



## 财富玖功 个股研究

### 白酒行业：提价可能引发销量超预期，未来上涨还有空间

#### —水井坊（600779）外资要约收购，难掩业绩优良

2010年7月29日

公司评级：买入

所属行业：白酒

股票数据：

总股本（万股）：48855

流通A股（万股）：29532

主要股东：四川成都全兴集团有限公司

市价（人民币）：21.19元

#### 水井坊股价表现



苏帅岳

财富玖功：投资组合经理

执业证书编号：

S0120208100046

[susy@tebon.com.cn](mailto:susy@tebon.com.cn)

地址：上海浦东新区福山路  
500号（200122）

#### 核心观点

##### 白酒行业持续向好：

6月，商超渠道白酒营收单月同比增幅达到淡季（指节后3-6月）最高，可能与端午假期有关，当月全行业商超渠道终端零售均价也在节后首次出现回升，环比升幅高达4.9%。1-6月，商超零售均价400-500元/瓶和500元/瓶以上高端和次高端白酒在各价格段产品中唯一保持销量与营收双增长，销量同比增幅为12.8%和9.1%，营收同比增幅为20.8%和24.8%。与次高端产品相比，中高端白酒提价效应更为明显，白酒行业持续向好。

##### 高档白酒零售价普涨原因简述：

消费税预期推动价格上涨；酒类投资价值诞生，新价值推升市场价格；国酒地位竞争格局，抬升高端白酒商品价格；个别厂商促销策略，助涨渠道提价；通胀预期促使白酒厂商普遍提价；工资上涨，劳动力成本上升是酒类厂商提价的直接原因。

##### 白酒行业提价综合分析简述：

本次价格提升对白酒行业直接利润影响较大，而且更可能引发销售量超预期，行业利润应该会有超预期；在通胀预期加大和酒类投资价值凸现的情况下，白酒行业提价可能会延续。因此，我们中线看好白酒行业，行业评级为推荐买入。

在高端白酒阵营中，我们首推业绩相对稳定、二级市场涨幅相对较小的水井坊（600779）。我们认为外资要约收购，不掩水井坊业绩优良，给予水井坊（600779）推荐买入评级。

另外，四大高档白酒逐步提价之后腾挪出来的价格空白带似乎又给另外一些白酒企业很多想象空间。考虑到此次股价上扬属于行业性机会，我们估计酒鬼酒、山西汾酒、沱牌曲酒和伊力特等也存在交易性投资机会。

### 白酒行业分析:

6月,商超渠道白酒营收单月同比增幅达到淡季(指节后3-6月)最高,可能与端午假期有关,当月全行业商超渠道终端零售均价也在节后首次出现回升,环比升幅高达4.9%。1-6月,商超零售均价400-500元/瓶和500元/瓶以上高端和次高端白酒在各价格段产品中唯一保持销量与营收双增长,销量同比增幅为12.8%和9.1%,营收同比增幅为20.8%和24.8%。与次高端产品相比,中高端白酒提价效应更为明显。白酒行业持续向好。

有数据监测的五粮液、泸州老窖、贵州茅台和水井坊四大高端酒品牌表现与行业趋势相符。其中茅台在淡季逐月增幅稳定,营收同比增速由1-2月37.5%提高至1-6月42.4%,商超零售均价自5月起连续两月环比回升,升幅分别为7.4%和1.7%,目前885.1元/瓶。五粮液淡季增速明显加快,营收同比增幅由1-2月7.9%提高至1-6月16.7%,商超零售均价也从5月起连续两月环比回升,升幅分别为6.4%和3.2%,目前均价658.6元/瓶。国窖1573淡季增速亦明显加快,营收同比增幅由1-2月-1.4%升至1-6月15.1%,商超零售均价自5月出现10.8%首次回升后于6月环比微降0.2%,现为596.9元/瓶,于四大高端品牌中垫底。水井坊虽于淡季增速加快,营收增幅也由1-2月-17.5%大幅改善至1-6月-5.1%,但整个上半年仍处同比跌势,商超零售均价自5月起连续两月环比回升,升幅分别为8.4%和1.7%,目前均价602.5元/瓶,已超越国窖1573。

