

分析师：刘冉

执业证书编号：S0730511050002

021-50588666-8010

帝亚吉欧获水井坊（600779）控股权点评

公司点评

增持（首次）

报告关键要素：

与外资联姻做白酒产业，公司是“第一个吃螃蟹的人”，未来的不确定性和增长性都很大。公司未来两年的看点：出口业务的爆发增长；“水井坊”系列销量的复苏。

事件：

帝亚吉欧在继收购全兴集团49%股权之后，经商务部批准，进而最终获取全兴集团53%的控股权，成为上市公司水井坊（600779）的实际控制人。

点评：

● 水井坊（600779）目前基本面情况：

- ✓ 白酒：2010年，中高档酒即“水井坊”系列酒的销量和收入减少，造成公司收入增速大幅下滑33个百分点至8.64%；同期“水井坊”毛利率稳定在80.11%，低档酒毛利率上升15个百分点至29%。在中高档白酒销量普遍大幅增长的时期，公司“水井坊”中高端系列酒销量下滑：省内收入增长缓慢，2010年省内收入增长仅16%（此项增长老窖为60.31%，汾酒为37.54%），省外收入负增长（此项增长老窖为44%-56%，汾酒为46.87%），分析其主要原因是公司营销力度的欠缺。
- ✓ 房地产：2010年，公司房地产业务的毛利率大幅下滑15个百分点，直接导致公司毛利率下滑9个百分点至55.54%。
- ✓ “水井坊”收入的减少（减少了11%）以及房地产业务毛利率的下降是公司2010年业绩下降近27%的主要原因。2011年1季度，公司业绩基本延续了上年情况，营业收入出现-1.83%的负增长，业绩增长14%，远远低于行业水平。

- 公司近几年处于大东家更迭的特殊时期，管理混乱、收购与被收购方的磨合成本是难以避免的。帝亚吉欧于2006年以5个多亿拿下全兴集团43%的股权，于2008年继续收购全兴集团股权至49%，此次再次收购盈盈投资手中4%的股权，从而控股全兴集团以及成为上市公司的实际控制人。2010年3月，帝亚吉欧大中华区总经理柯明思出任公司总经理，同时主要部门人事到位，为公司的平稳发展提供人事前提。预计2011年仍旧是公司的调整年、整合年和改革年，2012年公司业绩有望显现拐点。

● 公司未来两年的看点：

- ✓ 一是出口业务的爆发增长。公司近几年的全球出口业务持续增加，2010年出口业务收入0.45亿，占总销售的2.5%（茅台是4.09亿，占总销售的3.6%），公司争取尽快达到10%，未来国际市场销量增速将快于国内市场。公司出口白酒主要面对国际市场的免税店，以及部分不免税的零售终端，所有出口业务都是通过帝亚吉欧的网络渠道进行。“水井坊”国际定价将会有别于国内定价，可增强出口的盈利能力。帝亚吉欧拥有国际平台以及强大的销售体系，公司未来在出口业务方面具有得天独厚的优势，预计将会出现爆发式增长，但是国外白酒市场成形仍需经过较长的培育阶段。
- ✓ 二是“水井坊”销量的复苏。“水井坊”销量复苏取决于公司近两年能否出台强有力的营销改

革。公司目前销售制度仍延续已有的以省为单位的总代理模式，只是未来将会投入更多的宣传费用以及更加注重提升品牌的响亮度。老窖搞“七泉制度”、洋河和汾酒搞“深度分销”，都带来了销售业绩的大幅增长，公司若能辟得蹊径，有望在销售方面取得立竿见影的效果。我们认为，公司未来如何最重要的还是取决于国内市场的开拓。

- 与外资联姻做白酒产业，公司是“第一个吃螃蟹的人”，未来的不确定性和增长性都很大。帝亚吉欧是世界最具规模的高级酒品公司，旗下拥有的知名品牌包括尊尼获加、Guinness、Smirnoff、Baileys等，行销众多品牌并拥有强大的销售通路。帝亚吉欧始创于1749年，是一个通过并购建立起来的庞大帝国，占有全球30%的洋酒市场份额，拥有100个世界顶级酒类品牌中的14个，可谓是一个烈性酒品牌的“俱乐部”。收购水井坊（600779）股权是帝亚吉欧第一次涉足中国白酒，后者将为水井坊（600779）提供产业资本、国际营销平台等国际性资源。反之，中国白酒联手外资也是行内第一家。此次收购对水井坊（600779）未来的业绩增长构成正反两面较大的不确定性。
- 投资评级：公司有坚实的品牌基础，此事件又使公司获得国际资源，长期看好公司在国内外市场的增长空间。中短期内，公司基本面仍有待改善，且收购事宜之后公司仍需经过一个阶段的整合期、调整期。预计公司2011、2012年EPS 0.74、0.88元，相应的PE为30、25倍，给予公司“增持”评级。
- 风险：“水井坊”销量持续下滑；房地产业务盈利水平较大波动。

盈利预测

	2010	2011E	2012E
营业收入（亿元）	18.18	20.18	23.97
增长比率（%）	8.64	10.61	18.82
净利润（亿元）	2.35	3.63	4.32
增长比率（%）	-26.57	54.57	18.80
每股收益（元）	0.48	0.74	0.88
市盈率（倍）	46.69	30.14	25.37

注：以6月29日收盘价为基准。

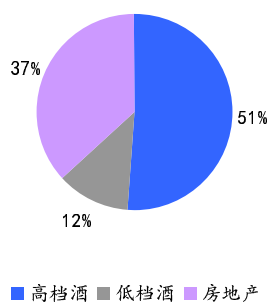
市场数据（2011年06月29日）

收盘价（元）	22.41
一年内最高/最低（元）	24.40/19.18
沪深300	3000.17
市净率（倍）	6.93
流通市值（亿元）	66.18

基础数据（2011年03月31日）

每股净资产（元）	3.24
每股经营现金流（元）	0.07
毛利率（%）	79.70
净资产收益率（%）	7.75
资产负债率（%）	27.83
总股本/流通股（万股）	4885/4885
B股/H股（万股）	/

图1：公司收入结构(2010年)



资料来源：公司年报

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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。