

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 白酒税收政策不变，关注酒企春节动销

——食品饮料行业周报

2019年12月9日

分析师:

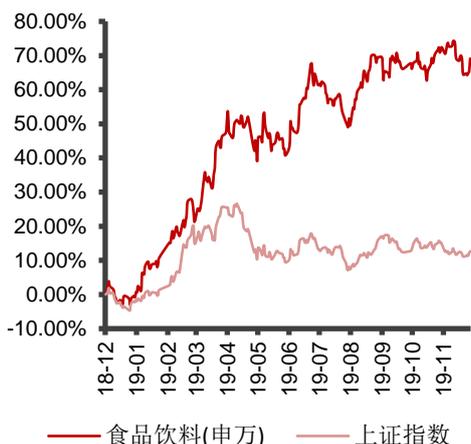
黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

### 食品饮料与上证综指涨跌幅走势图



### 行业评级

强于大市

### 相关报告

- 1、三季报验证白酒弱周期特点，高端确定性最强 20191104
- 2、白酒进入弱周期时代，分化或持续加剧 20191028
- 3、白酒行业强者更强，短期成交价格合理波动 20190916
- 4、核心个股创新高，关注国际股指扩容 20190827

### 内容提要:

上周食品饮料指数上涨2.79%，领先上证综指1.39个百分点，在申万28个一级行业中排名第9。板块成交额787.25亿元，市场活跃度较前一周有所下降。子板块中乳制品、黄酒、白酒涨幅居前，肉制品下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.03倍，相对全部A股溢价率为109.07%。

**行业热点:** 财政部发布了消费税法（征求意见稿）及说明，白酒仍保持在生产环节征税的政策不变，我们对此理解如下：1、消费税改革仍将继续推进，或在后续涉及白酒行业；2、如果调整白酒征税政策，时间点大概率比预期靠后；3、税负将保持稳定，影响将低于市场此前预期。近期市场对消费税改革较为担忧，《征求意见稿》维持了原有征收办法，预计短期能够使市场情绪有所舒缓。

**投资建议:** 估值方面，我们认为无需过度担忧核心股票的价格和估值过高的问题。一是当前估值处于历史中位偏高水平，二是较高溢价率较为合理、客观地体现了市场对白酒业绩增速、稳定性以及盈利能力的认可，三是在全球资产配置视角下，中国核心白酒股票的性价比和配置价值比较突出，随着外资持股比例及话语权的提升，估值仍有上升空间。基本面方面，短期来看，行业需求稳定，多数名优酒企库存水平同比小幅下降，预计春节动销情况良好。此外，需要关注年底酒企对于明年的规划及目标，预计地域龙头公司明年的目标与今年差距不大，或仍能保持较快增长，体量较大的高端白酒将理性制定目标，确定性更强。中长期来看，行业结构升级逻辑不变，马太效应加剧。建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、顺鑫、汾酒、古井贡。

**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等系统性风险。

## 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 .....	7
3、风险提示 .....	8

## 图表目录

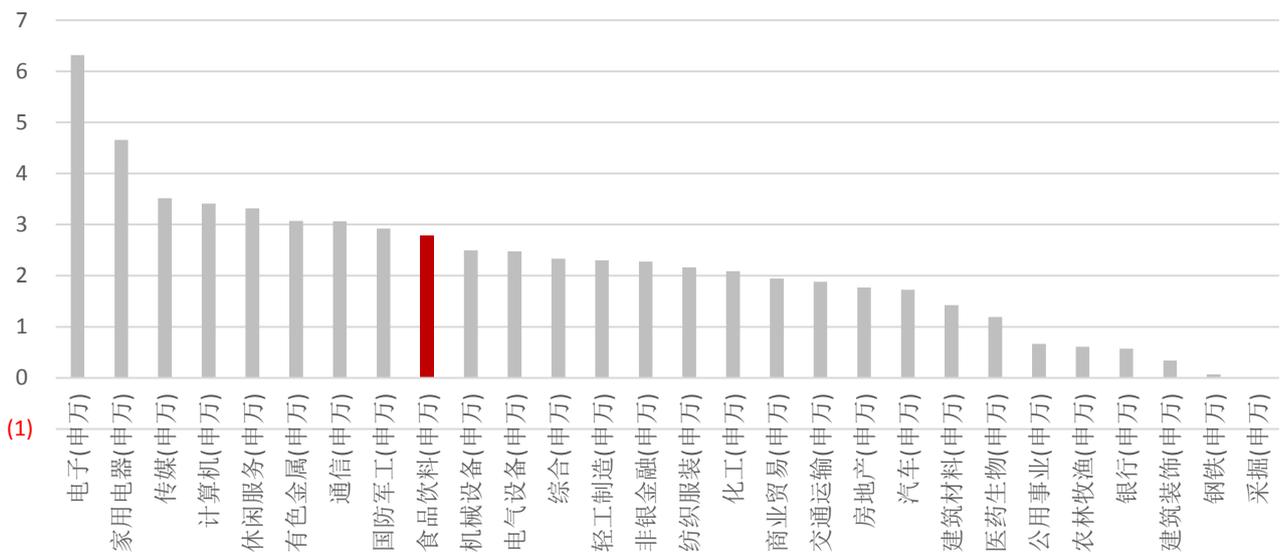
图 1: 上周 (2019.12.2-12.6) 申万一级行业涨跌幅 (%) .....	3
图 2: 上周 (2019.12.2-12.6) 食品饮料子板块涨跌幅 (%) .....	3
图 3: 食品饮料行业估值比较 (倍数) .....	3
图 4: 2019 年 12 月 6 日重点白酒公司 2020 年 PE (万得一致预期) (倍) .....	6
图 5: 茅台、五粮液出厂价 (元/500ml) .....	7
图 6: 五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml) .....	7
图 7: 生鲜乳价格 .....	7
图 8: 新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化 .....	7
图 9: 国产婴幼儿奶粉平均零售价 .....	8
图 10: 国外品牌婴幼儿奶粉平均零售价 .....	8
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

