

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

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: 19.98元

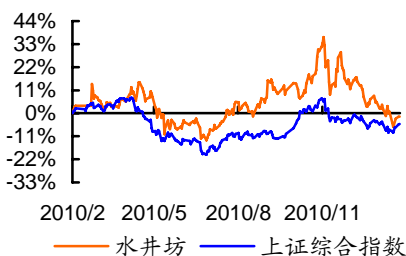
评级调整: 首次

### 基本资料

上证综合指数	2798.96
总股本(百万)	489
流通股本(百万)	295
流通市值(亿)	61
EPS (TTM)	0.58
每股净资产(元)	3.08
资产负债率	46.2%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
水井坊	-7.70	-17.08	-0.97
上证综合指数	-0.32	-8.35	6.12



### 相关报告

水井坊

600779

推荐

## 股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候

近日我们走访了水井坊及各地一些销售终端，就公司经营情况及发展战略作了交流。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，较当前股价有近 8% 的溢价，该交易获商务部批准的概率很高，股价凸显套利空间，同时公司有可能在 DIAGEO 的管理下实现价值提升，我们给予“推荐”的投资评级。

### 投资要点:

- **曾创高档酒崛起典范，有望成为世界酒业巨头 DIAGEO 倾力打造的新增长引擎。** 公司曾获三届中国名酒称号，具品质基础。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，在当前已经扫清所有政策障碍的情况下，极有可能成为占全球烈酒 28% 市场份额的烈酒巨头 DIAGEO 在华控股的唯一白酒公司，成为其倾力打造的新增长引擎。
- **外方高管提出未来 3 年达到 30 亿收入的目标，复合增速约 40%。** 要实现如此高速增长，最重要的两个增长点来自于：一是在管理、品牌、渠道方面帮助水井坊提高竞争力，提升国内的市场份额；二是将水井坊推向国际市场。
- **茅台飙价，给公司留出了发力的空间。** 2009 年以来，茅台价格强劲飙升，终端价已经拉开水井坊近一倍。我们认为其驱动因素是新增了投资性需求，但挤出部分商务需求将给水井坊留下发力空间。
- **品牌有待强化，结构仍需完善。** 水井坊是公司主要的收入及利润来源，但近年来品牌力有所下滑。在央视 2011 年广告招标中，公司并未大手笔参与，我们认为这反映了 DIAGEO 后续可能会调整营销措施来强化品牌力。公司同时也在上下延伸产品线，发力完善产品结构。
- **深度分销及扁平化运作提升公司渠道掌控力。** 公司自 2009 年开始加强 KA 渠道建设，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，力图提升公司的渠道掌控力，为提价做准备。
- **DIAGEO 助力水井坊走向国际市场带来想象空间。** DIAGEO 与公司合作开发的海上幻伏特加在海外试销，一旦成功有望返回国内夜场销售；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。
- **“推荐”投资评级。** 预测公司 10、11、12 年实现 EPS0.66、0.77、1.00 元，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，公司股价具极强的安全边际，我们给予“推荐”的投资评级。

**风险提示:** 宏观经济下行、DIAGEO 收购审批通过时间不确定

### 主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
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

资料来源: 中投证券研究所

## 目 录

一、公司简介：创高档酒崛起典范，有望成为世界酒业巨头 DIAGEO 倾力打造的新增长引擎	4
二、行业分析：茅台飙价，给水井坊留出发力空间	6
2.1 高档酒发展的四个阶段	6
2.2 投资性需求推动茅台酒价飙涨，给水井坊留出发力空间	7
三、业务分析：品牌、渠道的调整值得期待	10
3.1 管理日趋规范，团队尚待稳定	10
3.2 品牌：品牌有待强化，结构仍需完善	11
3.2.1 水井坊：差异化定位+事件营销塑造品牌，未来有待加强	11
3.2.2 品牌上下延伸，丰富产品系列，挖掘盈利增长点	14
3.2.3 剥离中低档酒全兴品牌对业绩影响不大	15
3.3 渠道：深度分销+扁平化运作加强渠道掌控力，出口业务带来想象空间	15
3.3.1 深度分销+扁平化加强渠道掌控力	15
3.3.2 DIAGEO 做海外总代理给出口业务带来想象空间	16
3.4 优质基酒多达 2 万吨，产能、品质有充分保障	17
3.5 房地产业务：有望反哺酒业	17
四、投资建议：收购要约保证安全边际，给予“推荐”评级	18
4.1 收购要约使得公司股价在 21.45 元左右有很强的安全边际	18
4.2 盈利预测及投资建议	18

图 1 当前水井坊占中国高档酒市场 8%的销量.....	4
图 2 水井坊组织结构.....	5
图 3 DIAGEO 全球收入平稳增长.....	5
图 4 水井坊高档白酒收入增速较高.....	5
图 5 高档酒酒价变化历程.....	6
图 6 近 5 年高档白酒供给量.....	7
图 7 高档白酒供给来源.....	7
图 8 我国财政收入随 GDP 增长而稳定增长.....	8
图 9 行政管理费用占财政支出之比达 20%.....	8
图 10 PMI 指数.....	8
图 11 工业增加值仍将高位增长.....	8
图 12 我国人均收入快速增长.....	9
图 13 五粮液价格与人均可支配收入比值较为恒定.....	9
图 14 茅台酒价飙升分析逻辑.....	10
图 15 水井坊销量情况.....	12
图 16 水井坊近年来出厂价提价情况.....	12
图 17 水井坊营业费用持续增长.....	13
图 18 水井坊的营业费用率自 07 年起高于同行.....	13
图 19 近十年高档白酒终端价情况.....	13
图 20 近五年高档白酒出厂价情况.....	13
图 21 水井坊超高档产品菁翠.....	14
图 22 水井坊中档产品天号陈.....	14
图 23 2010 年第三季度水井坊营业收入有所下滑.....	16
图 24 水井坊夜场产品 SHANGHAI WHITE (海上幻).....	16
图 25 水井坊出口收入.....	17
表 1 历届评酒会评出的中国名酒.....	4
表 2 水井坊高管团队情况.....	11
表 3 水井坊产品体系.....	11
表 4 水井坊事件营销.....	12
表 5 盈利预测关键假设表.....	18
表 6 白酒企业的估值比较.....	19

