



东兴证券
DONGXING SECURITIES

中低端酒增长好 房地产预收款9.9亿多 调高至强烈推荐

——水井坊（600779）09 年中报点评

2009 年 8 月 29 日

强烈推荐/调高

水井坊

财报点评

刘家伟 食品饮料行业分析师
liujw@dxzq.net.cn 010-66507309

事件：

公司8月29日公布09年半年报：1—6 月累计实现营业收入440, 62.32万元，同比降低 19.49%；实现净利润（归属于母公司净利润）103, 14.61万元，同比降低 22.83%；每股收益0.21元，去年同期0.27元。

公司分季度财务指标

指标	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入（百万元）	288.45	352.47	194.84	328.06	303.54	270.21	170.42
增长率（%）	-5.54	24.49	-3.57	42.44	5.23	-23.34	-12.54
毛利率（%）	76.04	82.33	75.59	82.62	72.03	83.84	59.94
期间费用率（%）	14.72	32.00	21.59	32.50	26.30	32.00	36.14
营业利润率（%）	51.86	39.14	43.46	43.00	41.16	46.54	8.57
净利润（百万元）	76.34	95.84	38.88	98.77	82.97	96.84	6.58
增长率（%）	53.08	91.44	106.19	68.43	8.68	1.05	-83.08
每股盈利（季度，元）	0.41	0.20	0.27	0.47	0.64	0.20	0.21
资产负债率（%）		42.02	36.53	34.83	42.51	39.67	49.30
存货周转率（%）	0.28	0.06	0.12	0.18	0.27	0.04	0.11
应收账款周转率（%）	18.57	6.49	10.61	17.14	16.66	3.18	5.42

积极因素：

- 公司面临白酒行业整体增长强劲的行业背景，在高档酒销售因金融危机冲击而下降的情况下，中低档酒销售增长较好。公司高端以下产品在报告期内销售形势看好，水井坊系列酒、天号陈、全兴大曲类产品等均比去年同期有较大增长。
- 房地产业务产生大量预收款。上半年公司预收款项大幅增加77.25%达到992,68.76万元，主要原因是公司蓉上坊房地产项目预收房款增加。
- 公司下半年计划确保增长。公司计划下半年进一步夯实市场基础管理工作，切实强化终端精细化建设，不断提升水井坊品牌的影响力，促进白酒销售增长，同时适当兼顾其他业务，努力实现“调整结构、快速应变、提升品质、保持增长”的全年工作目标。

消极因素：

- 公司高档酒水水井坊因为金融危机影响而销售下滑，成为高端白酒受到金融危机影响最大的品牌。不过，公司调整了统计口径，难以清晰看出下降程度。

- 成本费用上升，盈利能力下降。销售成本率、期间费用率同比从20.07%和28.3%上升至25.4%和33.6%，而毛利率和销售净利率则从79.93%和24.61%下降至74.6%和23.47%，成本费用较大幅度上升而毛利率、净利率下降，形成明显对照，净资产收益率也从10.67%下降到8.08%。

业务展望：

我们认为，尽管公司上半年高档酒水井坊遭遇危机影响销量下滑，但随着经济复苏加快，高档酒消费也会复苏，将惠及水井坊酒的销售，同时也会推动公司中低端酒销售继续大幅增长；公司上半年蓉上坊房地产项目预收房款达到9亿多，均没有确认为收入，一旦下半年确认为，则会对公司全年业绩的增长做出重大贡献。

盈利预测

综合考虑公司白酒和房地产业务，预计公司 2009-2011 年主营收入会均会增长 30%左右，净利润会增长 10%、20%和 20%左右，每股收益可以达到 0.71 元、0.86 元和 1.03 元左右。

投资建议：

我们认为，对公司的估值主要应该看两个部分：白酒和房地产业务。白酒业务由于公司品牌属于白酒第一阵营而应可享受一定的估值溢价，09 年给予 30 倍 PE 并不过分，与 0.51 元左右的 EPS 对应股价为 15 元左右；房地产业务假如净利润达到 1 亿元（以大约 12%销售净利率计算），折合 EPS0.20 元，按照最近四年房地产行业平均 40 倍市盈率计算，对应股价为 8 元，公司合理股价合计可达 23 元，与目前 15.41 元相比还有 50%以上上升空间。鉴于公司房地产业务带来的业绩增长和估值提升空间超出预期，故投资评级从“推荐”调升至“强烈推荐”。

公司盈利预测表

万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	100,394.75	117,891.42	176837.13	229888.27	298854.76
(+/-)%	24.69	17.43	0.50	0.30	0.30
经营利润（EBIT）	43,171.02	48,863.06	61078.83	79402.48	103223.22
(+/-)%	89.81	13.18	0.25	0.30	0.30
净利润	20,390.45	31,645.82	34810.41	41772.49	50126.99
(+/-)%	97.89	55.87	0.10	0.20	0.20
每股净收益（元）	0.41	0.64	0.71	0.86	1.03

分析师简介

刘家伟

经济学博士，农林牧渔及食品饮料行业研究员，曾长期涉猎三农问题，1993 年进入证券行业，2007 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。

投资评级体系

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，定义如下：

- 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，定义如下：

- 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。