

外资控股利好长远，短期或存套利机会

事件：

3月17日，我们参加了公司2010年第一次临时股东大会，大会采用现场记名投票方式进行表决，审议全票通过了《关于转让所持四川全兴酒业有限公司55%股权的议案》。

研究结论：

- **议案通过为帝亚吉欧控股水井坊扫平障碍。**55%全兴酒业股权的受让方为成都金瑞通公司，作价人民币6,482.85万元。该公司非从事酒业，但资本实力尚可，总资产6亿元，净资产2.2亿元，年营业收入5亿元，该公司获得控制权后，全兴（蒲江和大塘）和水井坊（水井坊酒坊、牛王庙、春熙街、蜀王街）窖池独立，水井坊会部分收购全兴产优质基酒，全兴产品通过公司销售系统销售，全兴酒业仍高度依赖公司，公司将以全兴酒业经销商的角色存在。因为国家的规定，名优白酒生产需由中方控股。“全兴大曲”作为国家名优品牌，帝亚吉欧要想控股全兴集团的前提是“全兴”品牌控制权的转让。此次全兴酒业股权转让后，为帝亚吉欧获得水井坊控股权铺平道路，由于四川省政府支持，商务部获批概率大。
- **帝亚吉欧控股公司有利于水井坊国际化。**帝亚吉欧和全兴集团的合作主要在三方面进行：（1）设立大中华区采购网络，主要帝亚吉欧产品的包装材料和促销礼品，09年已经达到800万美元，预计10年增长五成以上；（2）设立一条洋酒灌装厂，产品主要用于出口，目前建设用地在获批当中，做好有望注入上市公司；（3）涉及上市公司的合作，主要是两方面：一是利用帝亚吉欧海外网络出口销售水井坊产品，目前水井坊出口主要集中在东南亚华人聚集区，销售收入非常有限，全年出口300万左右；二为研发适合夜场的两款新品，一款名为“海上幻伏特加”在09年香港上夜场，另一款功能是能够加冰、加水、兑饮料的适合国内夜场的产品，目前尚未上市。从长远来看，帝亚吉欧的控股有助于公司高端产品在海外市场的开拓，但短期内对公司业绩贡献较为有限。
- **短期存在套利可能。**帝亚吉欧有望持有全兴集团53%的股权，间接持有上市公司39.71%的股权，从而触发要约收购义务，要约收购价21.45元/股。由于帝亚吉欧和公司领导层都不希望因此次事件退市，所以我们认为二级市场股价低于该价格，就存在套利机会。
- **维持盈利预测，维持“增持”评级。**全兴酒业毛利占公司总毛利为2%，控制权转让对公司业绩利空有限。我们预计公司白酒业务09-11年EPS分别为0.47元、0.69元和0.83元，此外，房地产业务分别贡献明年两年EPS 0.2元左右。由于公司仍拥有郫县560亩土地，可供未来3年房地产开发，所以我们预计房地产业务仍将在未来四年内对公司业绩产生较大助推力。考虑房地产业务，09-11年EPS分别为0.67元、0.89元和0.83元，对应的动态PE分别为45X、30X和25X，维持“增持”评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

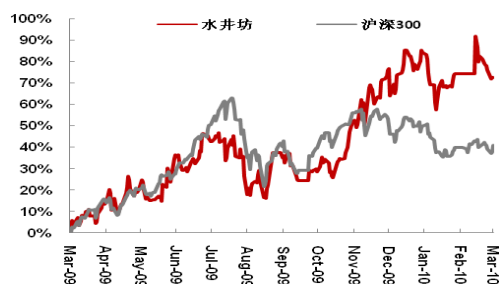
食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2010年03月17日）	21.35				
目标价格（6个月）	25.00				
总股本/A股（亿股）	4.89/4.89				
国家/地区	中国				
行业	白酒				
报告日期	2010年03月18日				

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现%	-1.07	21.65	41.14
相对表现%	-2.14	24.33	8.09

