

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

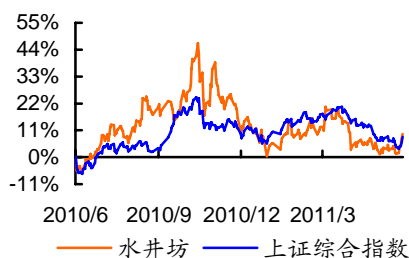
6-12个月目标价:	23.10元
当前股价:	21.22元
评级调整:	维持

基本资料

上证综合指数	2758.23
总股本(百万)	489
流通股本(百万)	295
流通市值(亿)	63
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	2.99
资产负债率	31.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
水井坊	7.43	-1.44	-0.11
上证综合指数	1.78	-7.37	-0.83



相关报告

《水井坊-调整影响短期业绩, 期待并购提升价值——2010年年报点评》2011-4-28
《水井坊-2011年仍是调整转型年》2011-3-24
《水井坊-扩产能, 五年再造4个水井坊》2011-2-16

水井坊

600779

推荐

DIAGEO 收购案终获商务部批复, 业绩拐点仍待明年

今天(2011/6/27)水井坊公告“第一大股东全兴集团之外方股东 DIAGEO 从成都盈盛投资控股有限公司受让全兴集团 4%股权的审批申请及反垄断审查申请已获国家商务部批准, 因股权转让会导致上市公司实际控制人发生变化, 由此而触发的 DIAGEO 的要约收购义务的实施尚需根据相关规定取得中国证监会对《要约收购报告书》的无异议函。”这印证了我们之前“该交易获商务部批准的概率很高”的判断, 由于 DIAGEO 拟增持母公司全兴集团股权触发了对公司的要约收购, 收购价 21.45 元, 使得当前股价具有较强安全边际, 同时公司有可能在 DIAGEO 的管理下实现价值提升, 我们维持“推荐”的投资评级。

投资要点:

- **DIAGEO 奋斗 5 年, 拿下水井坊控股权胜券在握。**2006 年公司 MBO 完成后, 管理层通过出售母公司全兴集团 43%股权的方式, 从集团层面引入世界酒业巨头 DIAGEO, 开创了国内白酒企业与外资深度合作之先河。2008 年 DIAGEO 从四川全兴股份有限公司工会处进一步购得全兴集团 6%的股权, 合计持有全兴集团 49%的股权, 2010 年 3 月, DIAGEO 拟以 1.42 亿收购管理层持有的 4%的全兴集团股权, 从而以 53%的股权控股全兴集团, 并间接控股水井坊, 成为水井坊新的实际控制人, 该交易在历时一年多, 得到商务部批复后, 目前, 仅剩证监会审批。据媒体报道, 公司的管理层曾表示在该交易完成后, 不会继续向外方转让全兴集团股权。
- **公司是四大高档白酒品牌之一, DIAGEO 欲将其打造成新增长引擎。**公司在 2000 年推出的水井坊, 凭借差异化定位、营销, 成为中国四大高档白酒之一, 而 DIAGEO 占全球烈酒 28%市场份额, 欲将水井坊倾力打造成为其新增长引擎。公司现有 2 万吨基酒, 其中 40%~45%可以用来勾兑水井坊高档酒。而且水井坊的产能约为 5000~6000 吨, 公司为规避外资禁止控股中国名酒的法规, 剥离掉全兴酒业, 并未影响到水井坊的产能, 目前水井坊销量仅为 2000 吨左右, 产能利用率仍有较大提升空间。2月 15 日公司股东大会审议通过了再投资 22.83 亿元在中国最大的原酒基地邛崃扩充 2.8 万吨的基酒产能。根据我们的前期调研, 邛崃的地理环境酿造浓香型白酒具天然的成本优势, 出酒率可达 48%, 优质品率可达 30%+, 将进一步提高公司高档白酒的产能。
- **管理日趋规范, 团队稳定性问题有望得以解决。**2006 年 12 月 DIAGEO 与公司开展合作后, 便开始向公司派驻高管, 帮助公司改善质量控制、财务、销售等方面

