著特点, 需求向具备品牌优势的白酒龙头持续集中。

图表 22: 09 年白酒产能快速扩张, 如今进入低速增长阶段

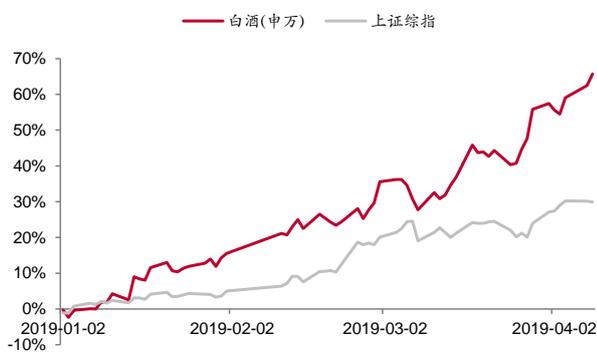


来源: wind、中泰证券研究所

行情展望：板块有望再获超额收益，高端酒尽享品牌集中、表现或更优

- 从板块表现来看，由于总量经济与 09 年相类似，白酒板块有望再度取得超额收益，年初至今收益率约为大盘的 2 倍。正如上文所分析的，我们认为今年与 09 年有所相似，在地产和基建的双轮驱动下，我国经济总量与投资增速正在出现边际改善，从而驱动白酒需求回暖，白酒板块有望再次获取明显的超额收益。从超额收益的幅度来看，09 年白酒区间收益率约为大盘的 3 倍，考虑到此次经济刺激力度不及 09 年，因此白酒超额收益的幅度可能相对有所减小，从目前来看，年初至今以来（截至 4 月 9 日）上证指数上涨 29.9%，而食品饮料指数上涨 51.5%，位列全市场所有行业的第三位，白酒指数上涨 65.7%，区间涨幅约为大盘的 2 倍，超额收益依然十分可观。

图表 23：年初至今白酒超额收益明显



来源：wind、中泰证券研究所

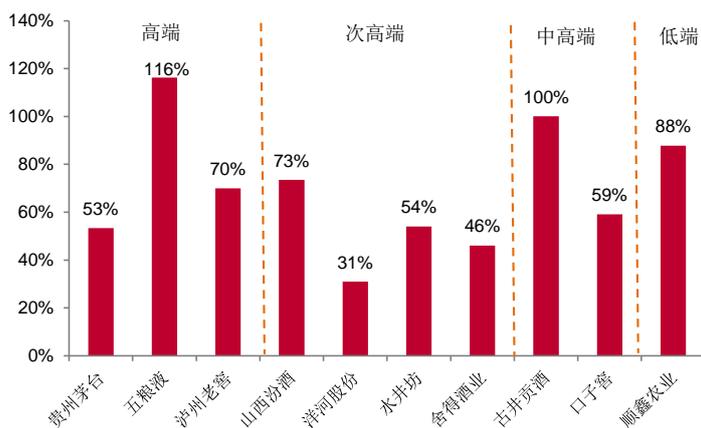
图表 24：白酒收益率约为大盘收益率的 2 倍



来源：wind、中泰证券研究所

- 从板块内部来看，由于产业环境与 09 年相比发生变化，“两头”超额收益有望更为明显。从目前来看，本轮周期并未重演 09 年次高端大幅跑赢的现象，而是“两头”（高端、中高端+低端）表现较好，次高端表现相对落后。我们认为，这主要与产业环境与 09 年相比发生变化有关，09 年白酒行业处于由产能扩张驱动的快速成长期，次高端体量小、价格带整体扩容更快，因此成长性较高，而当前白酒行业已进入量缩价升的结构性增长时代，份额将持续向具备品牌优势的名酒集中，从这个角度来说我们更看好品牌势能强大的高端酒。此外，以古井、今世缘为代表的区域龙头以及低端酒王者顺鑫农业仍处于渠道扩张带来的快速成长期，因此，具有强品牌力的高端酒（茅五泸）和具有强渠道力的中、低端酒（古井、顺鑫）有望取得更加明显的超额收益。