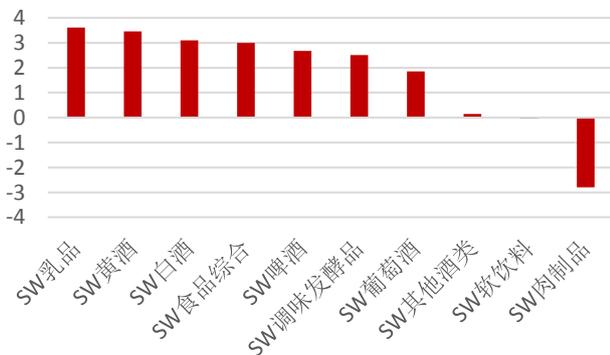
上周食品饮料指数上涨2.79%，领先上证综指1.39个百分点，在申万28个一级行业中排名第9。板块成交额787.25亿元，市场活跃度较前一周有所下降。子板块中乳制品、黄酒、白酒涨幅居前，肉制品下跌幅度最大。目前，板块整体市盈率TTM为32.03倍，相对全部A股溢价为109.07%。

图 1：上周（2019.12.2-12.6）申万一级行业涨跌幅（%）



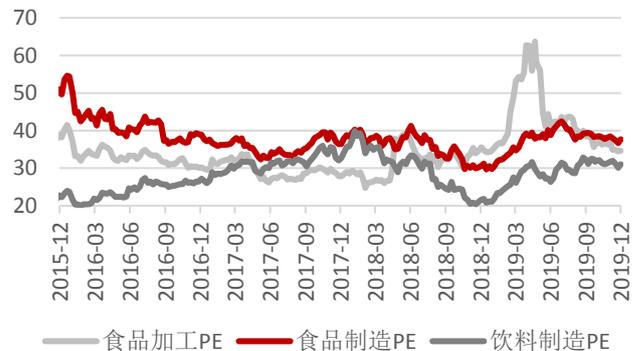
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 2：上周（2019.12.2-12.6）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83只上涨，涨幅前三名分别为惠发食品（15.38%）、古井贡酒（13.08%）、ST椰岛（12.01%），中炬高新（-9.50%）、双汇发展（-4.07%）、百润股份（-3.73%）居跌幅前列。