## 一、公司简介：创高档酒崛起典范，有望成为世界酒

### 业巨头 DIAGEO 倾力打造的新增长引擎

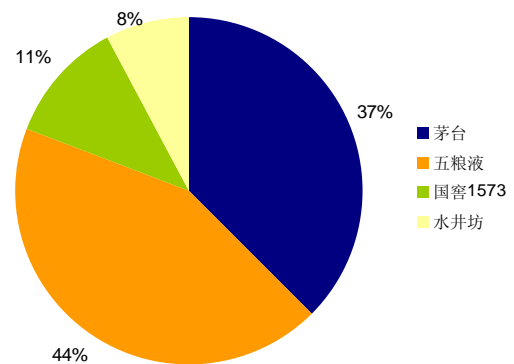
公司前身是由“福升全”、“全兴成”、“永兴敬”等老酒坊在 1951 年成立的国营成都酒厂，生产的全兴大曲曾获三届中国名酒称号，具有良好的品质基础。在 1993 年，公司投资四川全兴足球俱乐部，率先以体育事件营销白酒，随着“全兴雄起”的口号，使中低档酒全兴大曲畅销全国，1999 年公司借壳上市成功，同年在老酿酒车间挖掘出元末明初的“水井街酒坊遗址”，被国家文物局列为“1999 年全国十大考古新发现”，借此打造出全新的品牌“中国白酒第一坊”——水井坊，凭借差异化的定位、营销，成功切入高档酒阵营，成为与茅台、五粮液、国窖 1573 齐名的中国高档白酒，创造出中国白酒营销史上一大经典案例。

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

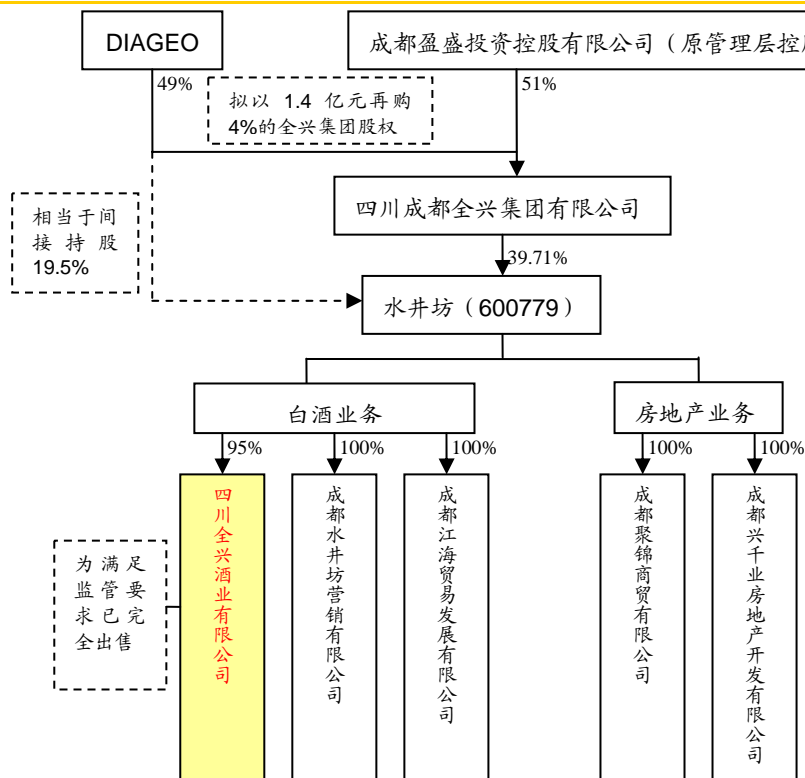
运作成功水井坊的同时，2002 年公司管理层及母公司全兴集团中层助理以上 142 名团队成员自筹资金并办理信托贷款组建盈盛投资有限公司、联合深圳市矢量投资发展有限公司、四川全兴股份有限公司工会对母公司全兴集团实现了 MBO。

2006 年 MBO 完成后，公司管理层通过出售全兴集团 43% 股权的方式，从集团层面引入世界酒业巨头——DIAGEO（即帝亚吉欧），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，将其打造成 DIAGEO 酒业的新增长点。

但该交易尚需商务部、证监会审批。政策上主要障碍是商务部发布的《外商投资指导目录》中，规定了我国的黄酒和名优白酒的生产必须由中方控股。水井坊拥有的全兴大曲在 1963 年就被评为八大名酒，列于限制名录中，但水井坊为新兴品牌，不受此限制。2010 年 3 月水井坊出售了全兴酒业 55% 的股权，2010 年 12 月水井坊公告，拟将持有的四川全兴酒业有限公司剩余 40%

股权转让给上海市糖业烟酒（集团）有限公司（金枫酒业的大股东）。至此全兴大曲完全剥离，外资控股全兴集团的产业政策不再是障碍，商务部批准的可能性大大提高。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。

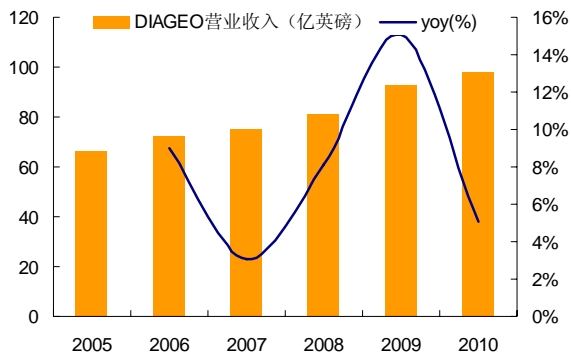
图 2 水井坊组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

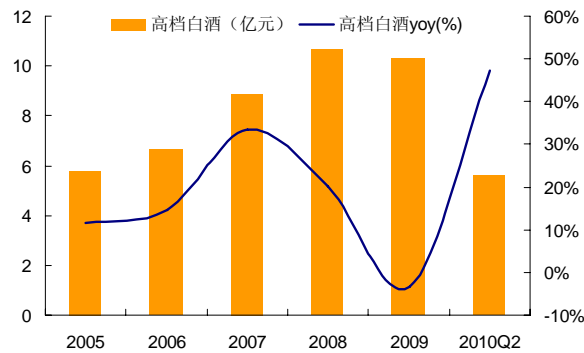
DIAGEO 是全球最大的烈酒制造商，占有全球烈酒 28% 的市场份额，但由于其在欧美地区的业务已较为成熟，近年来增速并不快，而增长迅速的中国烈酒市场无疑对其有巨大的吸引力。水井坊正是其进军中国最重要的途径，一旦交易获批，掌握控股权，水井坊有望成为 DIAGEO 倾力打造的新增长引擎。

