

增 持 维持

水井坊 (600779)

2010 年 3 月 18 日

中长期品牌力提升市场份额成为重心

短期内部组织结构调整, 合理股价: 21-25 元

食品饮料行业分析师: 赵勇
SAC 执业证书编号: S0850209090682
zhaoyong@htsec.com
021-23219460

近期公司召开股东大会审议 Diageo 收购全兴股权事宜。以下是调研简报:

公司股价至少在 21.45 元以上, Diageo 收购全兴集团股权达到控股为 53%, 并通过全兴集团间接控制水井坊 39.71% 的股份, 达到要约收购条款。若水井坊股份公司股价跌破 21.45 元, Diageo 自身或委托全兴集团对公司股票进行进一步收购, 但表示不以终止水井坊的上市地位为目的, 但若本次要约收购导致水井坊股权分布不具备《上交所上市规则》下的上市条件, 公司将会提出配套解决方案, 同时提出不排除让经销商拥有水井坊股份公司的股权。我们认为此次收购被政府相关部门审批通过的概率较大, 股价若跌破 21.45 元将出现套利机会。

Diageo 控股全兴集团必须兑现的三大目标: 1) 第一目标: 让中国的水井坊成为真正意义上的世界白酒品牌; 2) 第二目标: 在集团层面尽快合作步伐, 包括正在进行的洋酒灌装车间合作, 同时把全兴集团打成一个亚洲采购中心等。3) 第三目标: 双方研发人员共同研发两个产品, 一个是进入国际市场的产品, 即 2009 年底开发的“海上幻”, 目前已进入香港市场, 预计 2010 年进入北美市场; 另外再开发一个产品就是进入中国夜场的产品, 目前还在筹划中。4) 第四目标: 对全兴和水井坊内部管理效率的提升和促进, 加强对管理人员和销售人员的培训, 调整并优化内部国有体制下的组织结构, 并在中长期内以提升水井坊品牌力和抢占更多市场份额为重心。

我们认为公司短期主要工作在于内部组织结构调整并优化, 中长期在于提升水井坊品牌力, 并抢占更多市场份额。公司已公告当选柯明思为水井坊股份公司总经理, 公司董事王仲滋先生继续担任常务副总经理职务, 不再代理总经理职务。我们估计近期内部管理层将会有所调整, 但公司领导表示将会循序渐进逐步进行。当前公司内部还是加强对员工培训、人事安排、薪酬激励的调整。我们认为, 按照外资企业优化的组织结构, 公司内部关键岗位员工的薪酬激励等均将发生较大变动, 这将极大带动公司内部员工的工作积极性, 并优化公司战略的执行力。

中长期仍以品牌提升, 抢占市场份额为重心。正如以前的跟踪报告所述, 我们认为公司在 2004-08 年期间的战略失误导致被后来者泸州老窖所超越, 今后公司将调整到市场份额为重心上。我们认为在经济复苏的过程中尤应重视此战略的发展。但是, 短期来看, 由于费用率和管理费用率的提高, 带来的净利润增速可能维持低位, 这对短期投资者来说并没太大益处。公司外资方的管理层在股东会上也一再强调投资者需长期价值投资, 同时也表示愿意长期投入, 争取把水井坊做成世界性白酒品牌。

品牌力提升重点在于品质控制和品牌诉求培养 (参见 09 年发表过水井坊调研简报《品牌力提升成为未来重点》和《水井坊被外资收购点评》)。营销层面的合作已在 2010 年年初开始。

预计 09 年白酒业务 EPS 为 0.46 元, 加上房地产总的业绩预 2008 年基本持平。公司高档酒全年销量下降约 15%, 估计 1600 多吨, 09 年上半年下滑幅度较大, 下半年出现恢复性增长, 预计全年销售额下降约 5%, 同时在费用率的大幅提升背景下, 公司白酒业务的业绩下降约 28.8%, 贡献 EPS 为 0.46 元, 估计 2009 年房地产收入可贡献业绩 0.2 元。

短期业绩提升有限, 预计 2010 年 EPS 为 0.7 元, 股价进一步上涨将主要依靠估值提升。公司在 09 年 4 季度加大了费用投放, 同时对主销区域的各渠道进行了深耕, 我们预计公司在 2010 年的销量可恢复性快速增长 20% 以上, 达到 2000 吨, 在今年年初提价 11.4% 的水平下, 我们预计公司 2010 年总收入可达到 14.2 亿, 并带动业绩快速增长, 预计公司 2010 年白酒业务 EPS 为 0.7 元。按照白酒上市公司平均的估值水平, 我们给予其合理股价为 21-25 元。公司还有一块房地产业务可贡献业绩, 但我们认为这仅能直接加到股价上。如果我们观察到外资方在全面进入水井坊之后, 采取更多市场动作时, 我们认为市场应给予其更高估值溢价, 但目前来看仍停留在内部组织优化和对水井坊品牌力提升上。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

赵勇：食品饮料行业

重点研究上市公司：五粮液、贵州茅台、泸州老窖、水井坊、山西汾酒、青岛啤酒、燕京啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。