



# 未有评级

600779.SS

价格: 人民币 26.64

板块评级: 增持

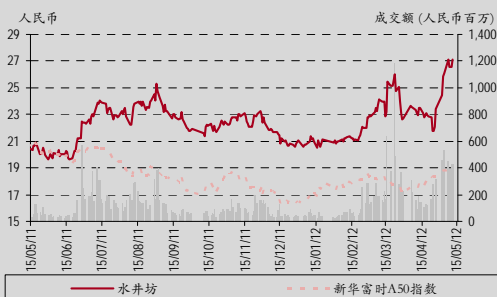
## 本报告要点

- 2012年5月10日邀请公司代表参加中银国际投资者策略会交流

## 主要催化剂/事件

- 二三季度保持较高增长速度

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29	14	25	30
相对新华富时A50指数	18	13	25	43

发行股数(百万)	488.55
流通股(%)	60.29
流通股市值(人民币 百万)	7,847
3个月日均交易额(人民币 百万)	130
主要股东(%)	
全兴集团	39.71

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年5月15日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

\*苏斌为本报告重要贡献者

# 水井坊

## 控股有定论, 2012 多举措加快发展

公司大股东全兴集团的股份转让尘埃落定, 外方帝亚吉欧终获得集团 53% 股份, 并顺利完成对上市公司的要约收购。收购完成后, 公司上下关于加快发展的共识更加统一, 同时相关举措的制定和执行效率均会有较好的改善。2012 年 1 季度公司酒业销售实现开门红, 销售增长数据与高端白酒企业保持同一阵列。

## 主要发现

- 2010 年下半年开始, 公司管理改进工作真正推向前进, 生产、营销、质检品控、危机和风险管理水平均有显著改善。
- 公司建立起新的销售、市场和创新体系, 同时增加消费者洞察部, 改进流程, 增强协作。
- 2012 年公司于销售、营销和产品创新方面同时推进多项举措以加快发展, 包括: (1) 设立五大区以提高对总代理经销商的沟通效率, 提高市场反应速度; (2) 重点发展团购业务, 提高团购占比; (3) 开设 20 余家品牌体验店, 增强体验式营销; (4) 继续增强创新, 推定制酒和品鉴酒; (5) 广告投入力度将加大, 以扭转之前品牌投入相对落后导致品牌力下降的不利局面等。
- 超高端白酒价格提升过快, 导致公司产品性价比凸显。1 月中旬公司对产品进行提价, 井台装终端价 858 元, 仍然在一线白酒当中较低。2012 年公司加大营销力度的同时, 重点推价格更高的“典藏”, 力求实现品牌力提升带动高端产品销售。

## 主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费不振。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,818	1,482	1,777	2,080	2,204
变动(%)	8.64	(18.49)	19.91	17.05	5.96
净利润(人民币 百万)	235	320	428	519	589
市场预期每股收益(人民币)	0.48	0.66	0.87	1.06	1.20
变动(%)	(26.57)	36.14	33.40	21.40	13.49
全面摊薄市盈率(倍)	55.5	40.4	30.6	25.1	22.2
每股现金流量(人民币)	(0.08)	0.97	1.42	0.99	1.05
价格/每股现金流量(倍)		27.5	18.8	26.9	25.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 公司历史沿革和股权结构现状

公司最初名为四川制药（全称：四川制药股份有限公司），于1996年底上市。四川制药是由国营四川制药厂独家发起并改组的股份有限公司。四川制药厂始建于1958年，是国家定点的抗主素原料药及制剂的大型骨干企业。

四川制药上市后，抗生素市场走下坡路，公司经营困难。在成都市政府协调下，国资控股企业四川全兴集团同上市公司签署资产置换协议，全兴集团旗下的酒业资产（全兴酒业）进入上市公司。1999年8月公司更名为全兴股份。

20世纪初，在国退民进背景下，公司改制得到地方政府支持。2002年，四川省政府批准全兴集团为四川大型国有企业进行国有资本退出的试点单位。成都市财政局（原成都市国有资产管理局撤销，持股转向财政局）将持有的上市公司股份全部划转给全兴集团。

2004年全兴集团实现MBO。

### 公司股权变动情况

1997年，经成都市人民政府批准，成都市国有资产管理局宣布将其持有的上市公司48.44%股份授权全兴集团持有和经营，并于2002年5月实现划转。

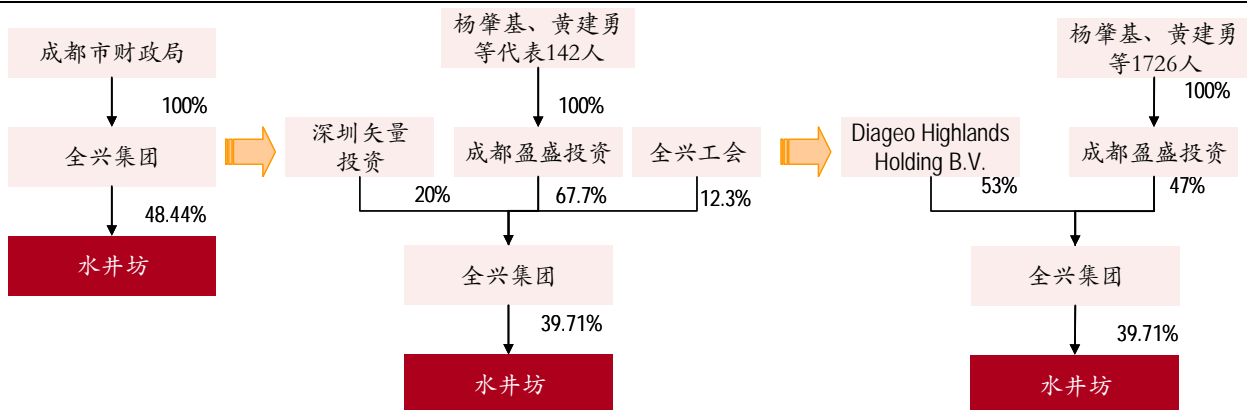
2004年全兴集团实现管理层收购，集团层面股权出现重大变化。

2006年成都盈盛投资将所持全兴集团43%股权转让给国际酒业巨头帝亚吉欧（此前通过一系列转让运作，盈盛投资已经持有全兴集团94%股份），2008年全兴工会将所持剩余6%股权转让给帝亚吉欧，帝亚吉欧合计持有全兴集团49%股权。

2009年9月开始，经营团队控制的成都盈盛投资拟继续向帝亚吉欧转让全兴集团股权，并于2010年3月签订转让协议，帝亚吉欧同意受让盈盛所持全兴集团4%的股权，2012年1月份，全兴集团控股权发生变化，外资累计获得其53%股份。

2012年5月，外资对上市公司水井坊要约收购完成，共有3,154股流通股接受外资要约，占上市公司总股本0.00065%。

图表 1. 公司股权变化



资料来源：公司公告，中银国际研究

## 员工激励实现

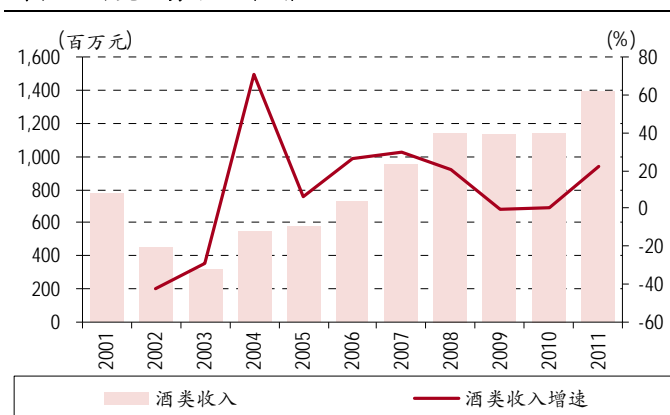
公司改制后，全兴集团母子公司中层以上管理团队142余人合计持有成都盈盛投资87.24%股份，成都盈盛其余12.76%股份为预留份额，拟分配给表现突出的其他新增团队成员。2009年底，成都盈盛股权受益范围扩大到包含原142人在内的1,726人团队，员工持股计划在更大范围得以实施。

## 主营业务情况

**中高端白酒引领增长。**公司2000年开始推出高端“水井坊”品牌，获得巨大成功，以水井坊为核心的中高档产品2001-2008年年均收入增长28.39%，中高档酒收入的持续高增长带动公司酒类业务收入从2003年最低点的3.28亿元增长至2008年的11.38亿元，年均增长28.24%。

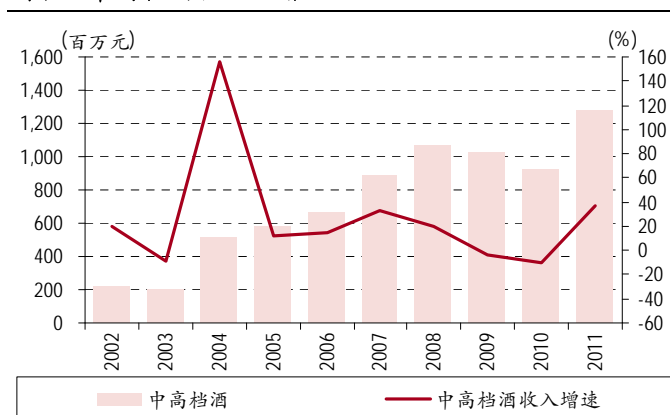
公司收入增长主要系中高档酒贡献，中高档酒收入于酒类收入占比常年高于90%。

图表 2. 酒类业务收入和增速



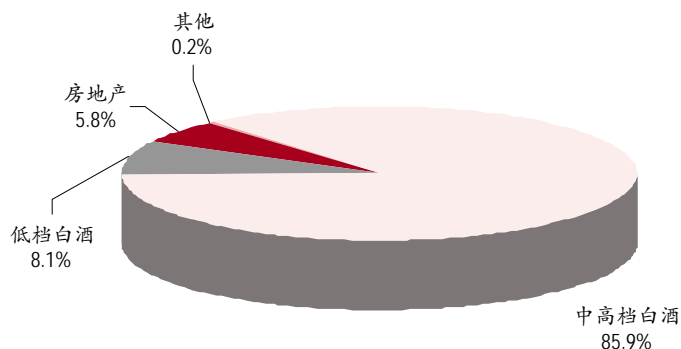
资料来源：公司公告

图表 3. 中高档酒收入及增速



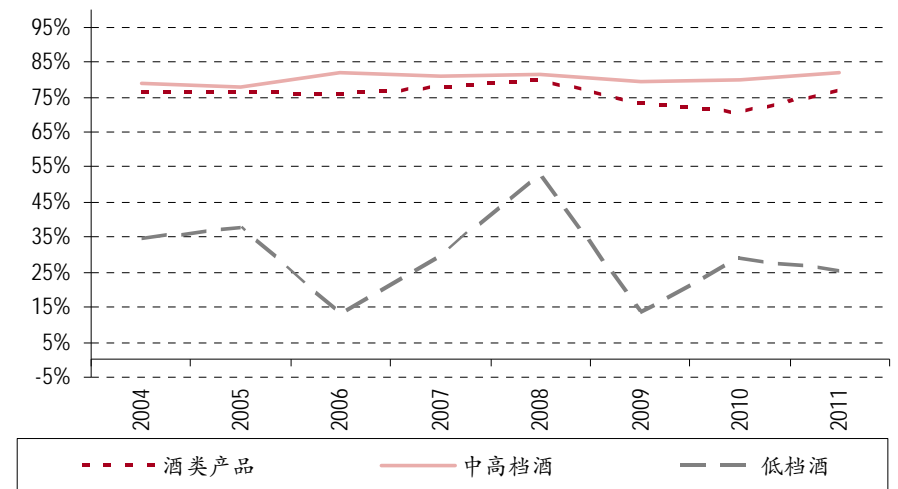
资料来源：公司公告

图表 4. 公司收入结构-2011 年



资料来源：公司公告

**中高档酒保持高毛利率水平，是盈利水平的保证。**公司中高档酒为主的酒业收入结构导致公司酒业毛利率较高。中高档酒毛利率持续高水平，2004年以来，中高档酒毛利率水平长期保持在77.5%以上，2011年中高档酒毛利率水平达到81.8%。

**图表 5. 中高档酒高毛利率**


资料来源：公司公告

### 产能、产品和价格

公司原有基酒产能 4,000-5,000 吨，剥离全兴酒业后，降至 3,000 吨左右。

公司于邛崃酿酒基地正在建设当中，预计 2014 年投产，达产期较长，达产后可达 2.8 万吨。

公司主要产品分为：以菁翠为代表的超高端、高端水井坊典藏和井台装、中档天号陈。

价格方面，典藏终端价 1,980 元，出厂价约 1,300-1,500 元之间；井台装终端价 858 元，出厂价在 600 元附近。

2011 年下半年，高端酒市场价格上涨迅速，公司 800 附近的终端价凸显了性价比，一定程度对销售形成了有利的支撑。

### 股权事项尘埃落定，增长好转，2011 年是恢复较快增长的第一年

2009 年 9 月开始，全兴集团控股股东成都盈盛投资拟继续向外资转让集团股权，2010 年 3 月签订协议，此后进入跨时较长的待批复期。

我们认为，中外团队的磨合期、新老管理层交替期新、转让候批等待期，以及中外方股权比例过于接近的决策尴尬期等多方面原因导致公司 2009 年和 2010 年酒业收入增长放缓，分别为 -0.31% 和 0.60%。

进入 2011 年以后，股权转让渐次清晰，重要事件是 2010 年底全兴酒业的剥离（接手方为上海糖业烟酒集团）；2010 年下半年开始外资方主导的管理改进推进到公司经营的各个方面，开始发生作用，效果显现。使得公司 2011 年业绩开始显著好转。2011 年 1-9 月份公司酒类业务收入即已同 2010 年全年酒业收入持平。

2011 年公司酒业收入同比增长 22.07%，中高档酒收入增长达 37.26%。

### 淡出房地产业务，2012 年 1 季度收入增长“开门红”

公司 2011 年蓉上坊项目销售完结之后再无新房地产开发和销售项目，公司名下相关土地也正在洽售阶段，公司未来聚焦酒业。

2012 年 1 季度，公司主营业务（主要是酒业）继续保持快速增长，其中收入 6.41 亿元，同比增长 52.69%，净利润 1.80 亿元，同比增长 47.37%，同其他高档酒企业的增速数据在同一队列。

### 新气象，新发展

2009 年外方管理团队进入后，管理改进是工作重点，“修炼内功”取得明显成果，公司品控和质检方面走在全行业前列，生产、危机管理和风险管理水平都有明显提升。

组织架构上，公司销售、市场和创新三大体系构建以替代旧的体系，新近继续增加消费者洞察部，消费者洞察部的主要工作内容包括：网络信息汇编，KA 商超购物研究，广告前测等。

随着全兴集团股权的尘埃落定，公司 2012 年在内功修炼取得阶段性成果的基础上，将开展多项工作，重点放在营销提升，力求实现较快发展。

图表 6.2012 年工作重点预估

角度	内容	备注
1	销售 总代理模式进行修补改进，改变过去“有权无责”。同经销商推动联合生意计划。	通过月度和季度年度会议，建立水井坊销售部、市场部、与总代进行交流沟通平台，加强双方联合合作，目的使公司与总代达成战略到执行的高度统一。
2	销售 加强团购	在团购上多做文章，公司团购业务比较薄弱，近年占 10%左右，销售重点是商超，其次餐饮。团购如果做好，对公司贡献很大的。
	销售 设立五大区平台	于武汉、成都、上海、广州和北京设立五大区平台，加强同总代经销商的沟通效率，提高反应速度，问题就地解决
	销售 2012 年重点推典藏	典藏单价更高，盈利水平更高
3	营销 开设 20 家左右的体验店	公司 2012 年预计将在全国建 20 个品牌体验店，和专卖店不同，注重品牌形象宣传和提升，附带销售任务。公司会参与投资和经营管理。预计第一家建在成都。
4	营销 加大营销投入，尤其是广告投入	提升品牌，扭转之前品牌力下降造成的不利影响，以品牌拉动销售
5	产品 加大创新	多做创新文章，推定制酒，贵宾品鉴酒

资料来源：中银国际研究

公司于 2011 年报当中计划 2012 年收入增长 20%以上，我们预计公司增长目标可能在 30%-40%之间。由于 2012 年是营销恢复投入年，广告投入力度会加大，预计净利润增速可能会略低于收入增速。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371