我们持续关注中高端白酒营收增幅改善与零售均价回升态势,加上中秋、国庆佳节来临以及年末消费旺季带来批发、零售层面提前活跃等,有望给板块特别是中高端产品带来季节性投资良机,从而扭转前期板块表现低迷与估值垫底局面,再次迎来短期估值修复的投资机会。

### 高档白酒零售价普涨原因分析:

1、消费税预期推动价格上涨。消费税基谈判失败,引发白酒龙头公司通过直接提价来抵御消费税基提高所带来的费用压力。由于很多白酒厂商处于郊区,大多对当地财政收入和税费支持力度很大。同时,各省争先保护本地品牌,四川、江苏、安徽等省委市委领导都非常重视本身白酒产业的发展,势必造成中央税收和地方政府以及白酒龙头企业和地方小白酒企业的协调不一致。在消费税基执行力不强的背景下,龙头公司只能通过提价来防御消费税基提高所带来的负面影响。

2、酒类产品投资价值诞生,新价值推升市场价格。在国家流动性释放的过程中,又打压了房地产投机和投资的机会,更多资金需要寻找新的投资机会,除了进行一系列金融产品投资外,进入奢侈品市场也是非常明显的。近期黄金价格在高位横盘,但国内的玉石、翡翠等价格均出现普涨,这就是一个例子。而作为高端奢侈品的贵州茅台酒、五粮液、泸州老窖、水井坊等也逐渐被选作标的。我们发现以前投资过贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊等股票的一些投资者开始转向直接投资其产品,每年依旧能获得稳定可靠的投资收益。在投资品投资价值属性凸显的时候,产品的突发需求在短期内可以迅速提高其市场价格。

3、国酒地位竞争格局,抬升高端白酒商品价格。我们发现价格成为了国酒品牌和地位的重要分水岭。2010年中期的中高端白酒价格上涨始作俑者或者涨幅最高的就是贵州茅台酒。而作为价格跟随者的五粮液自然不希望自己产品的价格脱离茅台酒价格太多和太长时间。即使是作为泛高端产品的国窖1573和水井坊更不会愿意脱离高端白酒的品牌队伍。我们曾在以前的行业深度报告和贵州茅台的调研报告中指出,2008年以来的竞争环境和价格可能会导致四大高端白酒的分化,这是贵州茅台与五粮液、泸州老窖和水井坊拉开差距的最佳时机。在波动的经济运行环境中,茅台酒可以持续不断提价,而五粮液、泸州老窖和水井坊要想跟上也需花费更大力度。很显然,若脱离第一阵营再想回到高档白酒的行列将会非常困难。过去已有的案例就是:上世纪90年代末期的泸州老窖特曲、山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒等;本世纪2003年之后的剑南春等。为保证自身产品地位不脱离第一阵营,各白酒厂商均会不惜一切代价来提高其终端零售价。而贵州茅台为保证持续提价,也只能进行适度放量(并降低收入增长速度)。五粮液、国窖1573和水井坊等在

苦苦跟进的同时，还需投入大量费用进行品牌和渠道建设。在上述分析下，我们认为在贵州茅台 5-7 月份终端零售价普涨之后，五粮液、泸州老窖和水井坊等势必将会跟进。我们判断这个趋势可能会一直延续到明后几年，直到贵州茅台酒终端零售价突破 1200 元，开始正式叫板国际 X0 洋酒市场。