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

DIAGEO 派驻水井坊的高管提出未来 3 年达到 30 亿元收入的销售目标，年均复合增长率约 40%。要实现如此高增速，最重要的两个增长点来自于：一



是在管理、品牌、渠道方面帮助水井坊提高竞争力，提升国内的市场份额；二是将水井坊推出国际市场，拓宽海外销售渠道。

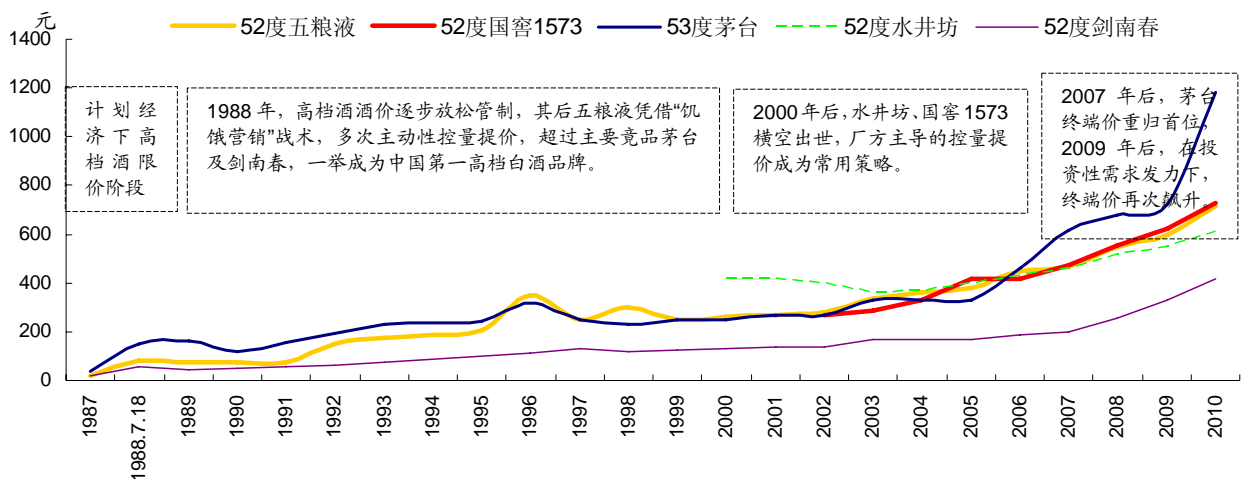
## 二、行业分析：茅台飙价，给水井坊留出发力空间

### 2.1 高档酒发展的四个阶段

我们将定位、定价与五粮液接近的白酒定义为高档酒，通过分析高档酒的发展历史，我们发现高档酒的发展是以价格变化为线索的，经历了四个阶段：即计划经济下限价阶段；五粮液率先凭高定价成为高档酒领袖阶段；水井坊、泸州老窖觉醒，群雄纷争阶段；茅台终端价重归首位的阶段。

我们认为，当前高档酒发展处于第四阶段，茅台的终端价被四方需求推高：公务需求、商务需求、个人消费需求、投资性需求，尤其是投资性需求的涌入，挤出了部分商务需求、个人消费需求，给茅台的终端价带来了不确定性，在这种情况下，主要竞品国窖 1573、五粮液、水井坊的需求量得以提高，持续提价阻力减小，有望量价齐增。

图 5 高档酒酒价变化历程



资料来源：中投证券研究所搜集整理

阶段一（1988年前），计划经济时代，高档酒产量小，基本特供给党政军等部门，市场流通量很小，此时各高档酒间价格并无太大差异；

阶段二（1989年——2000年）：国家逐步放松白酒的价格管制，放开初期，茅台酒价窜升到高档酒的首位，但其后由于企业计划经济色彩严重，经营策略保守，并未意识到提价的重要性。而五粮液遵循“高档酒首先要做到价格第一”的原则，凭借“饥饿营销”战术，通过积极的控量提价，通过连续三次提价，连续超越了剑南春、泸州老窖、山西汾酒、茅台，适应了中国经济高速增长阶段的消费升级，增强了品牌张力，使品牌价值扶摇直上，一举成为中国第一高档白酒品牌，而茅台在1998年以后开始市场化进程，在提价方面采取对五粮液的跟随策略；

阶段三（2000年——2006年）：水井坊率先横空出世，凭借着成功的品牌塑造策略，大胆地将价格定在五粮液之上，随后通过控量提价的方式逐步提价，以“第一高价酒”的方式做营销，销量节节攀升，随后国窖1573也采取同样的策略切入高档白酒市场，而五粮液在2003年提价对竞品进行反击的过程中，

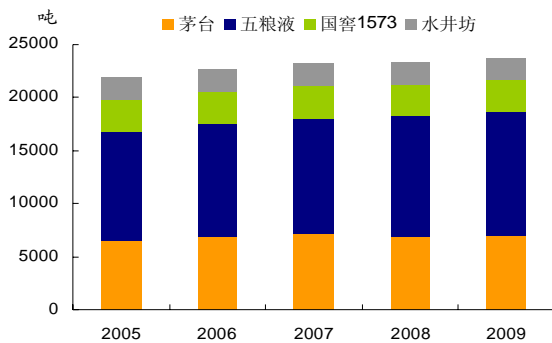
出现了渠道、品牌混乱等一系列的失误，给对手以可趁之机，自此水井坊、国窖 1573 成功进入了高档酒序列；

阶段四（2007 年——）：茅台经过多年对政务、军队等核心消费群体的公关营销，塑造了强大的品牌力，其终端价格在 2007 年超过其他竞品，重归首位。在 2008 年、2009 年上半年经济危机期间，茅台价格出现了短暂的盘整，但 2009 年下半年以后，茅台酒价格出现一轮强劲的飙升，目前其终端价（1400 元）已经拉开五粮液（750 元）及泸州老窖（780 元）接近一倍的差价。我们经过分析，认为这轮飙升背后的驱动因素主要是出现了较大的投资性需求，这部分需求给茅台终端价的变化带来了不确定性，但挤出了部分商务需求、个人消费需求，在这种情况下，主要竞品国窖 1573、五粮液、水井坊的需求量得以提高，而国窖 1573、五粮液、水井坊为了避免脱离高档酒阵营，必然要持续提价，在价差与茅台拉的过大的情况下，其提价阻力减小，有望量价齐增。接下来我们将就此作一分析。

## 2.2 投资性需求推动茅台酒价飙涨，给水井坊留出发力空间

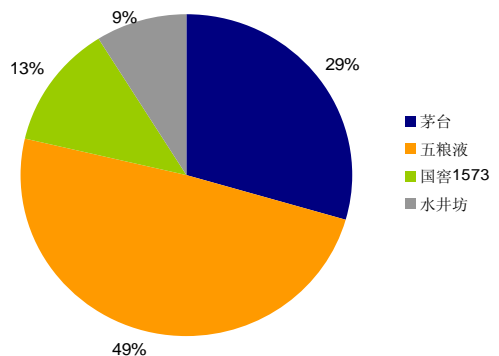
**高档酒供给量增速慢。**从供给来看，受限于生产工艺（如茅台、五粮液优质酒仅占出酒量的 10%、国窖 1573 明窖池数量有限），我国高档白酒供给量增速难以提高，近 5 年复合增速仅 5.6%，即供给具有相对刚性。

