

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50586281

白酒板块与宏观经济的背离

——白酒板块专题研究

证券研究报告-行业专题研究

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年10月17日

白酒相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《白酒行业点评报告: 春节期间白酒销售点评暨一季度投资策略》 2019-02-13
- 2 《白酒行业三季度回顾暨投资策略: 投资机会源于负面预期的验证》 2018-11-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 从图形上看,白酒上市公司的收入增长与PMI生产有图形上的趋同,意味着社会工业生产会影响到白酒的消费。2019年经济下行周期很难言底,对白酒上市公司收入的持续高增长构成掣肘,2018、2019年白酒上市公司的收入增长已经开始趋缓和收窄,未来这种趋势仍会持续一段时间。
- 从图形上看,白酒板块的产成品库存增速与工业产成品库存增速相关性也较大,前者相对于后者有着大约12至18个月的滞后。当前白酒上市公司的库存增长处于上升阶段,背后是上市公司被动补库存的市场现状,即白酒消费趋弱导致供给相应增加,企业库存从而增加。未来白酒板块大概率会进入库存下行阶段,即企业的主动去库存阶段。工业企业去库存从2017年年初开始,截至2019年年初已经持续24个月,根据滞后的情况白酒板块去库存年内。普遍来看,伴随企业主动去库存的往往是营收增长下滑及基本面各项指标的趋弱,因而白酒上市公司的营收下滑趋势很可能仍会持续。
- 从图形上看,白酒上市公司的收入增长与存货增长之间趋势大体一致,但是不完全咬合,有偏差。从此轮来看,白酒上市公司的收入增速下滑开始于2018年,下滑势头迄今延续接近24个月,但是库存反映有所滞后。
- 从图形上看,白酒板块营收增速与其ROE趋势一致,在较长的观察期中该趋势更为清晰。由此,随着此轮营收增速放缓,白酒上市公司的ROE未来也将会下行。
- 我们用市盈率/营收增速这一指标来观察白酒板块的当前的估值水平:随着2018年以来白酒板块收入增长放缓,该估值指标今年以来明显上升,但是与历史中较高水平仍有距离,不排除未来短期内估值继续上升。
- 从图形上看,PMI生产指标与白酒板块市盈率二者趋势一致,说明在市场认知中白酒板块基本面与经济景气度有着密切的关联。但是,此轮情况有些特殊:2018年以后PMI生产指标一路下探,但是白酒板块的估值却在上升。原因可能包括以下几点:由于近几年业绩突出,白酒板块的抗周期性和避险功能增强;北上资金对白酒的青睐给予板块很大的支持;2018年白酒板块的下跌为今年以来的反弹提供了基础。如果白酒板块的逆势增长可持续,未来市场的投资逻辑可能会改写;如果白酒行情最终与经济指标同步,就像历史上的情形一样,板块在下一阶段大概率会走出补跌行情。

风险提示: 本报告所做的相关性分析仅基于图形分析,进一步的结论仍需要立足于实证分析。

考虑到白酒消费的社会属性，以及所有中观行业都不可避免地于宏观经济产生互动这一事实，我们试图发现白酒上市公司的业绩和股价与宏观经济指标的图形关联性。

具体地，我们选取时间区间为 2005 年至 2019 年中期，该阶段中国经济经历了较为完整的四个经济周期：2006 至 2009、2009 至 2013、2013 至 2016、2016 至今。

关于白酒板块的业绩，我们选取白酒上市公司的营业收入和产成品存货同比增速两项指标，是基于如下考虑：白酒上市公司盈利水平普遍较高，而这时收入增长成为拉动业绩的重要动因；同时，产成品存货的变动可视为企业与市场之间互动的结果，部分反映了市场需求的变化，而需求决定了下一阶段的收入增长情况。

关于宏观经济，我们选取 PMI 生产这一反映生产活力的预测性指标，基于如下考虑：白酒消费具有较强的社会属性，因而与社会开工和生产有着潜在关联，而 PMI 生产指标在采购经理问卷的基础上横跨制造和非制造领域反映了从业者的生产预期。此外，我们选取了工业企业产成品存货同比增速指标，试图发现它与白酒板块存货增长之间有无一定的图形关联。

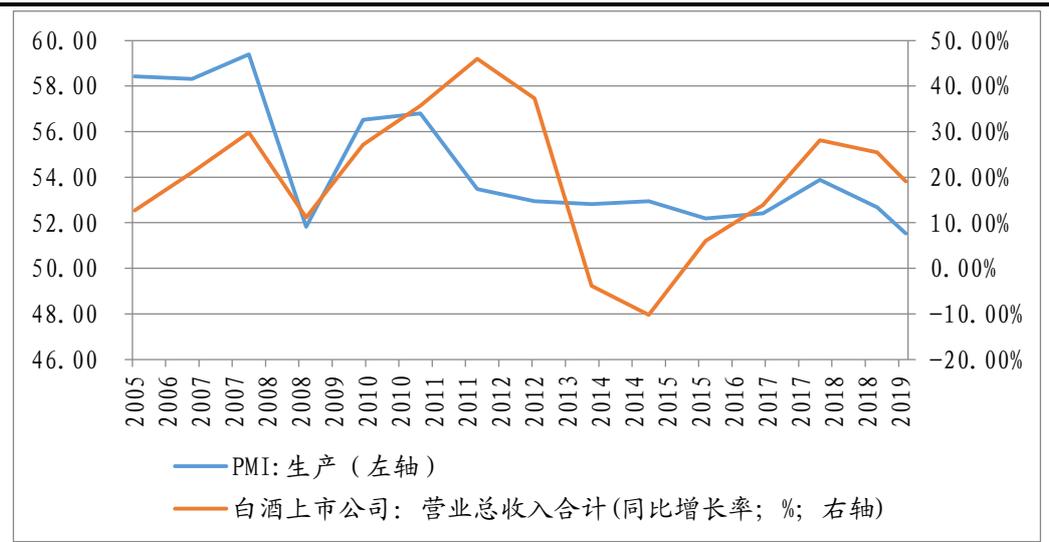
最后，我们试图发现白酒上市公司的产成品存货增长与其营收增长之间的图形关联性。

1. 白酒上市公司收入增速与 PMI 生产指标

从图形上看，白酒上市公司的收入增长与 PMI 生产有着同步关系，但是白酒上市公司的收入增速弹性更大、波幅更大。2017 年之后，白酒上市公司的收入增速持续下降，2017、2018、2019H 的增速分别为 28.13%、25.47%和 19.04%，进入 2019 年以后增速下探幅度加大。同期，PMI 生产指标也陷入同等形态的下滑中，2017、2018、2019H 分别为 53.88、52 和 51.3。

我们判断，社会工业生产会影响到白酒的消费：如果社会需求上升，工业景气度上行，则白酒消费有支撑；如果社会需求低迷，工业生产增速下行，产业链上下游大面积地主动去库存，则白酒消费在未来一个时期缺少增长的可持续性。2019 年经济下行周期很难言底，工业企业仍然处于主动去库存周期，这对白酒上市公司的收入增长构成限制。2018、2019 年白酒上市公司的收入增幅已经收窄，未来这种趋势仍会持续一段时间。

图 1: 白酒板块营收增速与 PMI 指标



资料来源: 中原证券 WIND

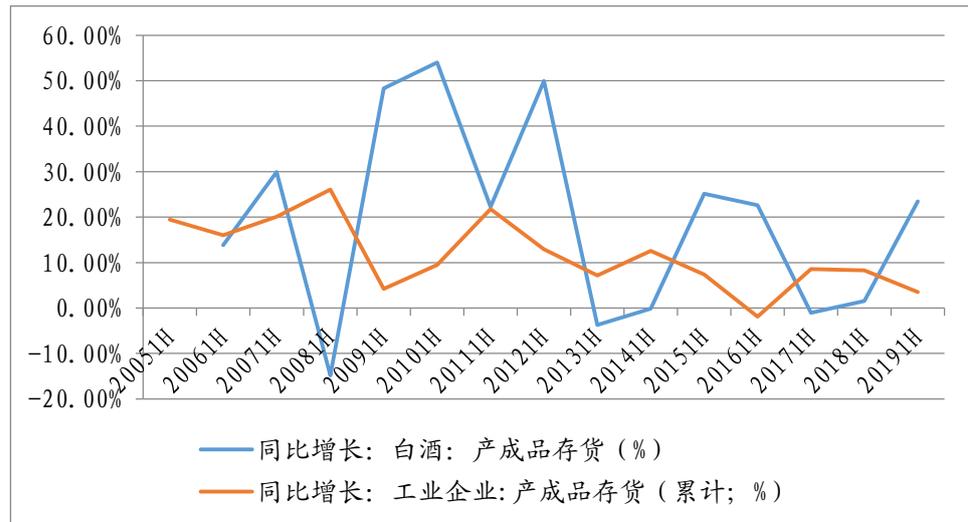
2. 白酒板块产成品存货与工业产成品存货

2006 年以来, 国内经济经历了四个完整的库存周期: 2006 至 2009、2009 至 2013、2013 至 2016、2016 至今。我们看到, 期间白酒上市公司的产成品库存也大致经历了五个周期: 2006 至 2008、2008 至 2011、2011 至 2013、2013 至 2017、2017 至今, 库存上升和库存下降基本上都需要三年的时间, 当前白酒板块的产成品库存处于上升期末端。

从图形上看, 白酒产成品库存增速与工业产成品库存增速相关性也较大, 但是是一种时刻背离的状态, 我们分析可能是白酒产成品库存对于经济周期的反应有所滞后, 即经济下行, 白酒库存被动上升, 在一定的时滞之后白酒企业主动去库存, 库存增速下降; 经济上行, 白酒库存被动下降, 在一定的时滞之后白酒企业主动补库存, 库存增速上升。

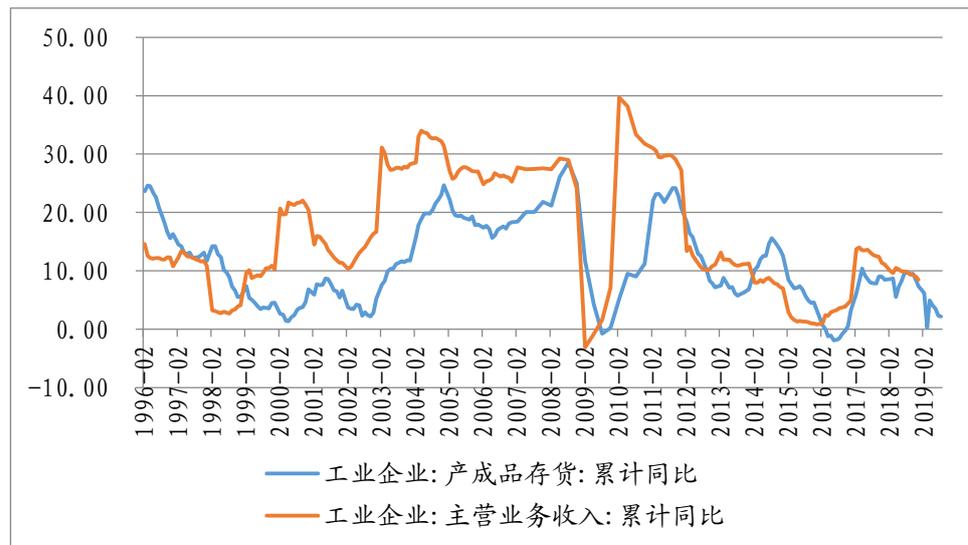
当前白酒上市公司的库存增长处于上升阶段, 背后是上市公司被动补库存的市场现状, 即白酒消费趋弱导致供给相应增加, 企业库存从而增加。未来白酒板块大概率会进入库存下行阶段, 即企业的主动去库存阶段, 根据相对工业存货的滞后情况也可得出这一结论。普遍来看, 伴随企业主动去库存的往往是营收增长下滑及基本面各项指标的趋弱, 因而白酒上市公司的营收下滑趋势很可能仍会持续。

图 2: 白酒产成品存货与工业企业产成品存货



资料来源: 中原证券 WIND

图 3: 工业企业产成品存货增长与收入增长



资料来源: 中原证券 WIND

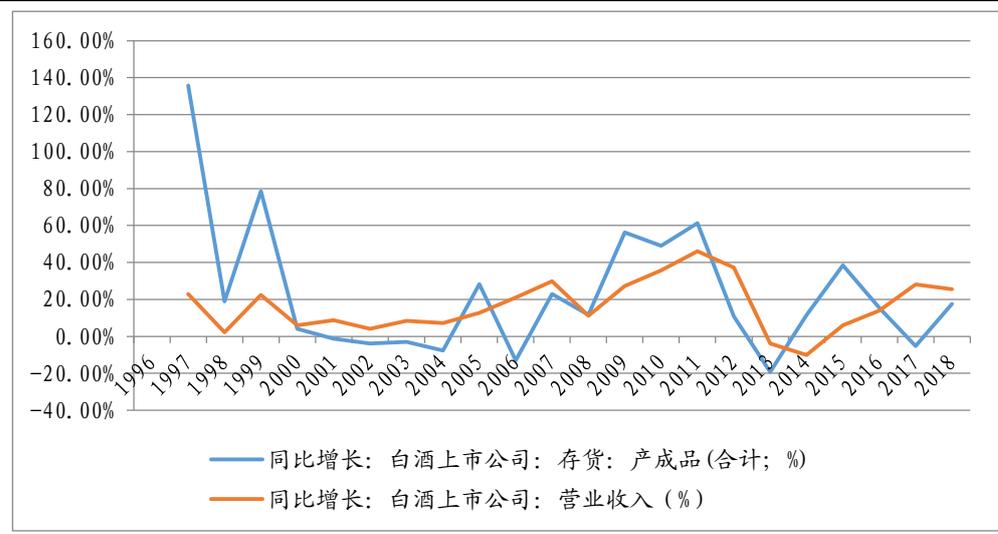
3. 白酒上市公司收入增长与库存

白酒上市公司的产成品库存与收入增长有无图形关联? 白酒上市公司的存货周期能否反映收入周期?

从图形上看, 白酒上市公司的收入增长与存货增长之间趋势大体一致, 即收入增长快, 库存增长也快; 收入增长放缓, 库存增长也放缓。但是, 从此轮来看, 白酒上市公司的收入增速下滑开始于 2018 年, 下滑势头迄今延续接近 24 个月, 但是库存反映有所滞后。收入增长放缓带动库存增长放缓, 因而, 未来白酒库存增速下行的趋势更加明确。对于工业企业, 库存下行

周期意味着企业基本面全面趋弱。

图 4: 白酒板块产成品存货增长与收入增长



资料来源: 中原证券 WIND

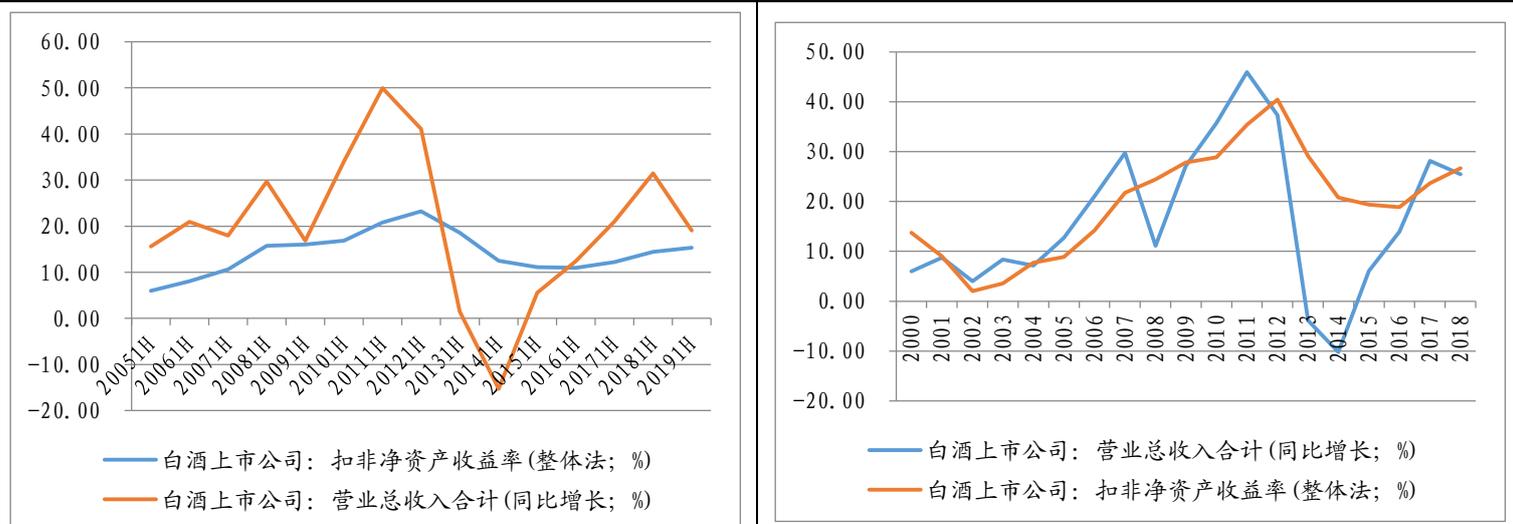
4. 白酒上市公司营收增速与 ROE

如果我们认为白酒上市公司的营收增速下滑仍会持续一个时期, 那么它对白酒上市的重要业绩指标 ROE (净资产回报率) 将会有何影响?

我们提取了白酒板块的营收增速及 ROE, 时间阶段分为 20051H 至 20191H, 以及 2000 至 2018 年, 图形上看看白酒板块营收增速与 ROE 趋势一致, 在较长的观察期中该趋势更为清晰。

由此, 随着此轮营收增速放缓, 白酒上市公司的 ROE 未来大概率也将会下行。

图 5: 白酒上市公司的 ROE 与收入增长



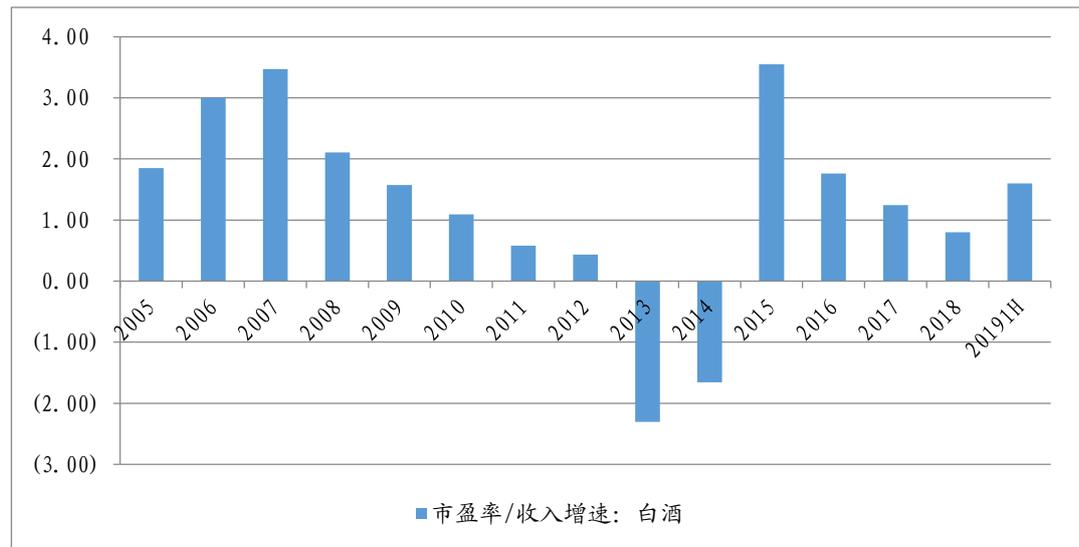
资料来源: 中原证券 WIND

5. 白酒板块当前的估值

5.1 白酒板块的市盈率/营收增速

市盈率/营收增速表明的是市场对于每一单位的收入增长给予的估值。我们用市盈率/营收增速这一指标来观察白酒板块的当前的估值水平：随着 2018 年以来白酒板块收入增长放缓，该估值指标今年以来明显上升，但是与历史中较高水平仍有距离，不排除未来短期内估值继续上升。

图 6：白酒板块的市盈率/收入增速



资料来源：中原证券 WIND

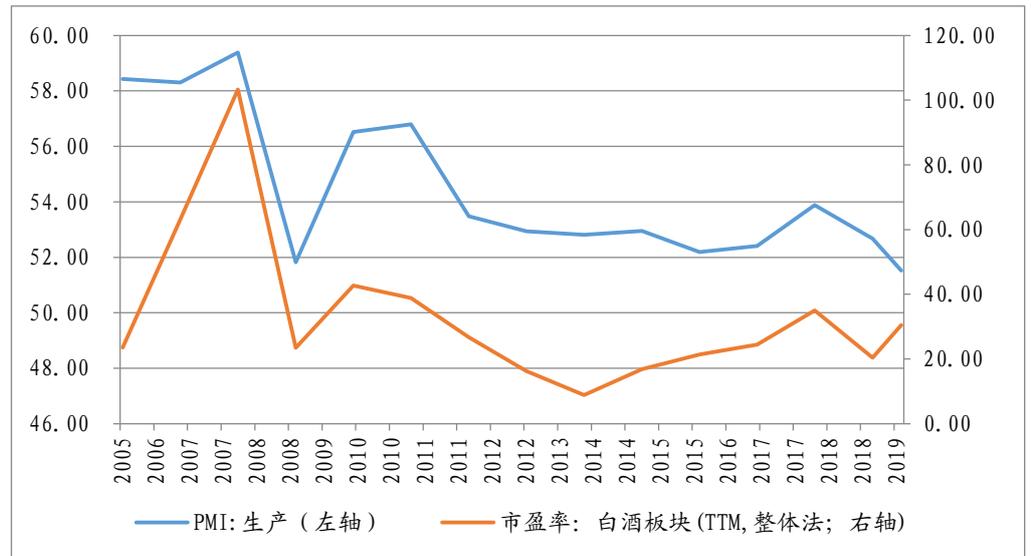
5.2 白酒板块市盈率与 PMI 生产指标

我们提取了 PMI 生产指标与白酒板块市盈率，图形上看二者有趋同，说明在市场认知中白酒板块基本面与经济景气度有着密切的关联，即，经济景气度下行，市场对白酒的行情同样地看空；经济景气度上行，市场对白酒板块的热情回升。

但是，此轮情况有些特殊：2018 年以后 PMI 生产指标一路下探，但是白酒板块的估值却在上升。分析其中的原因，可能包括以下几点：由于近几年业绩突出，白酒板块的抗周期性和避险功能增强；北上资金对白酒的青睐给予板块很大的支持；2018 年白酒板块的下跌为今年以来的反弹提供了基础；高端白酒的收入、利润和市值等指标在板块中的占比加大，而高端消费具有逆周期的属性以及财富分化加剧对高端消费形成支持，带动板块出现了逆周期的走势。

如果白酒板块的逆势增长可持续，未来市场的投资逻辑可能会改写；如果白酒行情最终与经济指标同步，就像历史上的情形一样，板块在估值继续冲高后可能会走出补跌行情。

图 7: 白酒板块市盈率与 PMI 指标



资料来源: 中原证券 WIND

6. 风险提示

本报告所做的相关性分析仅基于图形分析, 进一步的结论仍需要立足于实证分析。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。