

水井坊 (600779)

2010 年仍将是调整年

——水井坊调研快报

✍ 洪婷
 ☎ 021-38676550
 ✉ hongting@gtjas.com

胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com

本报告导读:

- 短期内水井坊提价条件尚未成熟, 明年将仍以扩大销售规模和市场占有率为主。
- 公司近两年将继续增加销售费用投入, 业绩增速难有大幅提升。

事件:

- 我们于 11 月 15 日调研水井坊, 和水井坊的董秘张总和总会计师李总就公司最近的经营情况进行交流。

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **¥22.50**

上次预测: ¥17.00

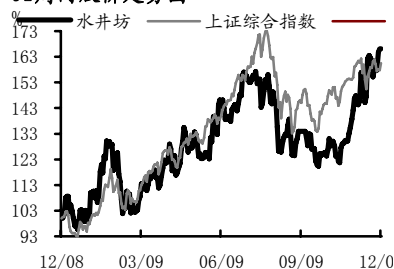
当前价格: **¥20.99**

2009.12.22

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.18 ~ 22.06
总市值 (百万元)	10,382
总股本/流通 A 股 (百万股)	489/295
流通 B 股/H 股	
流通股比例	60.4%
日均成交量 (百万股)	13.4
日均成交值 (百万元)	209.9

52 周内股价走势图



相关报告

高档白酒下滑较大 业绩低于预期
 (09.08.31)

评论:

11 月 15 日我们对水井坊进行调研, 与公司领导交流最近经营情况, 对公司的总体印象如下: 1、公司高档酒水水井坊的价格 3 季度开始回升, 但尚未进入全面复苏, 近期提价条件尚未成熟; 2、公司明年仍将增大市场投入以提高重点市场的占有率, 费用率保持较高水平, 业绩超预期可能性较低。

- **高档酒销量 3 季度有所回升, 全年下降 10%。**进入 3 季度随着经济回暖和消费的复苏, 水井坊高档酒上半年的下滑势头有所扭转, 3 季度销量同比回升 20%-30%。但公司称由于经销商提前备货, 4 季度的部分销量有一部分提前计入了 3 季度, 预计公司全年水井坊系列酒的销量约为 2000 吨, 同比下降 10%左右。公司认为公司的高档白酒目前正进入回升阶段, 销量将逐步恢复, 趋势向好但全面复苏仍需要一定时间的等待。预计公司白酒业务的利润较去年将略有下降, 2010 年回升。
- **中低档酒销量大幅增长, 但贡献利润较微薄。**公司预计 09 年中低档酒总体销量增速将达到 30%, 销量在 8000-10000 吨左右, 其中全兴大曲系列在 2000 吨以上, 天号陈在 100 吨左右, 散酒在 5000-6000 吨左右。由于公司中低档酒定价和结构偏低, 一半以上的散酒并不赚钱, 主要以消化库存, 增加市场规模和占有率为目的, 对公司业绩的贡献较小。
- **公司认为短期内普通水井坊提价条件尚未成熟, 典藏水井坊可能率先提价。**公司目前普通水井坊的出厂价位 438 元, 一批价格在 500 元以上, 大商超等流通渠道的价格提高到 618 元以上。公司未来仍将进一步

请务必阅读正文之后的免责条款部分

夯实现有的一批价和零售价格，由于市场并未达到供不应求，短期内普通水井坊提价的条件尚不成熟，提价可能性较小，目前典藏水井坊和普通水井坊的价格区间接近，公司可能会对其进行提价，但由于占比较小，对整体业绩增厚较少。

- **公司未来将继续增加北京、上海、广州和成都四大重点市场的投入，建立具有市场占有优势的市场；新兴市场持续增长。**据公司销售专家调研所得，北京、上海、广州和成都四大重点市场及其周边占公司产品总销量的 80%，对公司业绩有举足轻重的作用，公司未来将继续加大对重点市场的销售费用，力争建立几个有绝对优势的市场。公司今年在河南、湖南两个新兴市场有一定的增长，河南市场的销售收入超 1 个亿。
- **明年市场的费用投入政策将继续，争夺终端市场成公司主要目标。**公司自 09 年 3 季度开始加大市场销售费用投入，费用率达历史较高水平，我们预计公司为争夺终端市场，明年这一政策仍将延续，特别是公司明年可能扩大销售人员队伍，公司的费用率下降的概率较小。
- **外资股东进入改革内部管理和销售模式，短期内正面效应较难体现。**帝亚吉欧的进入对公司的整体销售模式将有所变化，目前正在进行营销人员的薪酬体系的改革，未来可能将继续增加重点城市的营销队伍建设，公司的销售模式可能会从单纯的依靠经销商转变成公司销售人员和经销商共同合作开发市场的模式，该模式可能更有利于公司市场的扩大。但从目前来看改革进度较慢，正面效应短期内尚未体现。据我们了解帝亚吉欧继续收购公司股票成为公司控股股东的计划较为明确，但具体时间表尚未确定。
- **房地产业绩较为稳定，今明两年确认收益。**公司蓉上坊项目将为公司带来约 0.40 元的净利润，分今明两年计入业绩。公司未来将继续开发郫县 550 亩土地以建设别墅，具体收益尚未能预测，但可能对公司未来 3-5 年的利润都有所增厚。
- **2010 年仍是调整年，业绩超预期可能性较小。**由于水井坊的销量恢复速度可能低于预期，销售费用投入将持续增加，我们预测公司 2009-2010 年白酒业务 0.51 和 0.65 元，每年房地产业务的 EPS0.20 元，目标价 22.50 元，维持谨慎增持评级。

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业五年。2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士，2007 年 7 月加入国泰君安研究所，目前从事食品饮料的研究工作

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com