图 6 近 5 年高档白酒供给量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

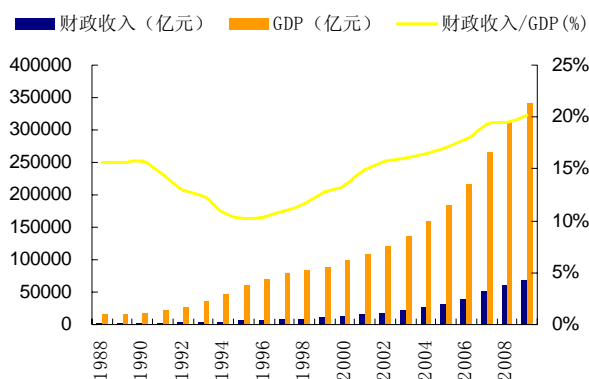
图 7 高档白酒供给来源



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

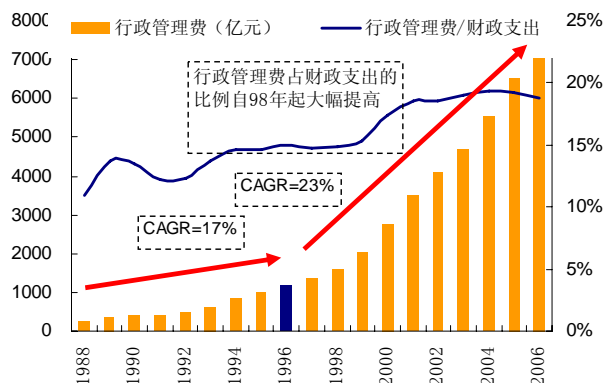
**需求量在持续增加。**尽管需求量难以估算，但是我们可以对高档白酒需求结构进行分析。高档白酒需求主要源于公务、商务、家庭消费需求，其中公务、商务需求约占总需求的九成以上，近年来投资性需求开始出现值得注意。目前公务需求可以概括为“四个 20%”：财政收入占 GDP 比重为 20%，而财政支出与财政收入基本持平，行政管理费用支出约占财政支出的 20%，行政管理费用支出约有 20% 用于公款吃喝，按照酒水在宴席中占比 20% 保守估算的话，目前对高档白酒消费需求至少有 600 亿元，并且随着 GDP 的增长而继续增长。这一块需求只会受政府政策的影响，刚性很强。

图 8 我国财政收入随 GDP 增长而稳定增长



资料来源：统计局、中投证券研究所

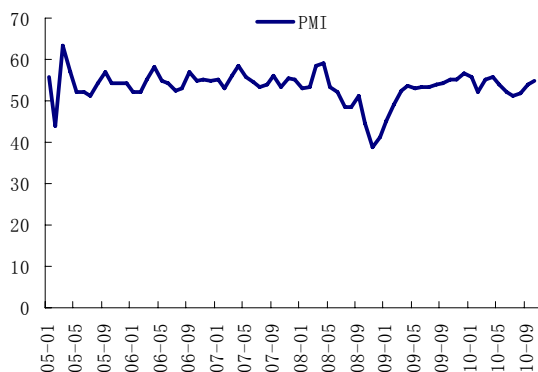
图 9 行政管理费用占财政支出之比达 20%



资料来源：统计局、中投证券研究所

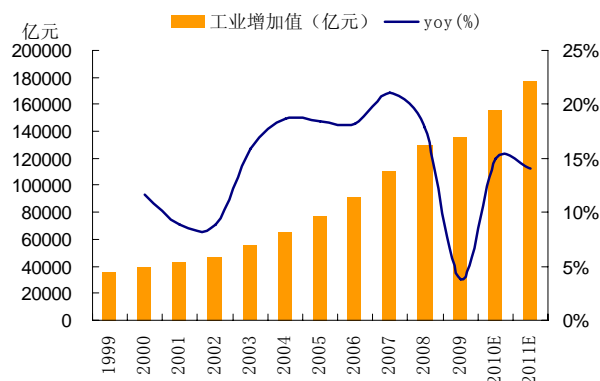
根据业内的市场调研，商务需求约占高档白酒需求量的五成，但商务需求的刚性比公务需求弱，受宏观经济波动影响。如 2008 年的金融危机，就对高档白酒造成了一定的影响，迫使茅台曾控量报价，但这一影响在 2009 年中期后已逐渐消除。根据我们宏观经济研究小组的研究，预测今年的工业增加值增速与 2010 年接近，达 14%，因此，我们认为商务用白酒的消费需求仍将稳定增长。

图 10 PMI 指数



资料来源：统计局、中投证券研究所

图 11 工业增加值仍将高位增长

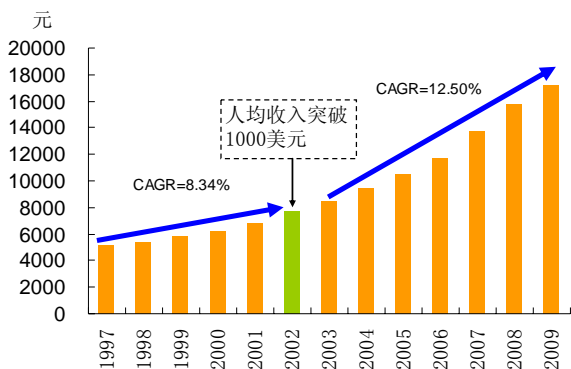


资料来源：统计局、中投证券研究所

从家庭消费需求来看，2002 年我国突破了国际公认的消费升级标准线 1000 美元，2009 年我国人均 GDP 更是跨越 3711 美元大关，上海、北京、天津、浙江、江苏、广东等 10 个省市更是超过 4500 美元，中国社会科学院在 2010 年 12 月 15 日公布的《2011 年社会蓝皮书》中指出，我国基尼系数已超过 0.5。根据国际惯例，人均 GDP 超过 4500 美元，对奢侈品的消费就进入快速增长期，而我国基尼系数大，意味着富裕群体拥有更多的购买力，对高档酒的需求将有望持续。从经典的 52 度五粮液与城镇居民月均可支配收入之比来看，长期稳定在 43% 左右，说明了酒的价格随着居民收入上升而不断增长。

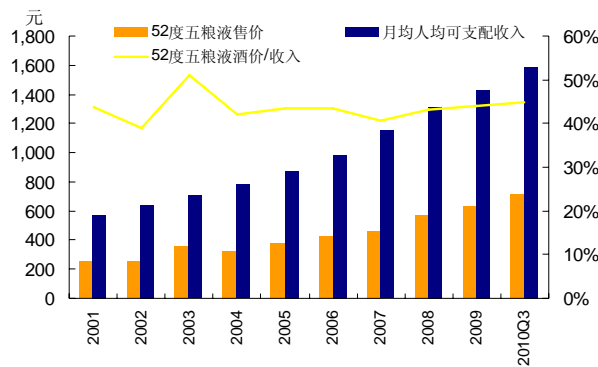


图 12 我国人均收入快速增长



资料来源：统计局、中投证券研究所

图 13 五粮液价格与人均可支配收入比值较为恒定



资料来源：统计局、中投证券研究所

投资性需求出现进一步推涨高档酒，尤其是茅台的价格。我们认为，产品、企业经营、宏观经济三个层面的原因，及白酒拍卖会的兴起这一催化剂，推动了对高档酒投资性需求的出现。

产品层面：高档白酒一般都是有一定年份的高度白酒，具有长期的储存价值，尽管陈年酒一般只做基酒调味，但我国历来有“酒是陈的香”的观念，加之近年来白酒厂商大量推出“年份酒”，炒热了年份酒的概念，更是使“年份陈酒价值高”的观念深入人心。

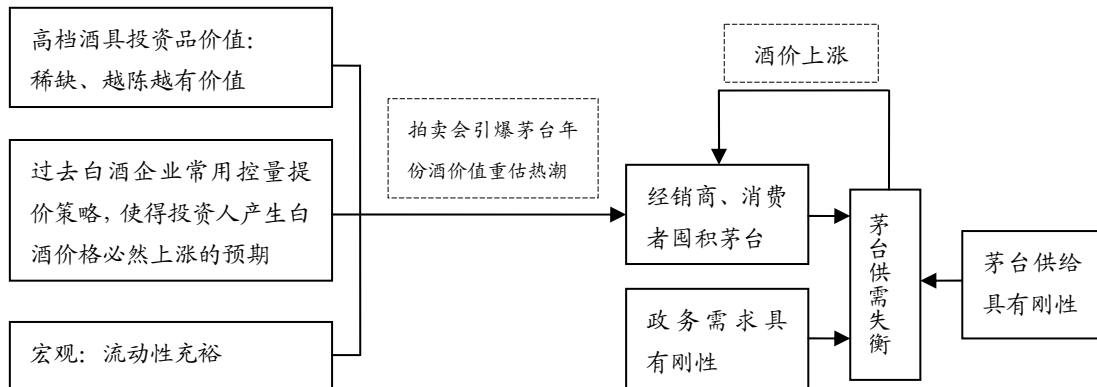
企业经营层面：从我们对高档酒发展的四个阶段可以看出，控量提价是高档白酒厂商的常用策略，尤其是高档酒发展的第三阶段（2000年后），高档酒更是在厂商的主导下价格开始大幅攀升。一些厂商更是有意识地将陈年酒赋予金融属性，如2009年9月，泸州老窖联手民生银行推出名为“国窖1573 高档定制白酒收益选择权”的理财产品。如此一来，就给投资人产生了高档酒必然会涨价的预期。

宏观经济层面：货币超发。2008年以来，我国采取扩张性的货币政策刺激经济复苏，造成流动性充裕，游资炒楼、炒绿豆、炒蒜等新闻屡见报端。有分析认为，目前至少有20亿元的第三方资金进入了茅台的流转体系，约占茅台销售收入的1/6。

高档酒拍卖会，尤其是茅台的拍卖迅速升温：2009年6月14日北京荣宝拍卖公司拍卖的一瓶1959年出厂的茅台酒拍出了25.5万元的天价震动了业界，尽管可比性并不算高，但我们可以作一估算：1959年的茅台到2009年存放时间为50年，价值25.5万元，2009年以720元购置一瓶高度茅台，储存50年后假定价值25.5万元，则年复合收益率高达12.5%，正是此次拍卖后，茅台酒的价值开始被重新认识，酒价开始一路飙升。尽管过去几年也有白酒拍卖，但大部分都是厂商的营销措施，影响力并不大，这次拍卖会后，白酒拍卖会开始密集出现，陈年茅台的交易价格也越炒越高，普通高度茅台酒也跟着加速上扬，最近一次拍卖在2010年12月13日，西泠印社中国陈年名酒专场上，一瓶1958年产土陶瓶茅台酒的拍卖价为145.6万元。

拍卖会上陈年茅台价格飙升，使得经销商及消费者开始重新审视其价值，投资性需求被激发，茅台在各级流通渠道的储存量开始增加，又进一步加剧了其供需失衡，刺激价格上涨，由此产生自反馈效应。

图 14 茅台酒价飙升分析逻辑



资料来源：中投证券研究所搜集整理

由于投资性需求的推动，使得茅台酒的终端价格不确定性提高。但较为确定的是，高档酒中的商务需求刚性并不如政务需求强，茅台酒价格飙升将挤出部分商务需求，从而使得与茅台差价拉开近一倍的主要竞品国窖 1573、五粮液、水井坊的需求量得以提高，持续提价阻力减小，留出了发力空间。

### 三、业务分析：品牌、渠道的调整值得期待

#### 3.1 管理日趋规范，团队尚待稳定

2006 年 12 月 DIAGEO 购得全兴集团 43% 股权后，便开始向上市公司派驻高管，帮助水井坊改善内部管理、生产质量控制、财务管理三方面的工作。在内部管理方面，公司加强对员工培训、人事安排、薪酬激励的调整，薪酬激励向销售等关键部门倾斜，这将极大提高公司内部员工的工作积极性，提升公司的执行力。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。

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，如 2008 年时年 43 岁的黄建勇开始担任公司董事长，2010 年原 DIAGEO 大中华区总裁，时年 40 岁的 Kenneth Macpherson（柯明思）开始担任公司的总经理。年轻化有望使公司的营销出现新思维。但由于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。

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 Barcazk (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

### 3.2 品牌：品牌有待强化，结构仍需完善

在产品结构方面，水井坊 90%的收入、利润来源于高档品牌“水井坊”，该品牌体系下有水井坊、水井坊典藏、天号陈和往事系列以及邛坛世家等产品；原中低档品牌“全兴”系列在 2010 年底已全部剥离，公司的酒类业务的收入、利润进一步集中于“水井坊”品牌，存在一定的风险。公司意识到这个问题，正逐步向上及向下延伸产品线来完善产品结构。

表 3 水井坊产品体系

产品系列	K/A 零售价
61 度典藏版水井坊	880 元
52 度井台瓶水井坊	698 元
天号陈	358 元
SHANGHAI WHITE (海上幻)	60 美元

资料来源：中投证券研究所搜集整理

#### 3.2.1 水井坊：差异化定位+事件营销塑造品牌，未来有待加强

1963 年，在第二届中国名酒评比中，水井坊的前身全兴大曲入围八大名酒；1984 年，在第四届名酒评比中，全兴大曲再度入围，成为中国十三大名酒；1989 年的第五届评比中，全兴大曲第三次入围，成为中国十七大名酒。三届中国名酒的称号说明了水井坊具有良好的品质基础。1999 年由于酒厂要

搬迁，在对原生产车间的清理挖掘过程中，发现了沿用至今的元、明、清古窖 8 口，炉灶 4 座，灰坑 4 个，表明原厂址是一处前店后坊的综合经营场所，集生产和销售为一体，遗址沿用数百年未有间断转产。公司借机将遗址申报为“全国重点文物保护单位”，并推出了全新的品牌——水井坊。

自 2000 年 8 月在广州首次上市以来，水井坊迅速拓展了华南市场，并成功导入了北京、上海、山东等重量级市场，扩展了海南、湖南、广西、云南、河南等区域市场，还成功出口港澳台、东南亚等海外市场，实现了量价齐升。