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1673	1730	1390	1644
同比(%)	42%	3%	-20%	18%
归属母公司净利润(百万元)	321	322	376	486
同比(%)	2%	0%	17%	29%
毛利率(%)	64.4%	66.0%	78.1%	78.9%
ROE(%)	21.5%	20.7%	22.7%	26.6%
每股收益(元)	0.66	0.66	0.77	1.00
P/E	32.37	32.26	27.58	21.34
P/B	6.95	6.69	6.26	5.67
EV/EBITDA	19	19	17	14

的工作。在生产质量控制方面，公司的产品送往苏格兰 TCE（欧洲技术中心）严格检测，在行业内率先执行国内国际“双重检测”，从而确保了水井坊超然的品质，风险控制和危机管理得到了有力加强。在财务管理方面，母公司全兴集团及水井坊均接受 DIAGEO 的全球审计及商业风险部的定期内部审计，费用由 DIAGEO 承担，公司财务环境的规范化程度逐步提升。在销售管理方面，2010 年初，DIAGEO 向公司派驻了销售总监，从市场策划到渠道方面对公司进行全方位的支持。随着 DIAGEO 高管的逐步进驻及原水井坊的部分年纪较大的高管退居二线，目前水井坊的高管团队呈现年轻化，但由于此前控股权问题尚未解决，DIAGEO 派驻的高管变动较为频繁，我们预计待控股权问题解决后，水井坊的管理团队将趋于稳定，有利于公司的长期发展。

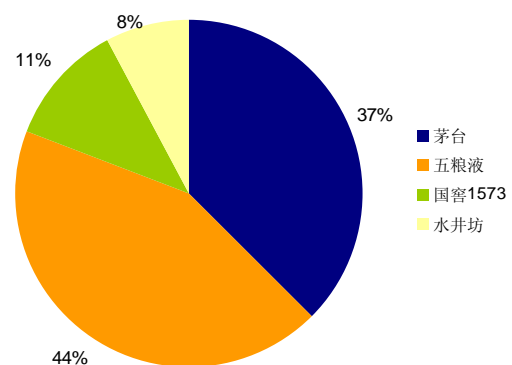
- **品牌亟待恢复强势，产品结构有待逐步完善。**水井坊贡献了公司 90%+ 的收入及利润，但近年来由于将利润放在首位，投入减少，品牌力有所下滑，重点区域市场仅余 8、9 个，与茅台、五粮液、国窖 1573 相比差距拉大，亟待通过高投入提升品牌竞争力。同时公司产品结构较为单一，风险较大，为解决这一问题，公司对产品线进行上下延伸，丰富产品系列，挖掘盈利增长点。如 2010 年 10 月，公司推出终端价约 1680 元的菁翠在湖南试销，**但我们近期在湖南调研情况来看，销售情况仍需努力。**公司的中档产品“天号陈”系列在 2002 年推出，2007 年经过公司更新包装及营销策略后重新推出，终端价定位在 300 元左右，以“陈酒”及“老酒坊”为诉求点，但由于投入及重视程度不够，目前占公司整体销量约在 10% 左右，未来有待大力投入加以推广。
- **积极开展营销变革，借深度分销及扁平化运作以提升公司渠道掌控力。**过去几年公司的团购、商超、餐饮渠道贡献收入比例为 1: 2: 1，以省级总代理为主要渠道开拓模式，在精细化运作上有待加强。自 2009 年始，公司在 DIAGEO 的帮助下探索进行深度分销，同时也在压缩渠道层级，加大对二级经销商的扶持力度，力图提升渠道掌控力，为加强品牌，消化产能做准备，在新销售总监上任后，尤其是在 2010 年下半年起，渠道调整力度加大，目前来看调整到位仍需时间。
- **DIAGEO 助力水井坊走向国际市场帮助消化产能。**随着中国文化走向世界，水井坊借势 DIAGEO 完善的销售网络进军海外市场，带来了较大的想象空间，预计 2010 年公司出口业务增长达 300%+，收入近 3000 万元。当前公司大幅扩充基酒产能，DIAGEO 承诺在未来 5~10 年，在国际市场销售水井坊的规模达到 1000~2000 吨，占公司总销量的 20%+，将有助于帮助消化产能。
- **维持“推荐”投资评级。**维持公司 10、11、12 年实现 EPS0.66、0.77、1.00 元的盈利预测，DIAGEO 拟增持母公司全兴集团股权触发了对公司的要约收购，收购价格为 21.45 元，公司股价具安全边际，同时公司有可能在 DIAGEO 的管理下实现价值提升，我们维持“推荐”的投资评级，目标价为 23.10 元。
- **风险提示：**高档白酒竞争日益激烈、公司重塑品牌、营销变革尚需时间

