



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中外合作提升长效积极效应

——水井坊（600779）调研快报

2010年3月18日

强烈推荐/维持

水井坊

调研快报

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:

2010年3月17日我们参加了四川水井坊股份有限公司召开的2010年第一次临时股东大会，大会审议通过了《关于转让所持四川全兴酒业有限公司55%股权的议案》。

观点:

1.全兴的剥离强化公司主业经营和集团战略发展

全兴近年对公司收入贡献一直有限，08全兴酒业销售收入7262万元，占水井坊收入的6%，预计09年全兴销售收入占比9%左右，公司转让全兴55%股权后将更加专注于向中高端酒发展，这也符合目前白酒的成长路径，将有助于公司从战略角度寻找一条不同与其他白酒骨干的发展道路。金瑞通是成都本土公司，资金雄厚（注册资本6000万，总资产近6亿，净资产2.2亿元）但未从事过白酒业务，仍持有全兴40%股权的水井坊能够对全兴的生产销售提供积极意见；全兴集团未来将投资一条洋酒灌装项目，把成熟的洋酒品牌引入成都市场，所以此次剥离既能够强化公司高端品牌又不弱化全兴的发展。另外帝亚吉欧有意将全兴本部打造成其在亚洲的采购平台，去年采购量约800万美元，预计今年增加五成左右，这也赋予了全兴在自身产品建设之外的战略意义。

2.与帝亚吉欧的合作有助公司扩大国内市场份额，谋求进入世界烈酒市场

帝亚吉欧间接控股水井坊后，公司将朝两个目标迈进：进入世界烈酒行业；加快公司主营业务的发展，达到国内市场份额的快速发展。（1）目前中国白酒在海外的销售还主要集中在华人市场，单凭国内公司自身力量难以了解外国生产和经销模式，与帝亚吉欧的合作下公司将成为首个进军世界烈酒的中国公司。（2）相比于公司发展的最好时期，目前公司与白酒骨干企业的差距稍有扩大，与外方的合作有助于公司引入先进的生产、营销模式，加快主营业务的发展，提高国内市场份额，从而真正缩小和白酒骨干企业的差距。

3.新合作带来长效的新生产、营销理念

帝亚吉欧和公司设有一个“创新小组”，定期对公司的生产、营销、管理等进行讨论，会议的效果在去年下半年已有明显体现，未来公司还将继续加强组织架构培训，以人的业绩提升带动公司业绩。在生产方面，公司的夜场产品“海上幻”在香港等地区的销售效果还将观察，未来公司将继续开发适合中国夜场的产品。在营销方面，公司下一步将加大资源投入，增大原有市场份额的同时开发新市场，结合国际和洋酒营销发展思路，提高公司竞争力。公司在香格里拉拥有优品率较高的窖池，我们预计未来这可能作为公司品牌提升的展示，通过商业附加模式来强化公司亮点，预计1-2年内可建成。帝亚吉欧参与公司股权的事由来已久，我们认为此次也必将是开启长期合作的大门，而要约收购可能产生的上市公司地位出现危险的行为也将是大概率事件。

结论：

帝亚吉欧间接控股有助于公司资金实力和管理营销水平的提高，对公司拓展国内高端市场和进军国际市场有积极影响，我们认为公司兼具品牌和资源优势，白酒业务将有稳定增长，房地产业务将贡献 09 年和 10 年部分利润，维持此前业绩预测：2009-2011 年 EPS 为 0.67 元、0.81 元和 0.96 元，目前 PE27 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（万元）	100394.75	117891.42	176837.13	229888.27	298854.76
增长率（%）	24.69	17.43	50.00	30.00	30.00
净利润（万元）	20390.45	31645.82	32911.66	39493.99	47392.79
增长率（%）	97.89	55.87	4.00	20.00	20.00
每股收益(元)	0.41	0.64	0.67	0.81	0.97
净资产收益率（%）	16.39	23.47	25.82	28.40	31.24
PE	68.76	17.50	34.01	26.69	22.25
PB	10.56	4.19	7.80	6.68	6.07

资料来源：东兴证券

附：近期报告一览

报告名称	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（002329）调研报告	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
中外大股东深入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 上调评级——燕京啤酒（002329）09 年报点评	强烈推荐	2010-3-02
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	强烈推荐	2010-3-02
第八周食用农产品价格降 1% 继续看好食品饮料-商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-3-04
洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	2010-3-05
金种子酒：增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	2010-3-08
农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	2010-3-08
第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	2010-3-10
2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	2010-3-12
皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	2010-3-15
基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	2010-3-17
求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	2010-3-18

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。