

水井坊 (600779.Sh)

增速四季度有所下滑 估值低于行业平均

——水井坊 08 年年报点评

闫亚磊

86-22-2845 1975

yanyl@bhqz.com

核心观点:

- 四季度增速下滑
- 高档白酒增长慢于预期, 中低档酒发展较快
- 毛利率持续提升, 估值低于白酒行业平均水平

投资要点:

- 水井坊发布 2008 年年报显示: 08 年公司实现营业收入、利润总额和净利润各 11.79 亿元、4.88 亿元和 3.14 亿元, 分别比去年同期增长了 17.43%、12.97% 和 55.87%; 实现每股收益 0.64 元, 同比增长 56.10%, 略低于我们之前预期的 0.7 元/股; 加权平均净资产收益率 23.47%, 同比增加 7.08 个百分点。根据股改承诺公司 09 年度将进行不低于可分配利润 90% 比例的分红, 金额约 2.59 亿元, 折合每股分红 0.576 元。
- **四季度增速有所下滑。**公司四季度实现收入 3.04 亿元、利润总额 1.33 亿元、净利润 8018.69 万元, 分别同比增长了 5.56%、-11.33% 和 6.64%, 分别比前三季度累计增速回落了 4.91 个百分点、37.26 个百分点和 77.45 个百分点。这主要是由于公司产品销售, 尤其是高档白酒销售在四季度受经济危机影响相对较大的缘故。公司约有 31% 的收入在华东实现、18% 的收入在华南实现。
- **高档酒增长慢于预期, 中低档酒销售增长快于预期, 毛利率持续提升。**公司 08 年高档酒和中低档酒实现销售收入各 10.66 亿元和 7276 万元, 分别比去年同期增长了 20.23% 和 24.48%。从盈利能力来看, 得益于提价, 高档酒和中低档酒 08 年毛利率分别为 81.57% 和 52.69%, 分别比去年同期提高了 0.67 个百分点和 22.95 个百分点。
- **实际有效税率的降低导致净利润增速远大于收入和利润总额增速。**公司 09 年实际有效税率为 35.13%, 比 07 年的 52.78% 下降了 17.65 个百分点。目前白酒行业实行 25% 的所得税率, 长期来看公司的所得税率仍有较大的下降空间。
- 公司经营性现金流 08 年仅为 2540 万元, 远小于净利润。这主要是由于应收票据、应收账款以及其他应收款的增加所致。其中温江区交通局所欠 1.06 亿元计入其他应收款下。
- 09 年白酒行业面临经济下行需求减缓以及政府控制行政开支的双重压力, 增速会有所减缓。预计公司 09-10 年白酒业务贡献 EPS 分别为 0.71 元、0.88 元; 财报显示榕上坊施工进度已经超过 75%, 预计从 09 年开始实现销售。房地产项目收入的确认存在较大的不确定性, 假设 09 年到 11 年各确认 33%, 则每年增加每股收益 0.2733 元。考虑房地产业务后, 公司 09-10 年每股收益分别为 0.98 元、1.15 元。目前股价为 13.24 元已经接近 13 元目标价, 我们在之前公司点评时曾下调公司评级至中性, 现维持中性投资评级。目前公司估值为白酒行业中最底的, 不排除未来会向行业平均靠拢。

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	805.13	1003.95	1179	1268	1553
EBITDA(百万元)	262.40	440.21	495	583	712
净利润(百万元)	101.69	201.24	314	346	432
摊薄 EPS(元)	0.21	0.41	0.64	0.71	0.88
PE(X)	44.82	22.65	20.6	18.7	15.0
EV/EBITDA(X)	17.06	8.93	12.4	7.8	5.9
PB(X)	3.83	3.47	4.48	3.66	3.08
ROIC	7.12%	14.23%	18.10%	15.41%	18.08%
总资产周转率	0.44	0.48	0.49	0.43	0.44

评级: 中性

上次评级 买入

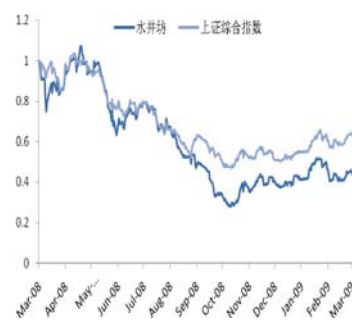
目标价格: ¥13

上次预测 ¥13

当前价格: ¥13.24

2009.3.26

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.1173
2Q/2009	0.1975
3Q/2009	0.3038
4Q/2009	0.3038