表 1 历届评酒会评出的中国名酒

获奖产品	届次
贵州茅台	①②③④⑤
泸州老窖	①②③④⑤
山西汾酒	①②③④⑤
西凤酒	①② ④⑤
五粮液	②③④⑤
古井贡酒	②③④⑤
董酒	②③④⑤
全兴大曲酒	② ④⑤
剑南春	③④⑤
洋河大曲	③④⑤

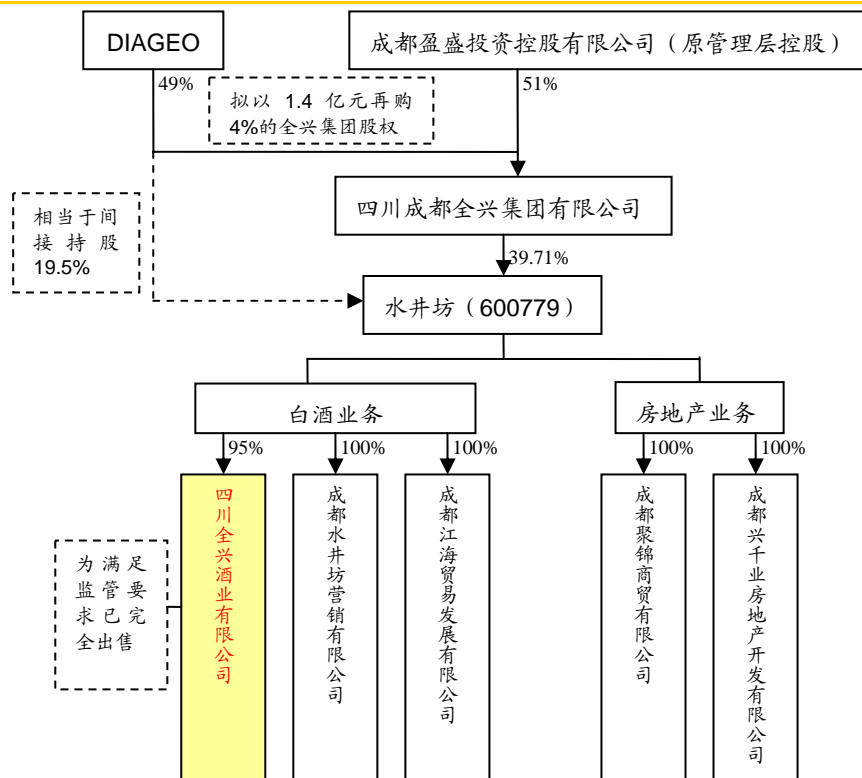
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 1 当前水井坊占中国高档酒市场 8% 的销量



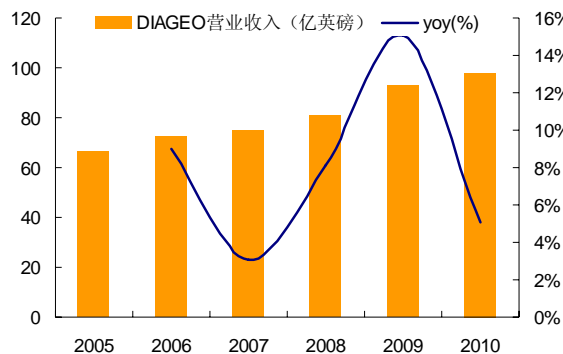
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 2 水井坊组织结构



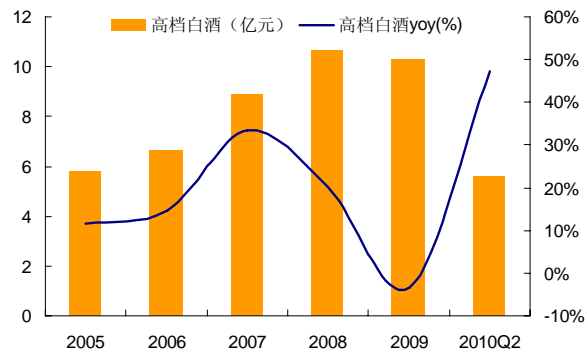
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 3 DIAGEO 全球收入平稳增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 水井坊高档白酒收入增速较高



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

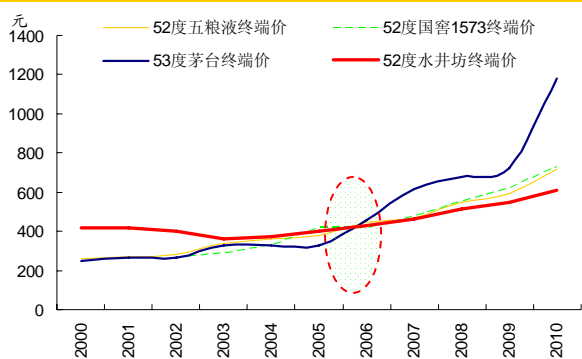
表 2 水井坊高管团队情况

姓名	职务	学历	出生年份	持股数
黄建勇	董事长	硕士	1965	108078
陈可	副董事长	本科	1949	76590
Kenneth Macpherson (柯明思)	董事、总经理	学士	1970	0
王仲滋	董事、常务副总经理	大专	1956	66200
Peter Batey (贝彼德)	董事	学士	1958	0
赖登燁	副总经理	大专	1948	76590
薛常有	副总经理	大专	1948	57590

Brian Barczak (布莱恩)	副总经理	学士	1960	0
许勇	副总经理	大专	1963	35515
徐斌	副总经理	硕士	1967	56704
李直	总经理助理、代财务总监	大专	1971	42538
张力	总经理助理	学士	1969	38604
胡雷	总经理助理	学士	1970	0
王敬	总经理助理	硕士	1970	0
丁志贤	总经理助理	学士	1964	0
林东	总经理助理	学士	1974	0
薛怡	总经理助理	学士	1967	0
张宗俊	董事会秘书	学士	1970	29250

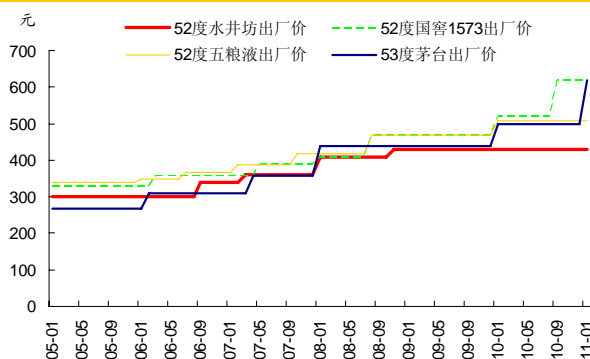
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 近十年高档白酒终端价情况



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 6 近五年高档白酒出厂价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 水井坊超高档产品菁翠



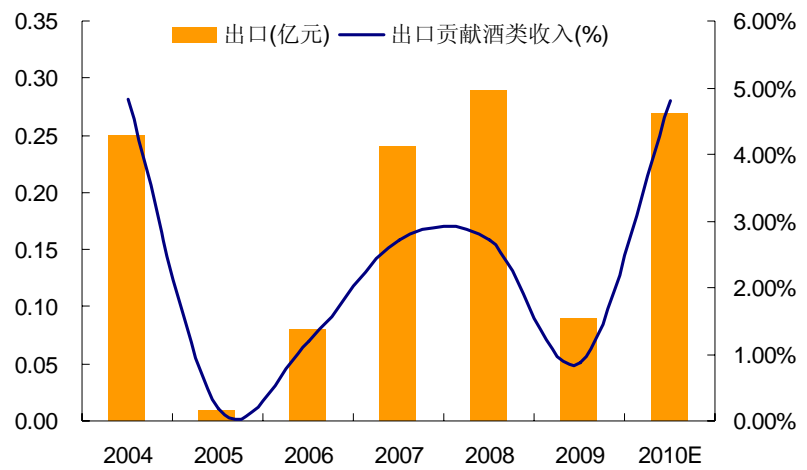
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 8 水井坊中档产品天号陈



资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 9 水井坊出口收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告

双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二期末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14

水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1953	1040	921	956	营业收入	1673	1730	1390	1644
现金	607	376	497	463	营业成本	595	588	304	347
应收账款	67	14	11	13	营业税金及附加	193	208	167	197
其它应收款	113	9	7	8	营业费用	298	346	278	329
预付账款	17	29	15	17	管理费用	99	138	104	123
存货	906	353	182	208	财务费用	-1	-1	-1	-1
其他	243	260	208	247	资产减值损失	16	8	0	0
非流动资产	842	1094	1291	1482	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	31	32	32	投资净收益	14	47	0	0
固定资产	185	329	471	601	营业利润	487	489	538	649
无形资产	525	525	525	525	营业外收入	13	15	10	10
其他	100	208	263	323	营业外支出	0	1	10	10
资产总计	2794	2135	2213	2438	利润总额	499	504	538	649
流动负债	1133	555	521	564	所得税	180	181	161	162
短期借款	24	0	0	0	净利润	319	322	377	487
应付账款	115	111	58	66	少数股东损益	-1	1	0	0
其他	994	443	462	498	归属母公司净利润	321	322	376	486
非流动负债	157	17	23	31	EBITDA	503	516	581	710
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.66	0.66	0.77	1.00
其他	157	17	23	31					
负债合计	1290	572	544	595	主要财务比率				
少数股东权益	11	12	12	12	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	489	489	489	489	成长能力				
资本公积	408	408	408	408	营业收入	42.0%	3.4%	-19.7%	18.3%
留存收益	597	655	761	934	营业利润	-0.4%	0.5%	9.9%	20.6%
归属母公司股东权益	1493	1551	1657	1830	归属于母公司净利润	2.2%	0.3%	17.0%	29.3%
负债和股东权益	2794	2135	2213	2438	获利能力				
					毛利率	64.4%	66.0%	78.1%	78.9%
					净利率	19.2%	18.6%	27.1%	29.6%
					ROE	21.5%	20.7%	22.7%	26.6%
					ROIC	34.8%	28.7%	34.5%	37.2%
					偿债能力				
					资产负债率	46.2%	26.8%	24.6%	24.4%
					净负债比率	1.86%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.72	1.88	1.77	1.69
					速动比率	0.91	1.24	1.42	1.33
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.70	0.64	0.71
					应收账款周转率	21	39	89	108
					应付账款周转率	7.25	5.19	3.59	5.57
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.66	0.77	1.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	0.51	1.31	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.18	3.39	3.75
					估值比率				
					P/E	32.37	32.26	27.58	21.34
					P/B	6.95	6.69	6.26	5.67
					EV/EBITDA	19	19	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434