图表 25: 高端酒和中、低端酒超额收益更为显著



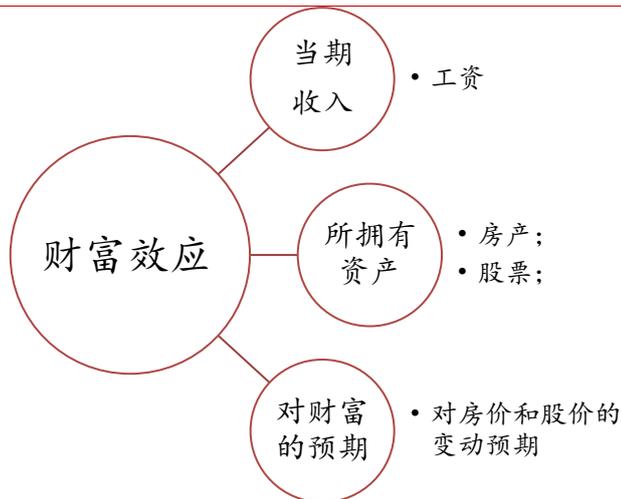
来源: wind、中泰证券研究所

股市财富效应推升白酒消费，餐饮边际复苏扩大白酒场景

财富效应：股市上涨带来的财富效应有望成为本轮周期的增量推动力

- **财富效应是支撑白酒需求和消费升级的重要推动力。**白酒作为可选消费品，居民收入和资产决定了居民对于白酒的消费能力与意愿，在消费升级的大趋势下，居民对白酒的消费同样在不断升级，财富效应则是支撑白酒消费升级的重要动力。财富效应一方面包括居民当期收入(如工资)和所拥有的资产(如房产和股票)，另一方面还包括居民对于所拥有财富的预期(如对房产和股票价格变动的预期)。

图表 26: 财富效应影响居民对白酒的消费

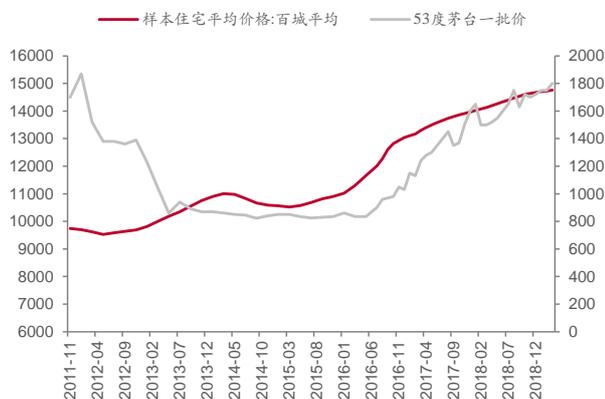


来源: 中泰证券研究所

- **上一轮牛市中，居民的财富效应来自于房价上涨带来的地产投资收益。**在 2015-2017 年的白酒牛市中，居民的财富效应主要来自于地产投资收益。2015 年一线城市房价率先开启上涨模式，次年二线城市房价跟涨，随后进一步向三四线城市传递。房价上涨带来的财富效应导致居民对白酒尤其是高端白酒的消费能力增强，同时，房价的增值也会提高居民的

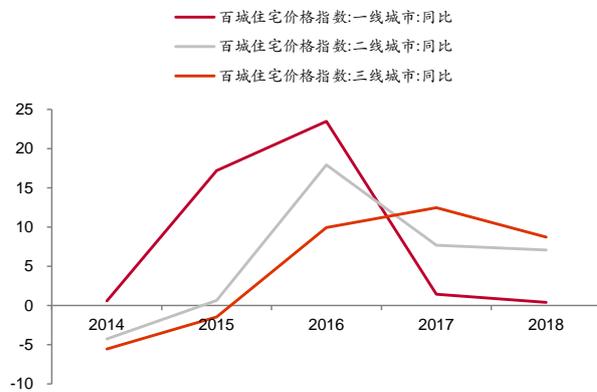
消费信心，促使居民增加对白酒消费。可以看到房价与茅台价格走势呈现出较强的相关性，因此上一轮推动白酒消费的财富效应主要来自于地产投资收益。