图 15 水井坊销量情况

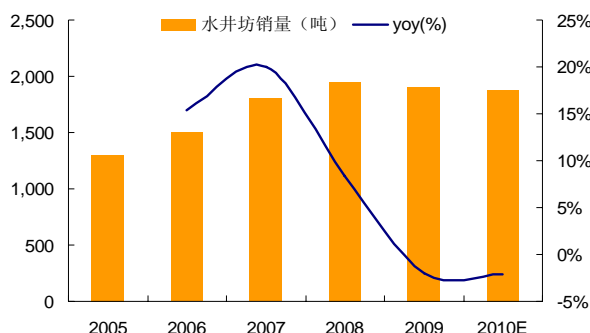
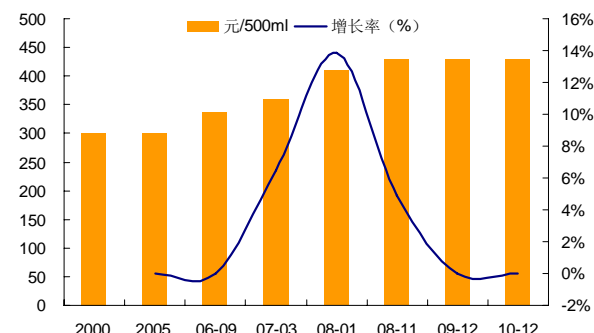


图 16 水井坊近年来出厂价提价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

**我们认为水井坊品牌的成功主要归功于差异化的定位及成功的事件营销。**

**差异化定位。**在水井坊上市之前，在消费者的心目中最高档的酒只有茅台、五粮液，水井坊在推出之时，大胆地将出厂价定在 300 元，比茅台和五粮液要高出近百元，以“老窖遗址”的“中国白酒第一坊”作为文化支撑点，成为消费者眼中的超高档白酒标杆和领先者，其标新立异迅速在业界和消费群体中赚足了眼球，品牌价值迅速提升。这一定位方法同样也成就了国窖 1573 等追随者。

**事件营销塑造品牌。**自 2000 年在广州花园酒店举办产品上市新闻发布会以来，水井坊就通过各种事件营销手段借势，吸引媒体和观众的眼球，塑造影响力。

表 4 水井坊事件营销

时间	事件营销
2000	上市新闻发布会堪称四川企业迄今为止规格最高、声势最大的一次新产品异地上市推介活动，广邀川、穗两地有关领导及历史、考古、白酒界专家参加
2001	在人民大会堂国宴厅举办“穿越历史，传承文明——国宝水井坊璀璨登场大型庆祝酒会”，在上海世界会议中心举行了“穿越历史，传承文明——国宝水井坊登陆申城招待酒会”，邀请了上海市领导、四川省副省长、成都市副市长等千余名嘉宾出席
2004	成为“邓小平同志诞辰 100 周年纪念活动”的指定饮用白酒
2005	开展“带一瓶酒去法兰西”活动、“月上风雅——水井坊礼颂”活动、“水井坊——情迷法兰西爱乐”新年音乐会活动、“冠名新疆自治区成立 50 周年大庆系列报道”活动、参与“千秋蜀汉风，武侯海峡诗歌楹联会”活动
2006	冠名 2006CCTV“中国经济年度人物评选”大幕，策划并执行了“温一壶月光下

酒”中秋活动、“瓶子里的中国年”春节活动，还策划执行了区域事件营销活动，如：“水井坊杯”中国大城市网球赛、广东地区水井坊见证香港十年荣归活动、福建泉州经济人物评选及经济盛典酒会、广东·海南·广西塞班月光之旅、水井坊见证内蒙古 60 周年辉煌活动、水井坊蔡琴名流会、水井坊杜甫草堂听赏琴月活动等

2007	冠名 2007CCTV “中国经济年度人物”评选活动，荣获“中国酒业营销金爵奖”之“杰出营销团队奖”、胡润百富“至尚优品”之“最青睐的高档白酒”。作为国际顶级音乐剧《妈妈咪呀！》中国巡演北京站的联合赞助商，开展“水井坊美酒之旅”
2008	成为“国家体育总局训练局中国体育军团指定庆功酒”
2009	策划了“瓶子里的中国年——水井坊新春感动分享月”活动、“温一壶月光下酒——水井坊邀您同醉 60 华诞中秋月”为主题的 09 中秋营销活动、“典藏·中国非物质文化遗产推广之旅”活动

资料来源：中投证券研究所搜集整理

在 2006 年开始，水井坊开始将“中国白酒第一坊”的诉求点演变为“打造中国高尚生活元素”，将诉求点从讲历史转变为追求高品味，事件营销的措施越来越侧重于文化层面，受众面变窄。自 2007 年以来，营业费用率显著高于竞争对手，而另一方面，终端销售价及出厂价却被竞争对手超越，被国窖 1573 超越近 200 元，反映出其品牌拉力不足，营销措施的投入产出比有所下降。

图 17 水井坊营业费用持续增长

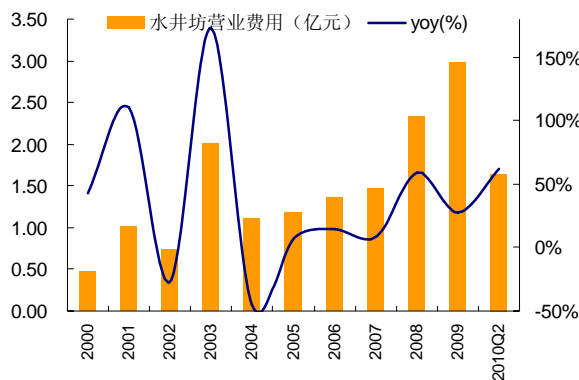
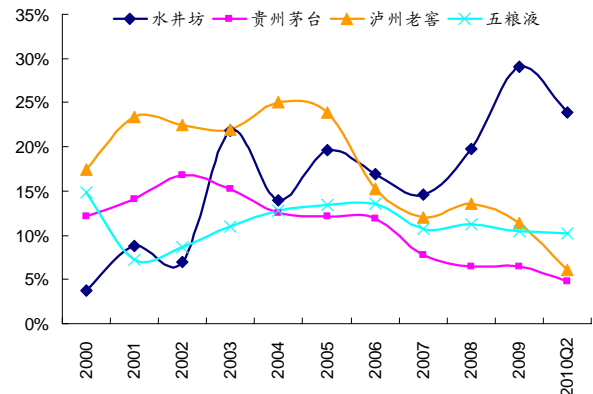


图 18 水井坊的营业费用率自 07 年起高于同行



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理（注：水井坊的营业费用中超过 60% 是广告费用）

资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：计算营业费用率时剔除水井坊的房地产收入）

图 19 近十年高档白酒终端价情况

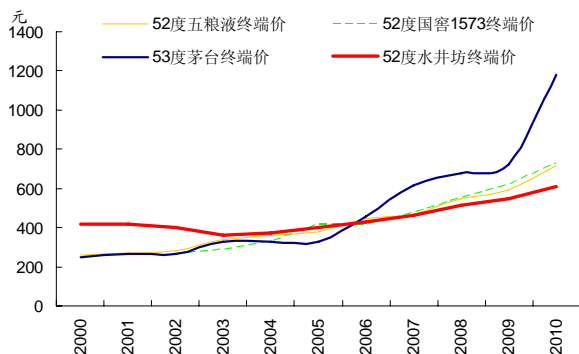
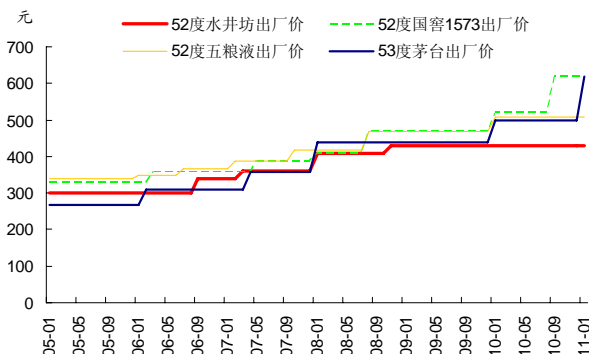


图 20 近五年高档白酒出厂价情况





资料来源：中投证券研究所搜集整理

资料来源：公司公告、中投证券研究所

在 2011 年央视 2011 年黄金资源广告招标中，水井坊并没有跟随竞争对手大举投入资源参与，我们认为这反映了两个问题，一是公司对营销费用的投入产出比变得谨慎；二是 DIAGEO 很可能在后续会调整营销措施来塑造公司的品牌力。因此，水井坊后续强化品牌力的举措值得期待，结合 2010 年下半年后公司的控量举措判断，我们认为公司为强化品牌力，在今年内很可能会有提价行为。

值得注意的是，由于前几年公司广告费用占营业费用比例超过 60%，而广告费用对白酒企业是不可税前列支的，使得公司账面的所得税费率（所得税/利润总额）一直在 35% 以上，远高于同行水平 20% 左右的水平，一旦公司调整营销宣传策略，预计所得税费率将有可能降至 30% 以内。

### 3.2.2 品牌上下延伸，丰富产品系列，挖掘盈利增长点

为解决公司产品结构单一的问题，公司开始对产品线进行上下延伸，丰富产品系列，挖掘盈利增长点。

**超高档产品开始试销。**如 2010 年 10 月，公司推出终端价约 1500 元的菁翠开始在湖南试销，目前仍在等待试销结果。如果试销成功，有望成为公司新的利润增长点。

**中档产品策略有待调整。**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，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。

图 21 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 22 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

### 3.2.3 剥离中低档酒全兴品牌对业绩影响不大

在 2010 年 3 月，公司公告，以作价 6482.85 万元出售子公司四川全兴酒业有限公司 55% 的股权给成都金瑞通实业股份有限公司。2010 年末，公司再以 4715 万元转让了全兴酒业剩余 40% 的股权给上海糖业烟酒集团。

截至 2010 年 6 月 30 日，四川全兴酒业有限公司的资产总额为 11424 万元，负债总额为 2724 万元，净资产(归属于母公司) 7047 万元，实现净利润(归属于母公司) 227 万元。对上市公司利润的贡献不足 10%，因此剥离全兴酒业对公司的影响甚微。

转让全兴酒业后，预计将增厚水井坊 2010 年 EPS 约为 0.07 元（全兴酒业增值 4968.88 万元，转让股权合计 95%，则约带来投资收益 4721.39 万元，考虑税收后，则会增加水井坊 2010 年 EPS 约为 0.07 元）。

## 3.3 渠道：深度分销+扁平化运作加强渠道掌控力，出口业务带来想象空间

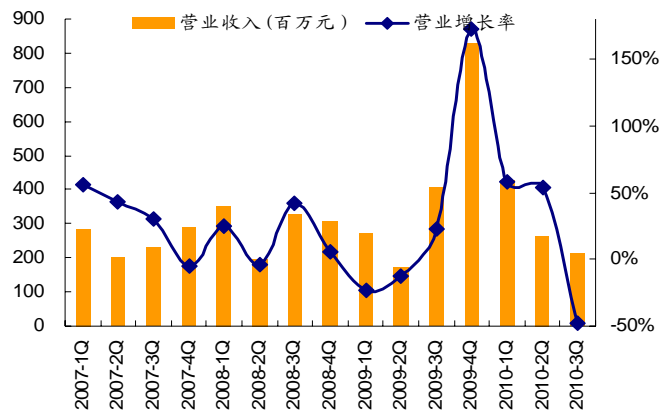
### 3.3.1 深度分销+扁平化加强渠道掌控力

在水井坊推广初期，公司大胆地引入业外资本，利用业务资本的敢于冒险的特性，成功推广了定价高于茅台、五粮液的水井坊。当水井坊运作逐步进入成熟期后，公司开始利用传统的白酒经销商，通过区域总代理制销售公司的产品。DIAGEO 参与公司经营后，也对渠道模式提出了不少新策略，其中最重要的两点，一是加强 KA 渠道建设，进行深度分销；二是对原有渠道进行扁平化改革以加强渠道掌控力。目前，水井坊销量区域占比大致分布在广东、湖南、北京、华东、四川、宁夏等区域市场，商超渠道贡献收入要大于餐饮及团购。

**加强 KA 渠道建设，进行深度分销。**2009 年起，公司引入了 DIAGEO 做深度分销的制度，设立的专职 KA 部门编制了“KA 推广人员手册”，制定了 KA 工作规划及工作流程并在实际工作中严格执行，与麦德龙、欧尚、大润发、易初莲花、山姆等多家大型 KA 卖场进行合作。

**对原有渠道进行扁平化以加强渠道掌控力。**公司通过对原有区域市场进行精细化运作，增加直接对二级经销商资源的掌控以实现渠道扁平化，加强渠道掌控力，为提价做准备。公司自 2010 年 5 月起即开始控量，减少促销力度，将水井坊（普通装）终端价稳定在 658 元/瓶，短期内对公司的销量产生了影响，使得公司在 2010 年第三季度的收入同比大幅下降了 47%。

图 23 2010 年第三季度水井坊营业收入有所下滑



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

目前来看，公司的渠道改革仍需时间调整，我们对公司加强渠道掌控力，控量保价的做法非常赞同，但公司在加强 KA 渠道的同时，也有必要加强团购及餐饮渠道，因为团购及餐饮是目前高档白酒销售的主流渠道。

### 3.3.2 DIAGEO 做海外总代理给出口业务带来想象空间

公司与 DIAGEO 的合作目前主要包括两个方面：一是与 DIAGEO 合作开发新产品用于推广夜场饮用；二是利用 DIAGEO 的渠道在全球分销水井坊。

在 2009 年，公司与 DIAGEO 合作开发的 SHANGHAI WHITE（海上幻）伏特加在香港及北美试销，概念上强调“30 年代的上海特有的东方情调”，一旦在海外试销成功，有望转入国内夜场销售，形成利润增长点，但目前来看，海上幻在海外推广的效果仍有待进一步观察。

