

水井坊：外资有望必得控股权 继续强推

——水井坊（600779）股权转让公告点评

2010 年 3 月 2 日

强烈推荐/维持

水井坊

事件点评

食品饮料行业分析师

刘家伟 010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn; MSN: ynynljw999@hotmail.com ; 执业证书编号: S148020712000046

王昕 010-66507312 Email: wangxin@dxzq.net.cn MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

水井坊 3 月 1 日晚间公布重大事项及复牌公告：(1) 第一大股东全兴集团书面通知：帝亚吉欧通过 DHHBV 与盈盛投资于 2010 年 3 月 1 日签订了股权转让协议，帝亚吉欧将获得盈盛投资所持全兴集团 4% 股权，若顺利完成则外方持有全兴集团股权将达 53%，从而实现对全兴集团的直接控股和对全兴集团现时持有的公司 39.71% 股权的间接控股。由此触发要约收购，正常情况下将在 30 个自然日内以 21.45 元/股价格要约收购包括除全兴集团所持股份以外的公司全部已上市流通股（共计 294549254 股，占公司总股本的 60.29%）；(2) 公司 28 日召开董、监事会临时会议，通过决议向成都金瑞通实业股份有限公司转让四川全兴酒业有限公司 55% 的股权（作价 6482.85 万元）公司还剩下 40% 股权。

观点：

1. 帝亚吉欧对水井坊的间接控股即将变成现实，有望对公司治理、管理、产品市场新定位、对外出口以及产品创新等带来利好

本次股权转让后，DHHBV 将成为全兴集团的绝对控股股东并间接控股公司。帝亚吉欧集团是全球最大的烈酒企业，产业和市场运作经验丰富，如果能够真正理解中国白酒的文化精髓，则将会给公司带来如下利好：重新定位高端白酒水井坊的消费群体，并在营销、管理、产品创新、高端化的结构调整、企业文化建设等方面提供广阔的视野和支持，也许会是一种重构，是基本面的重大改善。福建啤酒区域品牌“雪津啤酒”2006 年被英博全资收购之后的迅速崛起就是典型例证。

2. 外方欲谋取控股权由来已久，此次达成或可实现“一箭三雕”

帝亚吉欧进军中国白酒市场愿望强烈，与公司相关历史更可追溯至 4 年前：2006 年 12 月 11 日，帝亚吉欧以 5.17 亿元的价格收购了全兴集团 43% 的股份，间接持有公司 16.87% 的股份；2008 年 7 月 10 日，帝亚吉欧又以 1.4 亿元从水井坊工会处购得全兴集团 6% 的股权，至此持有全兴集团 49% 股权；09 年 9 月，由于操作条件尚不完全成熟，帝亚吉欧未能收购全兴集团 2% 的股权。

此次收购达成后外资将持有全兴集团 53% 股权并间接持有公司 39.71% 的股权，对于帝亚吉欧而言可借水井坊的国内白酒和资本市场“双平台”，顺利进入本来限制外资进入的中国名优白酒市场，同时启动中国洋酒消费、扩张其全球酒产业，辅以资本市场融资，可谓“一箭三雕”。

3. 出售全兴酒业股权可谓“一石二鸟”

公司将 55% 的全兴酒业股权转让给成都金瑞通实业后将只持有全兴酒业 40% 的股权，本次交易的实施可以达到两个目的：一是表明高档精品白酒将是公司未来战略方向。公司强化高档精品白酒主营的意图更加清晰，对于改善公司财务、资产状况，有效降低资产负债率及潜在的财务风险，增强持续稳健经营能力等有促

进作用；二是有望绕过名优白酒不让外资控股的政策规定。根据 2007 年修订、国家发改委和商务部颁布的《外商投资产业指导目录》“饮料制造业”相关规定，“名优白酒生产需由中方控股”，这就是说，如果水井坊持有全兴酒业股权保持在 51%，则属于对“名优白酒”的控股，全兴大曲在历史上三次当选中国名酒，帝亚吉欧显然不能对其控股，而水井坊则是新的白酒品牌，从这个角度讲会不受到太多限制。所以，帝亚吉欧想要控股水井坊必然要让出“全兴”品牌控制权。

结论：

1.对于外资的要约收购进展和外资方介入的效果我们将继续跟踪，我们认为，此次公司股权结构调整后，帝亚吉欧间接持有公司 39.71%股权，且全兴 55%股权将转让他方，有利于公司中外战略合作伙伴的深入合作，不断引进国际先进的技术和管理经验，进一步明确公司高档精品白酒的销售路线，扩大水井坊品牌的国内竞争力并逐步走向国际市场，从而逐步实现把水井坊品牌打造成为世界级品牌的发展战略。

2.全兴酒业股权转让可给公司 2010 年直接带来一定的业绩增长。因此，我们适度调高公司 2010-2012 年的净利润增速，从原来的 23%左右的复合增长率调高至 30%左右，预计 2009-2011 年 EPS 为 0.67 元、0.82 元和 1.04 元左右，以白酒行业过去若干年 35 倍左右平均值测算，公司 2010-2011 年对应目标价为 28.68 元和 36.28 元，与当前价还有 25%-58%以上提升空间，故维持强烈推荐评级。

表 1 公司盈利预测表

主要指标（万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,394.75	117,891.42	121,428.17	140,613.82	169,439.65
增长率	24.69%	17.43%	3.00%	15.80%	20.50%
净利润	20,390.45	31,645.82	32,921.16	40,028.84	50,646.48
增长率	97.89%	55.87%	4.03%	21.59%	26.53%
每股收益(元)	0.41	0.64	0.67	0.82	1.04
净资产收益率	16.39%	23.47%	23.94%	25.14%	27.65%
PE（倍）	68.44	17.44	34.01	27.96	22.10
PB（倍）	2.67	2.93	3.22	3.55	3.90

资料来源：东兴证券研究所

表 2 历届中国名酒名单

序号	年份	地点	评选结果	名酒名称
第一届	1952	北京	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒
第二届	1963	北京	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979	大连	八种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	1984	太原	十三种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989	合肥	十七种名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、 全兴大曲酒 、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：东兴证券研究所

附：近期研究报告一览

研究报告	评级	时间
稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	2010-1-01
普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	2010-1-13
播“种”正当时，涨声响起-农林牧渔1、2月投资策略	看好	2010-1-15
继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	2010-1-19
五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	2010-1-19
自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快-绿大地（002200）调研报告	推荐	2010-1-19
五粮液09年增长近80% EPS0.856元 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2010-2-02
净利润下降27.34%，白酒种猪增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09年报点评	推荐	2010-2-02
干旱影响09业绩，工程助力10发展，长期高成长性不改-绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2010-2-03
安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2010-2-08
种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2010-2-10
玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2010-2-10
老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2010-2-11
食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2010-2-22
稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大-发改委提高2010年稻谷最低收购价政策点评	看好	2010-2-22
中外大股东深度合作有望提升积极面-水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2010-2-23
内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2010-2-23
第七周食用农产品与生资价格小涨 ——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-2-24
惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2010-2-25
惠泉啤酒：四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2010-2-26
三全食品：09年平稳增长 10年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2010-2-26
燕京啤酒：驶入全面提速轨道 调升至强烈推荐——燕京啤酒（000729）09年报点评	强烈推荐	2010-3-2

分析师简介
刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009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。