图表 27: 茅台价格与房价呈现较强相关性



来源: wind、中泰证券研究所

图表 28: 15-17 年一线到三四线城市房价接力上涨



来源: wind、中泰证券研究所

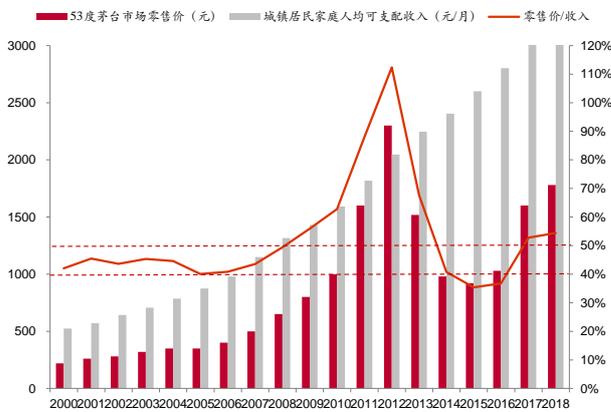
- **本轮周期财富效应有望来自于股市投资，且对于消费的提振作用比上一轮更强。**着眼当下，我们认为股市上涨将成为白酒新一轮财富效应的重要来源，今年以来我国 A 股市场涨幅领先全球，指数从 2500 点回升至 3200 点，同时伴随着日均成交量急剧放大至万亿以上，居民有望从中充分享受了股市上涨带来的投资收益，因此股市财富效应有望推升居民对于白酒等可选消费品的消费。此外，相比上轮周期，本轮个人消费成为白酒总消费的重要组成部分，大众需求已占到总需求的 50%，因此财富效应对白酒总需求的提振作用将比上轮更大。可以看到近年来茅台价格跟随人均可支配收入的提升而提升，居民收入增加的财富效应对白酒需求的提振更加明显。

图表 29: 今年以来我国 A 股出现大幅上涨



来源: wind、中泰证券研究所

图表 30: 财富效应对白酒消费的提振作用更明显

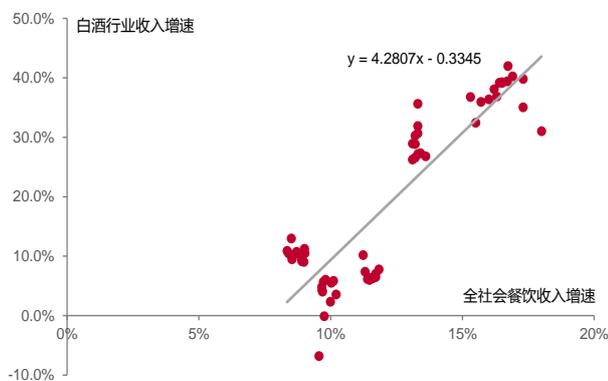


来源: wind、中泰证券研究所

餐饮复苏：餐饮业边际改善，白酒消费场景扩大

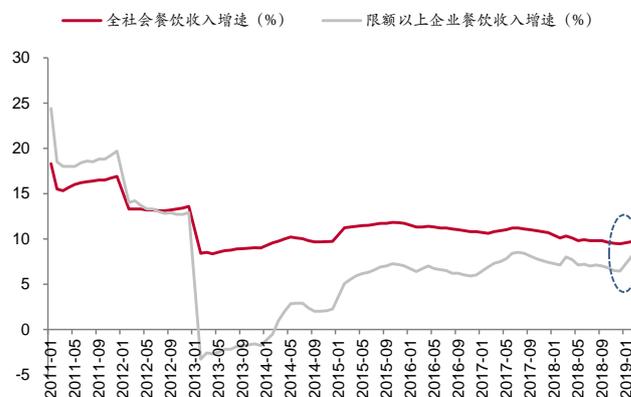
- 餐饮渠道是白酒的重要消费场景，既包括是高端婚宴、家宴等个人消费，也包括各种商务宴请等商务消费。白酒行业收入增速与餐饮行业收入增速存在明显正相关性，相关系数高达 0.89，表明餐饮渠道冷暖可以在侧面反映白酒景气度。在 2013 年经历限制三公消费后的寒冬之后，餐饮业近年来逐渐复苏，2019 年 1-2 月我国餐饮业收入同比增长 9.7%，环比 2018 年 12 月的 9% 加速（2018 年全年增速为 9.5%）。尤其是限上餐饮收入在 2019 年 1-2 月增长 8.1%，环比 2018 年 12 月的 5.5% 加速明显（2018 年全年增速为 6.4%）。我们认为餐饮业增速的回升表明消费白酒的场景正在增加，将直接推动白酒整体销量增长，而限上餐饮更强的复苏趋势有利于白酒的消费升级。

图表 31：餐饮收入和白酒收入有明显相关性



来源：wind、中泰证券研究所

图表 32：今年以来餐饮收入环比加速



来源：wind、中泰证券研究所

投资建议

- 在之前的报告中，我们自下而上研究了白酒基本面、资金面以及估值体系的变化，但是当我们自上而下梳理白酒研究框架时，发现在直接影响白酒需求的宏观经济层面，同样存在一些超预期变量：今年以来我国“逆周期稳增长”持续推进，信用宽松、利率下行，地方债发行加速，地产和基建投资增速均环比回升，即信用、货币、发债、投资等各维度均预示着我国经济正在迎来边际改善，而这将直接带动白酒需求持续回暖。结合我们对历史的复盘以及今昔的对比，我们认为今年与 2009 年行情既相似又不同，在总量经济回升的作用下，本轮白酒板块有望再获显著超额收益，但在品牌集中、行业结构性增长的浪潮下，具有品牌优势的高端酒表现或将更为优异。持续推荐贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、口子窖、山西汾酒、顺鑫农业等核心标的。

图表 33: 重点公司盈利预测表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
贵州茅台	947.99	11,908.6	21.56	28.02	33.05	38.77	36.2	33.8	28.7	24.5
五粮液	107.00	4,153.3	2.55	3.54	4.08	4.79	35.1	30.2	26.2	22.3
泸州老窖	72.70	1,064.9	1.75	2.37	2.75	3.23	40.0	30.7	26.4	22.5
洋河股份	128.00	1,928.9	4.40	5.38	6.16	7.17	26.4	23.8	20.8	17.9
古井贡酒	110.20	489.3	2.28	3.26	3.82	4.45	31.7	33.8	28.8	24.8
山西汾酒	61.75	534.7	1.09	1.72	2.10	2.50	51.4	35.9	29.4	24.7
口子窖	55.50	333.0	1.86	2.26	2.61	2.99	28.4	24.6	21.3	18.6
水井坊	48.37	236.3	0.69	1.22	1.59	2.00	71.7	39.6	30.4	24.2
舍得酒业	33.46	112.9	0.43	0.93	1.33	1.78	130.2	36.0	25.2	18.8
顺鑫农业	59.60	340.1	0.77	1.30	2.27	2.95	25.0	45.8	26.3	20.2
伊力特	21.18	93.4	0.80	1.07	1.34		34.2	19.8	15.8	
老白干酒	19.97	137.8	0.37	0.73	1.04		93.9	27.4	19.2	
迎驾贡酒	18.96	151.7	0.83	0.93	1.03		22.1	20.4	18.4	

来源: 中泰证券研究所

风险提示

- **中高端酒动销不及预期:** 近年来各地白酒消费档次提升明显, 但消费升级是一个相对缓慢的过程, 若宏观经济出现一定程度的波动, 白酒消费可能受存在一定影响, 中高端酒动销存在不及预期的可能。
- **三公消费限制力度持续加大:** 尽管公务消费占比逐年走低, 但是改革依旧进行, 不排除部分区域或者单位继续出现“禁酒令”的可能。从体制内开始肃清酒风, 进而影响商务消费和民间消费。
- **食品安全事件风险:** 类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击, 白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言, 更多的是安全事件, 带来的打击也是沉重的。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。