

水井坊(600779.sh)

调结构、保增长

熊峰 农业/食品 行业 研究员

电话: 0755-82083888-816

eMail: xf@gf.com.cn

目前公司高端酒下滑态势明显

进入4月份后,公司高档酒销售下滑的态势并没有遏制,我们判断,水井坊可能是白酒上市企业中受经济衰退影响最大的公司之一。这主要是由公司的产品结构和产品销售区域所决定的。

高档酒销售能否企稳看第3季度

我们认为高档白酒消费市场的复苏至少要等到第三季度。因为:1.目前经济衰退对高档白酒消费带来的影响尚未过去。2.春节旺季过后,公司与其他高端酒公司一样,对高档酒开始适当控货。3.每年第二季度是白酒消费的淡季。从第3季度开始,经销商加大备货力度,加上今年国庆欣逢60年大庆,有可能成为拉动高档白酒消费的契机。

产品结构调整和房地产项目是公司今年的两大看点

公司开始高度重视“全兴大曲”品牌的恢复,另一个中档品牌“天号陈”也还有很大的市场空间。公司与帝亚吉欧合作开发的伏特加新产品也即将面世。房地产项目上,我们预计净利润总计应在3个亿左右,三年内对公司每股收益总体贡献0.6左右。总之,公司以“调整结构、快速应变、提升品质、保持增长”作为2009年的工作目标,我们认为是适合时宜的。

风险因素

1.总量风险,国际金融危机造成对高档酒需求总量的下降,加上各大名酒厂纷纷推出高档品种加剧了竞争。2.税负风险,酒类企业的经营业绩对税负水平的变化较为敏感,税收政策的不确定性和地方税负不均将带来一定的业绩波动风险。3.营销模式上存在一定的风险,水井坊公司在几个外省的市場一般是选定一个省级总经销商来铺开,这种经销模式导致公司对经销商的依赖性强,很容易在价格、串货等方面失控,尤其在全球经济下滑的形势下,我们认为水井坊的经销模式的不确定性因素会进一步加大。

盈利预测与投资评级

我们预计公司2009-2011年EPS分别为0.71元、0.83元和0.91元。按照白酒业务25倍市盈率,房地产业务10倍市盈率,公司目前合理价值为15.5元。我们暂时给予“持有”的投资评级,一旦高档酒市场的增长得到确定性的恢复,我们再上调评级。

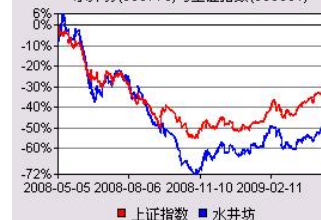
公司评级

持有

当前价格(元)	14.50
目标价格(元)	15.50
前次评级	无评级

股价走势

水井坊(600779)与上证指数(000001)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	2.18%	15.35%	-51.54%
上证综指	2.16%	23.16%	-32.91%

股票数据

总股本(万股)	48,854.57
流通A股(万股)	29,532.35
主要股东:	

四川成都全兴集团有限公司	
主要股东持股比例	39.71%
流通A股比例	60.45%

财务比率

ROE	21.90%
ROA	12.48%
资产负债率	42.51%
每股净资产(元)	2.93

2008年报数据。

4月28日，我们到水井坊进行了实地调研。

一. 目前公司高端酒下滑态势明显

虽然刚刚公布的2008年报显示，公司08年收入同比增长17.4%至11.8亿元人民币，净利润同比增长55.7%至3.1亿元人民币，实现每股收益0.64元人民币。但分析公司2008年第4季度的指标即可发现，公司从2008年第4季度开始经营业绩明显下滑。如果排除2008年两次提价的因素，2008年第4季度的销量实际下降至少在10%以上。2009年第一季度也是如此，尽管净利润与去年同期基本持平，但如果排除2008年两次提价的因素，销量同比下降幅度至少在20%以上。

据了解，进入4月份后，公司高档酒销售下滑的态势并没有遏制，相反，春节旺季过后，为减小终端的价格压力和防止串货，公司对高档酒开始适当控货。所以，按目前态势，2季度公司高档酒销售很难有起色。我们判断，水井坊可能是白酒上市企业中受经济衰退影响最大的公司之一。这主要是由公司的产品结构和产品销售区域所决定的。

1. 公司高档酒占销售的绝大部分

2009年公司酒业的收入11.38亿元，高档酒销售10.7亿元，占到总销售收入的94%，而此次金融危机影响最大的首推高档酒。国内几乎所有的高档白酒都不同程度地受到金融危机的影响。