财务预测（百万）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1179	1120	1325	1559
同比%	17.4%	-5.0%	18.4%	17.6%
归属母公司净利润	314	230	335	408
同比%	55.9%	-26.7%	45.6%	21.8%
毛利率%	78.6%	74.6%	76.8%	78.3%
ROE%	21.9%	17.0%	24.5%	28.0%
EPS	0.64	0.67	0.89	0.83
PE	34	45	30	25

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《水井坊（600779）：DHHBV控股，利好长远-动态跟踪》2010-03-02

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1720	1902	2118	2401	营业收入	1179	1120	1325	1559
现金	382	466	530	624	营业成本	252	285	308	338
应收账款	86	90	106	125	营业税金及附加	106	119	146	171
其他应收款	117	112	133	156	营业费用	233	291	292	343
预付账款	22	23	25	27	管理费用	110	90	101	118
存货	945	1051	1134	1247	财务费用	-2	-1	-2	-2
其他流动资产	168	162	191	223	资产减值损失	11	10	10	10
非流动资产	793	830	818	834	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	40	40	40	投资净收益	20	14	14	14
固定资产	146	175	183	179	营业利润	489	340	486	594
无形资产	499	526	553	580	营业外收入	10	12	12	12
其他非流动资产	110	89	43	35	营业外支出	11	1	1	1
资产总计	2513	2732	2936	3235	利润总额	488	351	497	605
流动负债	868	1090	861	985	所得税	171	119	159	194
短期借款	0	0	0	0	净利润	316	232	338	411
应付账款	49	57	62	68	少数股东损益	3	2	3	4
其他流动负债	819	1033	800	917	归属母公司净利润	314	230	335	408
非流动负债	200	210	50	50	EBITDA	504	362	510	622
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.47	0.69	0.83
其他非流动负债	200	210	50	50					
负债合计	1068	1300	911	1035	主要财务比率				
少数股东权益	12	14	17	21		2008	2009E	2010E	2011E
股本	489	489	489	489	成长能力				
资本公积	408	408	408	408	营业收入	17.4%	-5.0%	18.4%	17.6%
留存收益	536	448	465	555	营业利润	13.2%	-30.3%	42.6%	22.3%
归属母公司股东权益	1432	1349	1367	1457	归属于母公司净利润	55.9%	-26.7%	45.6%	21.8%
负债和股东权益	2513	2664	2295	2512	获利能力				
					毛利率(%)	78.6%	74.6%	76.8%	78.3%
现金流量表					净利率(%)	26.6%	20.5%	25.3%	26.2%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	21.9%	17.0%	24.5%	28.0%
经营活动现金流	25	423	-162	358	ROIC(%)	29.9%	25.6%	23.0%	26.6%
净利润	316	232	338	411	偿债能力				
折旧摊销	18	22	27	30	资产负债率(%)	42.5%	48.8%	39.7%	41.2%
财务费用	-2	-1	-2	-2	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-20	-14	-14	-14	流动比率	1.98	1.75	2.46	2.44
营运资金变动	-280	205	-541	-67	速动比率	0.89	0.78	1.14	1.17
其他经营现金流	-7	-22	30	0	营运能力				
投资活动现金流	-376	-22	-31	-31	总资产周转率	0.49	0.43	0.47	0.51
资本支出	429	15	15	15	应收账款周转率	17	13	14	14
长期投资	31	-9	0	0	应付账款周转率	5.53	5.37	5.19	5.24
其他投资现金流	84	-16	-16	-16	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-9	-316	257	-234	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.47	0.69	0.83
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.87	-0.33	0.73
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.93	2.76	2.80	2.98
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	33.55	45.78	31.44	25.81
其他筹资现金流	-10	-316	257	-234	P/B	7.35	7.80	7.70	7.22
现金净增加额	-360	84	64	94	EV/EBITDA	20	28	20	16

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施剑刚：食品饮料、农业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn