

下半年高端酒将回暖 卖房收益不菲 维持评级

——水井坊（600779）调研快报

2009 年 9 月 16 日

强烈推荐/维持

食品饮料行业

调研快报

刘家伟
食品饮料行业分析师
010-66507309

事件：

9 月 15 日水井坊在其总部召开 2009 年第二次临时股东大会，审议为控股子公司银行授信提供担保和修改《公司章程》的议案。我们借参会之机与公司董事长黄建勇、副董事长陈可、总经理王仲滋、董事多增强、财务总监李直和证代田冀东等高管和有关负责人进行了交流。

内容：

问题 1：公司中报披露上半年高端酒下滑明显，下半年会转好、与去年相比有一定增长吗？

我们预计下半年公司高端酒会转好，销量方面应该会与去年持平，或者不低于去年，首先是因为气候和节日因素带来回暖。除 7 月份作为传统的淡季没有明显增长外，8 月份开始回升，9 月份会继续看好，这主要是中秋、国庆因素的拉动。10 月份以后也会因为天气转凉、元旦和春节产销高峰而持续看好。其次是人们对驾车禁酒令会逐步适应，采取灵活的措施喝白酒。高端白酒在高端场合消费，喝酒者起码是有车一族，酒楼酒店会有一时影响，饮食文化与安全文化相冲突，不过，影响会是短期的，禁酒令出来后，我们对喝白酒有了新的习惯：要喝酒，事先会说好带驾驶员，或者拼车、或有一个不喝，从过去常喝到不能喝总有一个适应过程。第三，随着经济恢复，趋势仍然还是比较好的，我们的酒文化重在塑造理性消费理念。公司年初通报过，今年要调整结构、快速应变、沉着应对，效果非常明显，特别是全兴品牌等销售非常明显。第四，我们在提升品质方面，在食品安全、质量把控等方面有积极措施，如新建实验室、提高酒质和改进包装物等都在加强。

问题 2：国税局的消费税新规出台以及随后的政策基调认为，白酒涨价不应该和消费税政策联系起来，公司白酒价格的走势会是怎样的？

现在处于经济危机时期，为了稳定需要，我们没有明确调价。有些经销商批发价不一致，我们正在梳理，终端价格现在有所上涨，但我们是“规范价格体系”，指导经销商的价格上涨，是在梳理价格体系，而不是普涨。由于上半年一些经销商降价幅度较大，我们只是要求他们价格回归，有的是回来（上涨）40 元，有的略高一些，这和上半年的降幅有关。对不执行的经销商在今后的政策上会有不同的待遇。公司白酒产品的实际价格按照我们的要求会更高一些，未来有涨价预期，我们会更加注重综合考虑品牌、危机背景等因素，来决定是否涨价和涨幅。

问题 3：公司的大股东合资者蒂亚吉欧给公司带来的变化都是怎样的？最近推出的伏特加酒未来是否会在国内销售？

外方进来对我们的促进似乎还不多，还在打基础，白酒所有理化指标合格之后，如何让口感合乎要求，是一个过程。检测指标越多，越来越影响口感。出口也是，国内酒品检测标准有限，而出口又不一样，如欧盟按照蒸馏水标准来检测白酒，国内完全合格但出口就不合格。如果国内国外分开，对于国外来说存在歧视性标准，问题的解决这有待于我们内功的修炼。

在产品创新方面，伏特加在国外上市了，国内争取在国庆左右上市。伏特加由外资方负责技术开发，在调制口味时添加了一定的水井坊基酒。伏特加在韩国反映不错，公司打算销售会从国外到国内，从沿海到四川；在韩国、东南亚一带成熟后，再回到国内和成都。外方对中国白酒不太熟悉，外方以前的营销理念、管理方式等并没有给予公司更多的介入，也难以复制。近年有一些试点，今年外方已经摸索到一些经验，5月成立销售促进工作小组，内销也有外方正式介入，中外都有牵头人，销售模式和规定有修订，北京、上海等几个城市会试点。具体等到公告之后吧。

问题 4：公司在章程中明确规定白酒和房地产均为“主业”，请问公司未来会以哪个为主？白酒业务方面，水井坊的产销量以及对白酒业务的战略定位是怎样的？

公司章程里写进房地产，是公司经营和发展的需要，也是公司历史性的探索。房地产可以增加公司流动性，有效补充壮大主业。公司身处成都，有资源，当然应该加以利用。不过，我们开发的全部是自己可以利用的资源，不是像一般房地产企业那样去市场拿地。郫县的房地产有几百亩，够三年五年，不会专门去做房地产业务。白酒是主业，房地产在成都，有就做一点，最近几年房地产有不少机会。说我们今后要走向房地产，这是误解。我们从来就没有说有两个主业，房地产只是有效补充。

在白酒业务方面，将以高端酒为主，兼有中低端。从企业发展方向看，我们坚持双品牌战略或两条腿走路：一条腿是水井坊，这是高端品牌，包括水井坊产品系列，如天号陈等，全兴为中低端品牌。去年水井坊销售 2000 多吨，大约占全部销量的 40% 多，就产能而言，可以达到 4000 至 5000 吨。从水井坊的发现、发掘和文化的传承看，我们有能力去发展高端白酒的条件。关于水井坊品牌，其消费者定位主要是有文化有品味的消费者，高档生活元素。我们会在文物、文化、文明“三文”方向继续坚持下去。这和刚开始定位于“富贵人士”有点包罗万象有重要区别。我们最近几天在接待省政府的品牌考察工作时谈到，我们未来也会继续发展高端品牌，并建设好，得到鼓励和表扬。中低端市场主要是全兴品牌，目前所有经营得比较好的企业都是高中低端酒都有主打品牌的，只有兼顾多个档次才能够有效抵御危机。可以这么说，永远都会有高中低端酒三种酒的存在和发展，工艺上也是如此，企业更是如此。

问题 5：公司如何评价已有的销售体系？眼下有怎样的考虑？

总体而言，有以下考虑：首先，近期会抓好中秋、国庆销售，要搞好各个地区的协调，强调执行力；第二，进一步提升水井坊的品牌影响力。一个企业要健康发展，特别是重要的两个方面：产品与工作质量，以及品牌管理。这是两个根基。过去过多关注销售环节，销售很重要，但是，销售更多的是技术性的工作，需要整个社会资源的调动，品牌与质量有问题会是更为严重的带有普遍性的问题。最近，召开片区经理会议，大家都意识到品牌宣传利益方面需要加强。品牌建设是我们的强项。第三，价格方面，先稳定价格体系，规范价格体系，关注三个方面：大的积极政策、其他品牌和自身的需要。第四，增加经销商的利润空间，继续强化终端精细化建设，覆盖第四级市场，终端必须建设好，这是长期趋势。第五，加强团购。最近加强全员营销，员工有 1000 多人，全部发动起来，再动员其亲朋好友，会有成千上万的人动员起来。效果非常明显。第六，市场整顿，加大打击窜货力度。第七，提高内部执行力，调动员工积极性到更高阶段；第八，抓好天号陈的销售；第九，随着中秋、国庆、元旦、春节这些重要节日来临，中外人员参加的销售促进团队包括市场、宣传和财务，局部市场试点，都正在推广，未来会有很好的计划，目前正在抓紧制定之中。

问题 6：公司白酒未来的市场格局与产能扩张有怎样的规划？

公司在水井坊的市场布局方面主要确立三大目标市场：北京、上海和广州。这三大城市是白酒消费的风向标。我们的发展顺序先是广州，然后是北京，前年是上海，四川省内的确不是重点，这与目标市场定位、

消费者的结构等有关。因为过去公司成功地把全兴品牌推向四川，但全国知名度不够，过去一提全兴酒厂，成都市民就都知道，但那是一种中低端品牌，对推广高档品牌不一定合适。所以，水井坊作为高档品牌，没有在四川铺开。未来公司还是要依托这三大市场，做好水井坊的品牌知名度、美誉度和号召力，今年在金融危机冲击下，品牌的力量充分显示出来了。全兴品牌作为中低端品牌，在山东、山西、河南、东北等地发展很好，我们会继续坚持和发展下去。

关于产能扩张，我们更多的是考虑为未来打基础。2000 年全兴销售 1.7 万吨（低档酒），现在产能下降，主要是对品质的要求，发酵期越长，酒的品质越高；牛王庙厂 60 多亩土地已经建成房地产项目，而本部有 100 多亩，目前产能却只有 4-5000 吨高端酒基酒，而库存基酒在缓慢提升，当初生产时就考虑到为了今天的高端酒的储存，现在收购也是为了未来的储备，我们的全部产能可能会达到 5 万多吨。今年 7 月 1 号董事会发布公告，同意公司控股 95% 的四川全兴酒业有限公司以自筹资金 2100 万元收购成都蜀鑫酒业有限公司位于蒲江县大塘镇大塘分厂的用于基础酒酿造和制曲生产设施设备为主的有效资产。收购资产主要包括土地面积 5 万多平方米、26 栋房屋、802 个窖池 802 及 60T 不锈钢储酒罐、30T 不锈钢储酒罐等，目前组织了收购管理部人员进行前期的调整规划，会形成未来酒业的重要补充。

结论：

1. 下半年公司高端酒的回暖值得预期，中低端酒会继续保持较好增长。 公司是国内白酒第一阵营里的一员，上半年受到金融危机冲击出现高端酒大幅下滑、低端酒大幅增长的格局，为公司下半年调整工作思路指明了方向，我们认同公司关于下半年高端酒水井坊及其系列酒的销售会因为一系列因素而转好的预期和判断，认为公司会迎来较好的发展空间。全兴大曲曾是中国名酒，作为公司的中低端品牌，在正确的战略策略指导下，在执行力度逐步到位的情况下，仍然有望继续保持较快增长。

2. 公司的房地产业务的确会在业绩改善和现金流补充方面发挥重要作用。 公司房地产项目是民用住宅，07 年已经销售了第一期，今年销售了第二期，预售款项已经达到 11 亿多元，第一期约定在今年 9 月交钥匙（交付使用），第二期应该在 2010 年，按照成都市在汶川地震后发布的政策规定，允许房主延缓两个月接收钥匙和房屋，这样，公司今年将会有大约 5 个亿的预收账款可以确认为收入，净利润差不多有 8500 万元，相当于公司上半年净利润的 80% 以上，这对于公司的业绩改善和现金流的确有重大帮助。

3. 公司最近未能就大股东与外资方深入合作、开展合营一事达成一致意见，对于公司未来经营、管理和发展不会有实质性影响，也许反而对公司有所触动。 蒂亚吉欧是全球最大的英国烈酒企业，有很好的市场、营销和管理经验，入住多年来均无建树，一则体现出该公司的谨慎，二则看出中方的理性。本次没有继续深入合作、合营，未必是件坏事，反而会刺激公司管理层继续依靠自身的力量和资源，按照中国白酒文化和白酒市场的逻辑和规律，将公司高端酒水井坊系列打造成为具有品味和市场双重效能的拳头产品。而未来继续合作的时间和空间也会带来更多的预期。

4. 盈利预测与投资评级：维持“强烈推荐”评级 综合考虑公司面临的国际国内经济环境、大股东背景、水井坊和全兴双品牌在下半年即将产生的合力、未来的涨价效应，以及房地产业务对公司业绩改善和现金流的重要作用，我们维持如下预测：公司 2009-2011 年主营收入会均会增长 30% 左右，净利润会增长 10%、20% 和 20% 左右，每股收益可以达到 0.71 元、0.86 元和 1.03 元左右。

我们认为，对公司的估值还是区分白酒和房地产业务。白酒业务由于公司品牌属于白酒第一阵营而应可享受一定的估值溢价，09 年给予 30 倍 PE 并不过分，与 0.51 元左右的 EPS 对应股价为 15 元左右；房地产业务假如净利润达到 0.85 亿元左右（以 11.9 亿元的 40% 确认为 09 年收入，而销售净利率约为 17.5%），

折合 EPS0.17 元，按照最近四年房地产行业平均 40 倍市盈率计算，对应股价为 6.95 元，公司合理股价合计可达 22 元左右，与目前 17 元左右相比还有 30%以上上升空间，故维持“强烈推荐”评级。

水井坊 2009-2011 年业绩预测表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,394.75	117,891.42	176837.13	229888.27	298854.76
(+/-)%	24.69	17.43	0.50	0.30	0.30
经营利润 (EBIT)	43,171.02	48,863.06	61078.83	79402.48	103223.22
(+/-)%	89.81	13.18	0.25	0.30	0.30
净利润	20,390.45	31,645.82	34810.41	41772.49	50126.99
(+/-)%	97.89	55.87	0.10	0.20	0.20
每股净收益 (元)	0.41	0.64	0.71	0.86	1.03

资料来源：过大年报，东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，农林牧渔及食品饮料行业研究员，曾长期涉及三农问题研究，1993 年进入证券行业，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。