2. 公司在沿海销售比例大

公司白酒销售市场约90%在省外，其中2008年公司白酒销售收入31%在华东，18%在华南。而沿海地区是此次金融危机影响最大的区域。

表 1: 过去三年市场销售分布（元）及毛利率（%）

	2008	2007	2006
省外	1,000,537,290	806,177,702	624,618,618
省内	108,522,251	174,135,434	172,234,535
出口	29,392,231	23,634,328	7,653,931
高档酒	1,065,694,696	886,387,539	664,047,367
中低档酒及其他	178,376,290	117,559,927	141,080,562
高档酒毛利率%	81.57	80.90	82.82
中低档酒毛利率%	55.88	13.27	10.35

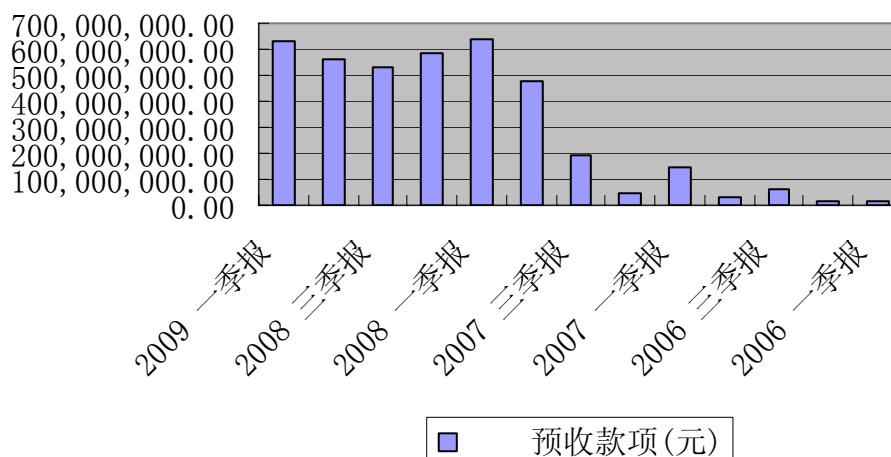
数据来源：WIND资讯

二. 报表利润较为真实可信

为了确保2009年的利润指标，茅台、泸州老窖等白酒公司都在2008年4季度和2009年1季度之间通过预收账款等科目进行了明显的跨季平滑。但我们认为水井坊做这种人为粉饰的可能性较小。一是因为水井坊销售规模偏小，做账的空间不大；二是2009年一季度的销售收入为27021万元，与去年同期35247万元相比同比下降30%，并没有粉饰的效果。所以，尽管由于有房地产预收账款合计而很难判断公司在酒类预收账款方面的准确数字，但我们仍然估计该公司近两季的报表利润是较为真实可信的。

图1: 公司每季度预收账款

单位: 元



数据来源: WIND资讯

三. 高档酒销售能否企稳看第3季度

我们认为高档白酒消费市场的复苏尚需时日, 至少要等到第三季度。因为:

1. 目前经济衰退对高档白酒消费带来的影响尚未过去

高档酒消费与宏观经济景气高度相关。如果宏观经济要在今年下半年乃至更晚才能走出低谷, 那么高档白酒消费市场的复苏也会相应拖后。

2. 公司对高档酒开始适当控货

春节旺季过后, 为减小终端的价格压力和防止串货, 公司与其他高端酒公司一样, 对高档酒开始适当控货。

3. 每年第二季度是白酒消费的淡季

按目前态势, 2季度公司高档酒销售很难有起色。从第3季度开始, 经销商加大备货力度, 加上今年国庆欣逢60年大庆, 有可能成为拉动高档白酒消费的契机。所以, 从第3季度开始, 高档白酒市场的复苏值得期待。

四. 产品结构调整和房地产项目是公司今年的两大看点

从去年下半年开始, 随着金融危机影响的加深, 短期内可能高端白酒的消费会有所抑制, 中低档酒对高档酒的替代作用开始逐渐显现。从去年第4季度和今年第1季度几家主要中低档白酒上市公司的经营业绩就可见一斑, 如山西汾酒、伊力特、古井贡等。泸州老窖特曲等中价酒也开始放量。所以, 面对金融危机对高档酒市场的冲击, 水井坊公司今年也将从产品结构上进行适当的战略调整, 加大中低档酒的份额。公司过去几年靠水井坊主打天下, 水井坊系列占到收入的90%以上。但实际上该公司的中低

档酒是有很好的历史基础的。全兴大曲在历史上曾经有一年销售1.8万吨的纪录，但去年仅销售1600吨，不到高峰时的十分之一。“全兴大曲”为中国“老八大”名酒之一，曾多次荣获国家质量金奖和中国名酒称号，是国家商务部认定的“中华老字号”，2000年被国家工商行政管理局认定为“中国驰名商标”。公司也开始高度重视“全兴大曲”品牌的恢复。在年报中已经指出，将“在产地市场和传统主销市场，集中优势资源，通过品牌的重新诉求及系统的市场化运作，稳步提升全兴品牌市场销售份额”。另一个中档品牌“天号陈”去年也销售不到100吨，也还有很大的市场空间。公司也将加大天号陈在市场本地市场的销售力度，从而弥补高档酒下滑带来的影响。

全球最大烈性酒公司帝亚吉欧持有全兴集团49%股权而间接成为公司第二大股东。过去两年公司与帝亚吉欧一起，在推动水井坊品牌的国际化运作，水井坊酒的国际销售方面已经做了大量工作，2008年海外销售已达2000多万元，而且没有回流国内市场的现象发生。目前，中外双方已建立了良好的战略合作关系，双方的逐步深入合作必将为公司的未来发展打开空间。

另外，公司与帝亚吉欧合作开发的伏特加新产品也即将面世，主要面向海外市场。由于与水井坊的外销一样，采取外方股东包销的方式，所以尽管短期内很难产生很大利润，但至少不会形成包袱。

在房地产方面，公司地产业务主要是对老厂房搬迁土地的开发，公司预计这块地全兴·蓉上坊项目两期可供销售面积共计16万平方米，假设以7000元/平米均价计算，总收入可到达11亿元，由于土地成本非常低，我们预计净利润应在3个亿左右，对公司每股收益总体贡献0.6左右。全兴·蓉上坊房地产项目一期已经实现预收售房款4.95亿元，产生开发成本3.50亿元，预交营业税金及附加2730万元，预交企业所得税1849万元，预交土地增值税306万元。但由于尚未取得产权证，所以未计入2008年年度损益。二期预计春节后开始销售。此外公司还拥有郫县550亩土地，崇洲50亩土地。为简化起见，我们简单地保守估计公司2009年到2011年每年房地产项目贡献税后利润每股0.15元。考虑到房地产属于公司非主营业务，且属临时性业务，我们给予房地产业务10倍的市盈率。

总之，公司以“调整结构、快速应变、提升品质、保持增长”作为2009年的工作目标，我们认为是适合时宜的。

五. 风险因素

1. 总量风险

国际金融危机导致了消费者消费信心和消费能力的下降以及商务活动的减少，造成对高档酒需求总量的下降，对公司生产经营产生了一定影响。加上各大名酒厂纷纷推出高档品种，使公司“水井坊”等高档产品处于日益严峻的市场竞争态势之下，有可能导致广告宣传、渠道建设等市场投入加大。

2. 税负风险

酒类企业的经营业绩对税负水平的变化较为敏感，政策的不确定性将

带来一定的业绩波动风险。而且在实际市场竞争中，由于地方税负不均，各地小酒厂对市场价格的冲击力很大，依法纳税的大型酒厂中低档产品经营受到很大冲击。

3. 营销模式上存在一定的风险

水井坊公司与泸州老窖等公司的经销模式略有不同。泸州老窖在各个区域市场一般以办事处或分公司的形式展开，最近又打算在区域市场成立有经销商参股的销售公司，这种经销模式的优点是公司可控性强，不足是费用较高。水井坊公司在几个外省的市场一般是选定一个省级总经销商来铺开，这种经销模式的优点是经销商积极性高，公司销售费用低，不足是经销商话语权大，公司对经销商的依赖性强，很容易在价格、串货等方面失控。尤其在全球经济下滑的形势下，我们认为水井坊的经销模式的不确定性因素会进一步加大。

六. 盈利预测与投资评级

总的来说，尽管高价酒市场2009年存在较大的不确定性，但如果公司中低价酒能放量跟上，加上房地产项目产生收益，我们判断公司2009年总的利润增长还是有保障的。

我们假设2009-11年公司高档酒销量同比增长-10%、10%、10%；中低档酒销量同比增长30%、30%、30%；所有产品销售均价维持08年的水平。我们假设房地产业务2009-2011年每年贡献EPS为0.15元。这样公司2009-2011年EPS分别为0.71元、0.83元和0.91元。

按照白酒业务25倍市盈率，房地产业务10倍市盈率，公司目前合理价值为 $0.56 \times 25 + 0.15 \times 10 = 15.5$ 元。公司目前股价14.5元，加上公司引入外方股东后内部治理结构大大改善，且每年分红率较高（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）。所以，我们暂时给予“持有”的投资评级，一旦高档酒市场的增长得到确定性的恢复，我们再上调评级。

表 2：未来三年损益简表 单位：万元

	2008	2009	2010	2011
白酒销售收入	117891	105272	117671	131872
其中：高档酒	106569	95912	105503	116054
中低档酒	7200	9360	12168	15818
白酒销售成本	25177	21054	23534	26374
营业费用	23325	23030	24151	24550
管理费用	10995	10855	11071	10998
财务费用	-186	-150	-150	-150
白酒业务利润	48863	42643	51780	57873
白酒业务归属股东的净利润	31646	27690	33624	37580
白酒业务 EPS（元/股）	0.64	0.56	0.68	0.76

房地产业务 EPS (元/股)	0	0.15	0.15	0.15
公司 EPS (元/股)	0.64	0.71	0.83	0.91

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

水井坊(600779)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。