

公司动态点评

饮料行业

白酒

水井坊（600779）

谨慎推荐

（维持评级）

2009 年 01 月 19 日

高端消费下行压力凸显

✎ 食品饮料行业分析师：黄茂

事项：

公司于 1 月 16 日晚公布 08 年业绩预增公告，预计 08 年净利润增长 50-60%，低于市场预期。以下是我们的一个简要评论。

评论：

■ 08 年的快速增长得益于财富效应、雪灾和所得税税率的下降

我们估计公司 08 年每股收益 0.62-0.63 元，其中四季度约 0.15 元，和去年持平。08 年的快速增长得益于 08 年春节高端白酒的旺销和两税合一，其中春季的旺销又是由于财富效应和雪灾给竞争对手的供应造成了不利影响。我们估计 08 年全年销售收入同比增长 11-13%，考虑到去年有 6000 万的房地产收入，并扣除 08 年年初提价 13%，水井坊的销量应该是基本持平或略有增长。

■ 下半年销量基本持平 四季度可能有所下滑

由于公司仅中报和年报需要审计，考察半年度的情况更为客观。我们估计 08 年下半年公司销售收入增长 11-14%，增幅和上半年基本持平；利润增长约 29%，有显著下滑，主要原因应该是下半年由于促销导致营销费用大幅增长。

从单第四季度来看，我们估计收入同比下滑 10-15%，销量下滑近 3 成。除了高端白酒整体销售不畅之外，也有三季度促销带来的经销商进货较多的原因。

■ 风险提示

由于企业利润下滑和政府财政收入面临下降压力，09 年春节高端白酒的终端实际消费量显著下滑。水井坊未控制出货量，导致其经销商库存较充裕，未来有控量的压力。

由于全球金融危机，公司白酒出口和外销酒开发方面，可能见效时间和幅度都会低于预期。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

■ 下调盈利预测，仍维持“谨慎推荐”的投资评级

鉴于高端白酒在 09 年春节严峻的销售和社会库存压力，我们大幅下调对 08-10 年的销量增长和提价预期，其中预计 08-10 年水井坊销量分别增长 3%、-6%和 12%，提价 15%、6%和 0%。同时我们大幅上调了营销费用率，以反映市场压力的加剧。我们预计 08-10 年白酒部分 EPS 分别为 0.63、0.66 和 0.78 元，分别下调 20%、35%和 40%左右。目前股价对应市盈率为 20、20 和 16 倍。

目前公司的相对估值与行业龙头茅台接近，高于泸州老窖。但是其分红率高，09 年预期股息率超过 4%，和茅台接近，显著高于其他白酒。我们认为公司业绩高度偏重于高端，弹性大，在业绩相对低谷期合理估值可以适当偏高一些。而且与 Diageo 的合作可以为开发国际市场占得有利的战略地位，因此我们认为目前的股价在中长期来看，仍有一定的吸引力，维持“谨慎推荐”的投资评级。

表 1: 水井坊 08-10 年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入	1,004	1,112	1,119	1,251
营业成本	255	223	221	251
营业税金及附加	101	111	112	125
销售费用	147	233	235	238
管理费用	80	89	84	88
财务费用	2	3	3	4
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
二、营业利润	432	456	468	550
加: 营业外收入	0	0	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0
三、利润总额	432	456	468	550
减: 所得税	228	145	144	164
四、净利润	204	311	324	387
归属于母公司所有者的净利润	201	309	322	384
减: 少数股东损益	3	2	2	3
白酒业务 EPS	0.412	0.633	0.659	0.786
PE	31	20	20	16
毛利率	74.59%	79.95%	80.28%	79.97%
营业税金率	10.06%	10.00%	10.00%	10.00%
销售费用率	14.64%	21.00%	21.00%	19.00%
管理费用率	7.95%	8.00%	7.50%	7.00%
财务费用率	0.17%	0.30%	0.30%	0.30%
所得税税率	54.29%	32.00%	31.00%	30.00%
少数股东损益率	1.31%	0.70%	0.70%	0.70%
收入增长率	24.79%	10.73%	0.71%	11.78%
营业利润增长率	90.02%	5.60%	2.73%	17.53%
净利润增长率	99.50%	53.60%	4.21%	19.15%

资料来源: 国信证券经济研究所

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。