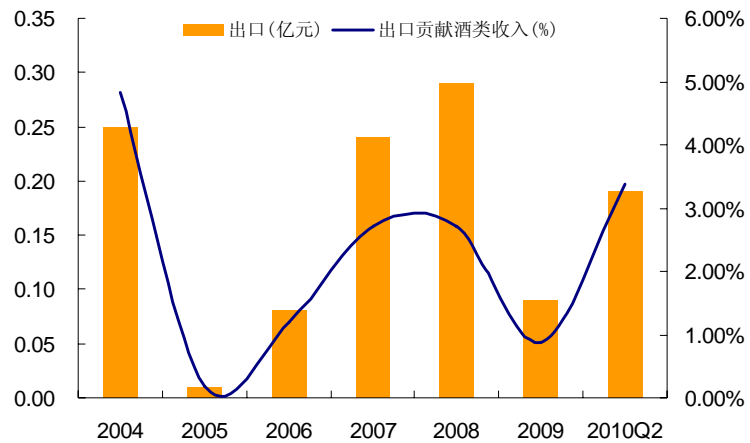
图 24 水井坊夜场产品 SHANGHAI WHITE（海上幻）



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

公司自 2006 年起开始利用 DIAGEO 海外销售网络分销水井坊，目前的销售主要还是面向海外的华人市场，销量并不算大。随着中国经济地位的提高，代表中国文化的中国白酒有望为更多的外国人所接受，水井坊借势 DIAGEO 的销售网络，有先发优势，有较大的想象空间，该块业务值得密切跟踪。

图 25 水井坊出口收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 3.4 优质基酒多达 2 万吨，产能、品质有充分保障

公司拥有 2 万吨储酒，其中 40%~45% 可以用来勾兑水井坊高档酒。而且水井坊的产能弹性较大，目前约为 5000-6000 吨左右，远高于目前水井坊的销量。据我们了解，公司剥离掉全兴酒业，并未影响到水井坊的产能。

### 3.5 房地产业务：有望反哺酒业

公司从 2004 年起介入房地产业务，最初是通过子公司成都兴千业房地产开发有限公司与地方政府合作做土地一级市场的开发，赚取土地整理收益，但项目开发周期较长，直到 2009 年公司才确认 0.58 亿元的营业收益，随着项目开发的完结，预期这一块业务对公司的盈利将不会再有大的影响。

其后公司将位于成都一环以内的老厂搬迁，将原存量土地资源进行房地产开发，开发“全兴·蓉上坊”项目。“全兴·蓉上坊”一期房地产项目在 2009 年度实现收入 5.32 亿元。“全兴·蓉上坊”二期房地产项目住宅在 2010 年上半年实现预售房款 6.55 亿元，预计收入在 2010 年得以确认，贡献 EPS0.26 元左右。预计“全兴·蓉上坊”项目已经开发完毕，今后不会再贡献利润。

公司在 2004 年左右利用增发资金取得成都市西北面郫县红光镇 570 亩土地，原计划是作为生产基地，但后来因成都市政府规划，该地块改作房地产开发。公司拿地成本仅 50 万元/亩，目前市价在 400 万元/亩左右，增值空间巨大。公司计划将该地块开发成容积率 2 以下的连排或单套别墅，但项目开工时间取决于公司生产基地的搬迁时间，预计在近两年将难以产生收益。

公司的“全兴·蓉上坊”项目带来可近 12 亿元的现金回笼，有望反哺酒业，为今后的营销投入做准备。

## 四、投资建议：收购要约保证安全边际，给予“推荐”

### 评级

#### 4.1 收购要约使得公司股价在 21.45 元左右有很强的安全边际

DIAGEO 因拟收购盈盛投资（全兴集团中方股东）所持全兴集团 4% 的股权，从而成为全兴集团控股股东，并通过全兴集团间接控制水井坊 39.71% 的股份而触发了要约收购，要约收购价格为 21.45 元，目前来看，DIAGEO 的收购交易尚需商务部及证监会审批，面临的主要政策风险是商务部颁布的《外商投资产业指导目录》中所规定的的外资不能收购中国名酒，随着全兴酒业的完全剥离，收购交易面临的政策风险大大降低了，收购交易的完成只剩下时间问题。要约收购价的存在使得公司的股价存在较大的安全边际。

#### 4.2 盈利预测及投资建议

基于上述分析，我们对盈利预测作出如下关键假设：

- 1、公司在 2011 年下半年提价 10% 左右，此后吨酒价格保持年均 10% 左右的增速；
- 2、水井坊经过 2009、2010 年两年的调整后，2011 年起销量恢复 10% 左右的平稳增长。

表 5 盈利预测关键假设表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水井坊销量（吨）	1,950.00	1910.00	1792.00	1990.00	2140.00
yoy(%)	8.33%	-2.05%	-6.18%	11.05%	7.54%
吨酒收入（万）	53.60	53.60	54.42	57.14	62.86
yoy(%)	7.20%	0.00%	1.53%	5.00%	10.00%
水井坊收入（万）	104,520.00	102,376.00	97,520.64	113,710.59	134,509.91
yoy(%)	16.13%	-2.05%	-4.74%	16.60%	18.29%
吨酒成本（万）	10.07	11.11	10.34	10.84	11.34
yoy(%)	7.11%	10.34%	-6.97%	4.84%	4.61%
水井坊成本（万）	19642	21229	18529.28	21571.6	24267.6
毛利率（%）	81.57%	79.26%	81.00%	81.03%	81.96%

资料来源：中投证券研究所

预测公司 2010、2011、2012 年实现 EPS 分别为 0.66、0.77、1.00 元，对白酒业务的 2011 年 EPS 给予 30 倍 PE，定价为 23.10 元，较当前的 19.98 元还有 16% 的涨幅，给予“推荐”的投资评级。未来 DIAGEO 收购交易获得商务部、证监会批复是股价催化剂。



**表 6 白酒企业的估值比较**

公司	EPS				P/E				PS			PEG11
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
水井坊	0.66	0.66	0.77	1.00	32.37	32.26	27.58	21.34	5.27	7.15	6.04	1.47
泸州老窖	1.20	1.50	1.99	2.55	33.33	27.40	20.67	16.16	11.02	8.60	6.65	0.66
五粮液	0.86	1.24	1.54	1.86	38.42	26.55	21.27	17.67	8.64	7.17	6.04	0.94
洋河股份	2.79	4.56	6.94	9.82	72.43	44.29	29.07	20.55	12.44	8.86	6.59	0.72
贵州茅台	4.57	5.58	7.61	9.41	38.42	31.49	23.09	18.66	14.49	11.02	9.11	0.77

资料来源: wind、中投证券研究所 (注: 水井坊、泸州老窖、洋河股份盈利预测来源于中投证券, 其余来自 wind)

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
<b>流动资产</b>	1953	1040	921	956	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	2794	2135	2213	2438	<b>利润总额</b>	499	504	538	649
<b>流动负债</b>	1133	555	521	564	所得税	180	181	161	162
短期借款	24	0	0	0	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	321	322	376	486
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	1290	572	544	595	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	11	12	12	12	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	489	489	489	489	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	2794	2135	2213	2438	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 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。

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

## 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 号丰融世界大厦 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