4、个别厂商促销策略，助涨渠道提价。从终端销售形势来看，上半年只有贵州茅台保持坚挺，而五粮液、国窖 1573 和水井坊等终端消费量保持一般。为保障中秋、国庆旺季旺销，借助“买涨不买跌”的消费心态，个别厂商率先抛出提价的风声，以便让经销商更早进货，占领终端提高铺货率。这可能是今年高端白酒终端零售价提前上涨的主要背景，为保障旺季旺销，经销商开始率先囤货，而厂商还可以提前完成销售指标。还有就是部分企业加大了团购渠道建设，例如五粮液在今年 6-7 月份减少了部分经销商的打款和发货，很可能就是将部分商品直接通过团购渠道销售。我们了解到公司从 2007 年开始建设团购渠道以来，每年团购量都是大幅增长。

5、通胀预期促使白酒厂商普遍提价。我们从终端市场了解的情况是上半年除了茅台酒持续旺销外，五粮液、国窖 1573 和水井坊等均表现一般。恰逢下半年中国 GDP 增速开始回落，工业增加值也很难超过年初的水平。我们认为宏观环境并不支持高端白酒商品的提价，价格上涨反映的可能更多是对未来的通胀预期。由于今年天灾人祸较多，很多农产品极有可能减产，到年底所产生的效应既是房地产所无法消化的通胀压力，尤其是具有明显投资品属性的商品均可能会出现普涨。我们认为，7-8 月份是白酒消费淡季，但在淡季价格上涨是由厂商推动和经销商助推引起的。

6、工资上涨，劳动力成本上升是酒类厂商提价的直接原因。此次涨价风潮各大高端白酒产品普遍在 10%-15% 的水平，基本与同期政府要求全国各地上涨工资的幅度相同。

#### 白酒行业提价综合分析：

1、本次价格提升对白酒行业直接利润影响较大，而且更可能引发销售量超预期，行业利润应该会有超预期。我们认为本次提价短期内对酒类业绩直接贡献不大，但是提价引发的渠道促销和终端销售以及中秋、十一等销售可能会好于市场预期，销售量可能出现大幅增长，使得白酒酒类行业整体业绩超预期。例如 7、8 月份本来是白酒销售淡季，但是由于提价等引起的销售增加，使得白酒行业淡季不淡。

2、在国酒提价保地位、通胀预期加大和酒类投资价值凸现的情况下，白酒行业提价可能会继续。而且由于今年天灾人祸较多，很多农产品极有可能减产，到年底所产生的效应既是房地产所无法消化的通胀压力的情况下，具有明显投资品属性的商品均可能会出现普涨，白酒可能会大涨；同时由于影子效应的作用，酒类投资品的上涨可能会助推白酒价格继续上涨。

**因此，我们中线看好白酒行业，行业评级为推荐买入。**按照历史规律，其上市公司股价与其终端零售价走势基本保持同步，近期高档白酒终端零售价普涨，我们估计短期股价上扬趋势仍将会延续，并将高端白酒上市公司的 2010 年动态 PE 水平逐步提高到 30 倍的水平，目前五粮液、泸州老窖、贵州茅台和水井坊四大高档白酒估值在 25 倍左右，也即还有 20-25% 的提升水平。高端白酒阵营中我们首推中期业绩相对稳定、二级市场涨幅相对较小的水井坊（600779）。

另外，四大高档白酒逐步提价之后腾挪出来的价格空白带似乎又给另外一些白酒企业很多想象空间。目前市场上销售价位接近 600 元的主要白酒品牌逐步增多，主要有山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒、洋河梦之蓝、古井贡年份原浆 20 年、伊力王酒等。在上述主流高档白酒提价之后，留给原有价位消费者选择的品牌似乎只有山西汾酒、酒鬼酒、舍得酒等具有较强品牌优势。此次四大高档白酒大幅提价似乎又给这些企业较大生存空间。考虑到此次股价上扬属于行业性机会，我们估计酒鬼酒、山西汾酒、沱牌曲酒和伊力特等也存在交易性投资机会。

## 水井坊（600779）：

### 事件：

1、今年 3 月，水井坊宣布，DHHBV（洋巨头帝亚吉欧下属企业）受让盈盛投资（水井坊第一大股东全兴集团中方股东）所持全兴集团 4% 的股权。股权转让完成后，DHHBV 在全兴集团的持股比例将由 49% 升至 53%，从而成为全兴集团的控股股东，并通过全兴集团间接控制水井坊 39.71% 的股份。该项收购触发了要约收购义务。DHHBV 以 21.45 元/股向全体流通股股东收购共约 2.95 亿股。

2、2010 半年报 预约披露时间：2010-08-27。

### 水井坊分析：

公司是中国老八大名酒之一。旗下主要有品牌水井坊，因窖池历史悠久，被誉为“中国白酒第一坊”，曾开启超高端白酒先河，是我国五大高端白酒品牌之一，具有一定品牌优势。

1、白酒销售体系改革成功，有利于销售量的增加和市场份额的上升。一是改变流通模式，采取深度分销。2009 年达成与麦德龙、欧尚、大润发、易初莲花、山姆等 5 家大型卖场合作计划，加大后续合作力度。二是努力实现渠道扁平化。引导一级代理经销商，加大对二级经销商的扶持力度。三是细分市场，根据重要程度划分区域，采取不同策略。四是打击串货，收取经销商保证金。通过这些措施，一季度主要市场销售明显回暖，预计二季度在行业向好的背景下，销量有望超过去年同期。

2、水井坊 5 月份提价，同时拒绝降价促销活动。公司五月份将水井坊产品（普通装）终端价格统一上调至 658 元/瓶。这主要由于公司销售体系改革成功。公司通过引导总代理商压缩渠道层次，加大扶持二级代理商等政策，理顺了经销商利益分配；同时，加强重要渠道建设，稳定了销售量和市场份额，保证了提价的顺利进行。另外，价格的提高，使得公司的利润率和高端酒品牌得到了提升。

3、外资控股若能成功，有望助推公司开拓国际市场。如果外资控股获得通过，国际市场就有望获得实质性进展。我们看到全球分销水井坊的尝试 2006 年底已经开始，2007 年出口销售收入 2363 万，同比增长 208%。如果能纳入帝亚吉欧全球推广体系，参考旗下其他烈酒品牌，水井坊的国际市场空间可能超过 1 万吨，达到现有销售量的 5 倍以上。这将大大提高水井坊股票的估值。

4、房地产贡献可能低于预期，对公司全年业绩有所影响，但对于中报业绩影响不大。我们预计蓉上坊项目 2010 年第四季度可能结算完毕。因此，我们认为对于中报业绩影响不大。另外，在国家打压房地产的情况下，我们发现房地产价格增幅缩小获胜者适当回落，并没有市场担心的价格大幅度回落。同时，房地产股票业绩还是相当不错的，二级市场上，地产指数也在 6、7 月份走出了强势的格局。

综上所述，在白酒行业销量淡季回升、价格普遍提升的情况下，我们认为房地产业务影响不会太大的假定下，水井坊中报业绩应该优良。同时，我们认为收购不管是否成功，对于水井坊短期价值影响不大。我们通过数据对比发现，水井坊动态估值不到 25 倍，不仅低于水井坊历年平均最低估值为 40 倍，也低于当前食品饮料板块对应 2010 年动态 PE 为 30 倍，因此，我们认为水井坊被低估了，给予水井坊（600779）推荐买入评级。

**风险因素:**

5-6 月淡季销量、同比增长率等低于预期；要约收购预期落空对于股价的影响；禁酒令的影响；房地产对公司负面利润影响超预期等。

**其他评级机构:**

中信证券：增持评级，目标价格：28.33 元

海通证券：推荐评级

申银万国：增持评级

**免责条款:**

在作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系，本机构、本人分析文章仅供参考，不作为投资决策的依据。本公司、本人不承担任何投资行为产生的相应后果。本文部分数据信息来自资讯合作伙伴“启明星信息评测系统”。