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 (%)	周成交额 (亿元)	市盈率 PE (倍)	市净率 PB (倍)	市销率 PS (倍)
603536.SH	惠发食品	12.60	15.38	3.84	-140.02	3.53	1.92
000596.SZ	古井贡酒	122.31	13.08	15.46	28.24	7.17	6.08
600238.SH	ST 椰岛	6.06	12.01	0.53	37.01	4.06	2.92
600186.SH	*ST 莲花	2.38	11.74	3.29	-18.11	-12.32	1.45
002507.SZ	涪陵榨菜	26.75	9.54	13.62	32.16	7.58	10.70
600199.SH	金种子酒	6.08	8.19	4.55	139.56	1.37	3.31
000752.SZ	*ST 西发	3.95	7.92	0.42	-2.24	3.26	3.53
603345.SH	安井食品	65.31	7.74	6.04	48.16	5.81	3.12
002946.SZ	新乳业	13.04	6.80	3.14	45.25	5.88	2.04
002719.SZ	麦趣尔	10.46	6.30	0.54	-11.28	2.01	2.86
603198.SH	迎驾贡酒	20.36	-0.20	5.21	18.49	3.69	4.40
002726.SZ	龙大肉食	6.91	-0.43	2.71	33.36	3.05	0.49
603156.SH	养元饮品	29.09	-0.68	2.69	10.85	2.68	4.22
200869.SZ	张裕 B	14.94	-0.93	0.09	9.19	0.93	1.91
002840.SZ	华统股份	16.67	-1.54	0.63	32.79	3.24	0.68
603711.SH	香飘飘	23.80	-1.94	2.00	27.50	4.30	2.53
002570.SZ	贝因美	5.65	-2.75	1.57	-62.26	3.43	2.14
002568.SZ	百润股份	25.52	-3.73	4.59	59.79	6.88	9.52
000895.SZ	双汇发展	29.73	-4.07	32.90	18.96	6.50	1.82
600872.SH	中炬高新	40.85	-9.50	42.50	48.77	8.62	7.18

资料来源：WIND，国开证券研究部

## 1.3 行业热点

财政部发布了《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）及关于《征求意见稿》的说明（以下简称《说明》），并在发布的新闻中特别强调白酒仍保持在生产环节征税的政策不变。对于意见稿及说明，我们解读如下：

### 1、消费税改革仍将继续推进，或在后续涉及白酒行业

《征求意见稿》明确国务院可以调整消费税的税率，同时设置了衔接性条款，考虑到中央、国务院关于健全地方税体系、中央与地方收入划分改革的有关要求，后移消费税部分消费品征收环节等工作在消费税立法

后仍将持续，依法授权国务院组织开展相关试点。我们认为白酒后续仍可能在税收方面进行改革，且大概率选择盈利情况较好，经营韧性较强的高端白酒作为试点。

## 2、如果调整白酒征税政策，时间点大概率比预期靠后

《征求意见稿》明确金银、铂金首饰和钻石及钻石饰品在零售环节征税，但高档手表、其他贵重首饰和珠宝玉石仍然是“生产环节征收”，也就是说《征求意见稿》未完全包括此前《方案》的全部品类，改革推进的较为审慎，因此我们认为即使此后对白酒开展相关征税调整，也将基于第一批调整行业施行效果良好及较为充分的行业调研、论证之后进行。

## 3、税负将保持稳定，影响将低于市场此前预期

《说明》中特别提到，“消费税自1994年开征以来，经历了几次重大的制度调整，税制框架基本成熟，要素基本合理，运行也基本平稳，因此，《征求意见稿》保持了现行税制框架和税负水平总体不变，与我们此前对白酒公司调研时得到的政策方向一致，中短期大概率不会对行业产生重大影响。

近期市场对消费税改革较为担忧，《征求意见稿》维持了原有征收办法，预计短期能够使市场情绪有所舒缓。

### 1.4 投资建议

上周白酒指数上涨2.79%，茅台、古井、五粮液等核心标的领涨，验证了我们上周的观点：年底短期资金波动属于正常现象，目前来看基本面未变，下调带来布局窗口期。

股价方面，2019年初至今，白酒涨幅近100%，但我们认为无需过度担忧核心股票的价格和估值过高的问题。

1、截止上周五，白酒板块的估值为32，较年初上涨60%，由于净利润增速较高，估值增速明显慢于股价增幅。当前估值在近15年中位于68%分位上，属于中等偏高水平。

2、溢价率方面，目前板块相对A股的议价率为109%，确实是历史高位，但是，这与板块目前的盈利能力以及增长能力是较为匹配的。2019年前三季度，白酒板块的营收、净利润增速分别为17%、23%，ROE16%，而这些数据的行业排名均同比提升，也就是说板块的基本面相对优势在进一步强化，溢价率体现了市场对白酒业绩增速、稳定性以及盈利能力

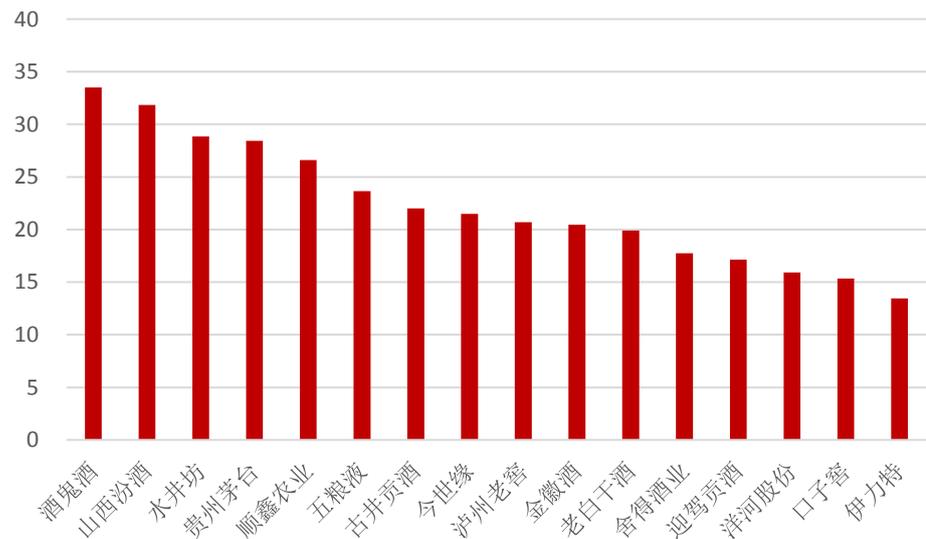
的认可。

3、在全球资产配置视角下，中国核心白酒股票的性价比和配置价值比较突出，随着外资持股比例及话语权的提升，估值仍有上升空间。

总体来说，我们认为，只要行业基本面没有重大变化，弱周期时代下的核心名优酒企在目前的宏观经济背景下，仍然拥有较强的比较优势，目前的估值水平较为合理，且有上升空间。

短期来看，行业需求稳定，多数名优酒企库存水平同比小幅下降，预计春节动销情况良好。此外，需要关注年底酒企对于明年的规划及目标，预计地域龙头公司明年的目标与今年差距不大，或仍能保持较快增长，体量较大的高端白酒将理性制定目标，确定性更强。中长期来看，行业结构升级逻辑不变，马太效应加剧。建议关注贵州茅台、五粮液、泸州老窖、顺鑫、汾酒、古井贡。

图 4: 2019 年 12 月 6 日重点白酒公司 2020 年 PE (万得一致预期) (倍)



资料来源: WIND, 国开证券研究部

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)	
		2019E	2020E	2019E	2020E
	2019/12/9				
贵州茅台	1,170.00	34.95	39.89	33.48	29.33
五粮液	130.98	4.5	5.51	29.11	23.77
泸州老窖	82.59	3.14	3.92	26.30	21.07

山西汾酒	89.61	2.25	2.81	39.90	31.84
顺鑫农业	50.17	1.43	1.89	34.98	26.60
古井贡酒	122.31	4.45	5.56	27.47	22.00

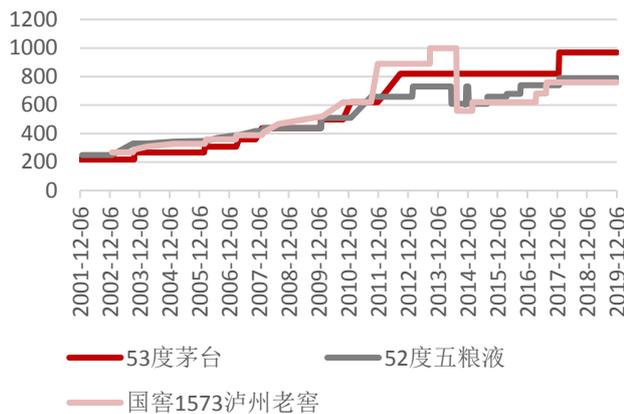
注：茅台、泸州老窖、五粮液2019-2020年EPS、PE系作者预测值，其它公司2019-2020年EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

## 2、数据跟踪

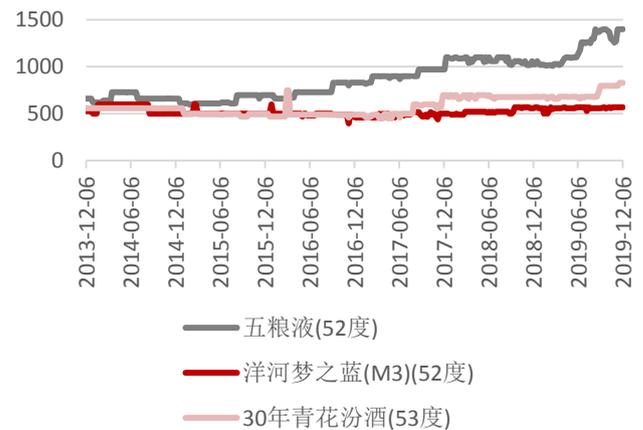
上周茅台一批价格达2450元/瓶左右，较上周上涨100元左右，供需仍旧较为紧张。五粮液批价在910-930元波动，价格小幅下降，库存历史低位。国窖近期挺价，一批价格达800元左右。乳制品方面，11月27日全国主产区生鲜乳价格为3.84元/公斤，同比上升7.9%。

图 5：茅台、五粮液出厂价（元/500ml）



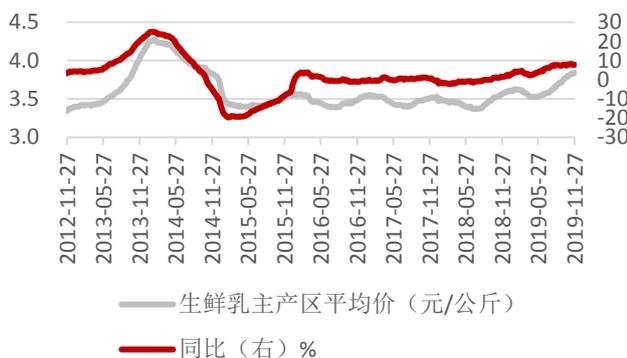
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 6：五粮液、洋河、青花汾京东零售价(元/500ml)



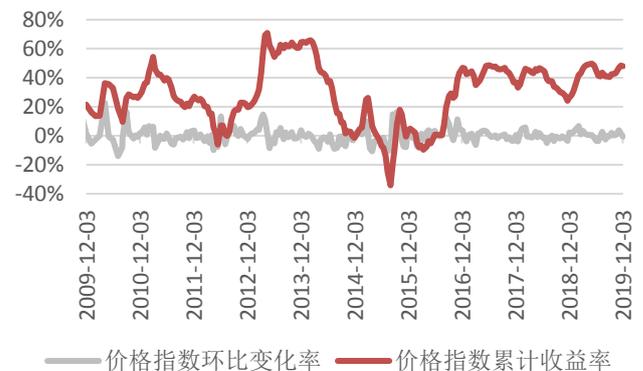
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 7：生鲜乳价格



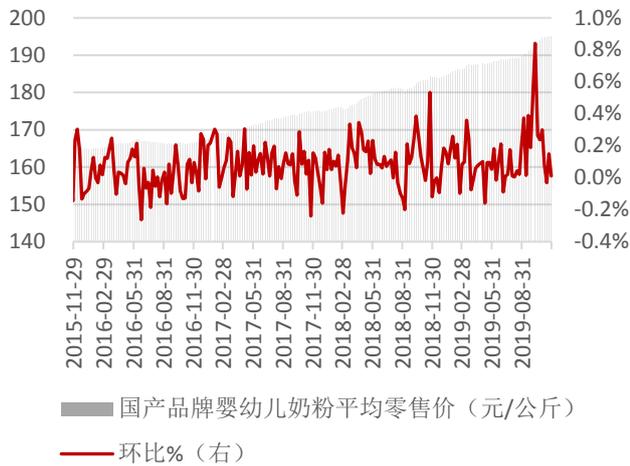
资料来源：WIND，国开证券研究部

图 8：新西兰全球乳制品贸易价格指数涨跌幅变化



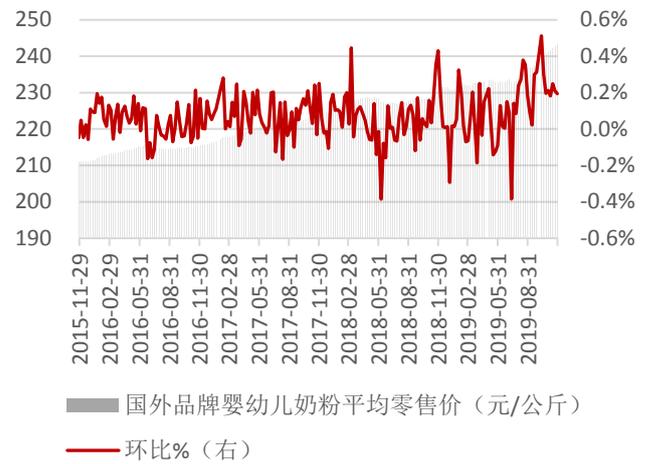
资料来源：GDT，国开证券研究部

图 9: 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 10: 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等系统性风险。

## 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