公司简介

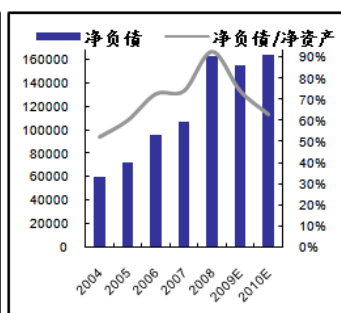
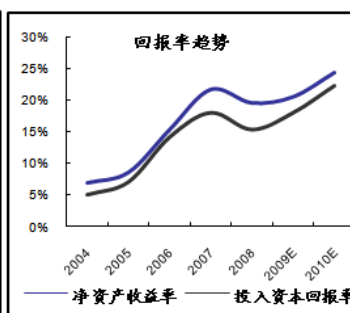
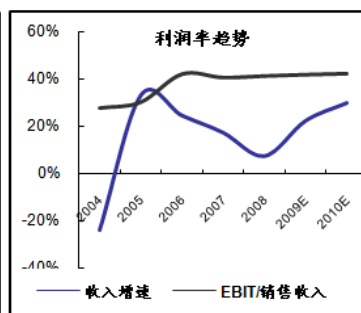
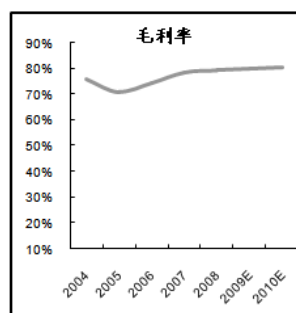
公司主营酒类生产和销售, 产品类别形成了以“水井坊”、“全兴”品牌为主的高中档产品。其中水井坊品牌更是开拓了超高端白酒市场。目前帝亚吉欧受让集团 43% 的股权, 间接控制水井坊 16.64% 的股份, 成为第二大股东。公司将利用帝亚吉欧全球营销网络, 实现水井坊高端白酒在国际市场的开拓和销售。

首次报告

《产品体系逐步完善 与帝亚吉欧合作稳步开展》

公司更新报告

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	722	382	2237	2416	2884	营业收入	1004	1179	1268	1553	2019
应收票据	137	168	174	213	277	营业成本	255	252	263	313	399
应收账款	55	86	93	114	148	营业税金及附加	101	106	114	140	182
预付款项	11	22	22	22	23	销售费用	147	233	251	307	399
其他应收款	45	117	126	154	200	管理费用	80	110	118	145	188
存货	955	945	13	15	20	财务费用	2	-2	6	3	-6
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	11	7	7	0
长期股权投资	24	37	37	37	37	投资收益	12	20	12	12	0
固定资产	163	146	169	184	199	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	56	72	51	45	48	营业利润	432	489	521	650	856
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	0	-1	0	0	0
无形资产	75	499	471	442	412	税前利润	432	488	521	650	856
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	228	171	172	214	214
资产总计	2264	2513	3402	3653	4258	净利润	204	316	349	435	642
短期借款	85	68	0	0	0	归属于母公司的净利润	201	314	346	432	637
应付票据	1	1	1	1	2	少数股东损益	3	3	3	4	5
应付账款	42	49	62	72	82	基本每股收益	0.41	0.64	0.71	0.88	1.30
预收款项	477	560	649	759	901	稀释每股收益	0.41	0.64	0.71	0.88	1.30
应付职工薪酬	8	3	3	3	3	财务指标					
应交税费	106	67	300	300	300	成长性					
其他应付款	230	117	117	117	117	营收增长率	24.7%	17.4%	7.5%	22.5%	30.0%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	72.6%	13.5%	9.2%	24.1%	31.3%
长期借款	0	0	300	100	40	净利润增长率	97.9%	55.9%	10.4%	24.6%	47.6%
负债合计	952	1068	1633	1553	1645	盈利性					
股东权益合计	1312	1444	1769	2101	2613	销售毛利率	74.6%	78.6%	79.3%	79.8%	80.2%
现金流量表						销售净利率	20.0%	26.6%	27.3%	27.8%	31.6%
净利润	204	316	349	435	642	ROE	15.3%	21.7%	19.6%	20.5%	24.4%
折旧与摊销	19	18	61	64	67	ROIC	14.23%	18.10%	15.41%	18.08%	22.36%
经营活动现金流	595	25	1676	519	707	估值倍数					
投资活动现金流	12	-376	-23	-33	-55	PE	32.1	20.6	18.7	15.0	10.2
融资活动现金流	-362	-9	202	-307	-184	P/S	6.4	5.5	5.1	4.2	3.2
现金净变动	245	-360	1855	179	468	P/B	4.93	4.48	3.66	3.08	2.48
期初现金余额	478	722	382	2237	2416	股息收益率	0.4%	0.4%	0.0%	1.6%	2.0%
期末现金余额	722	363	2237	2416	2884	EV/EBITDA	13.3	12.4	7.8	5.9	4.0



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn