

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄璐 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2010年3月2日

水井坊 (600779.SH)/21.58元

DIAGEO控股尘埃落定

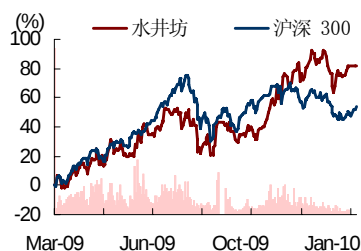
日用消费·食品饮料
审慎推荐-B(维持)

基础数据

上证综指	3088
总股本(万股)	48855
已上市流通股(万股)	29532
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	64
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	17.6
资产负债率	54.9%
主要股东	四川成都全兴集团
主要股东持股比例	39.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	50	72
相对表现	-2	33	17



相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
- 2、《食品饮料业 2010 年度投资策略-消费泡沫化》2009/12/9
- 3、《食品饮料业 2009 年第四季度投资策略-理性消费, 理性投资》2009/10/27
- 4、《糖酒会见闻录之四-水井坊 (600779) 酒业歉年, 地产相补》2009/4/7

公司昨日发布公告, DIAGEO 与管理层持股公司成都盈盛投资签署协议, 收购全兴集团 4% 股权, 实现 53% 的绝对控股权, 并间接持有全兴集团持有的股份公司 37.9% 的股权, 股价存在交易型机会, 但对公司长远发展我们有所保留。

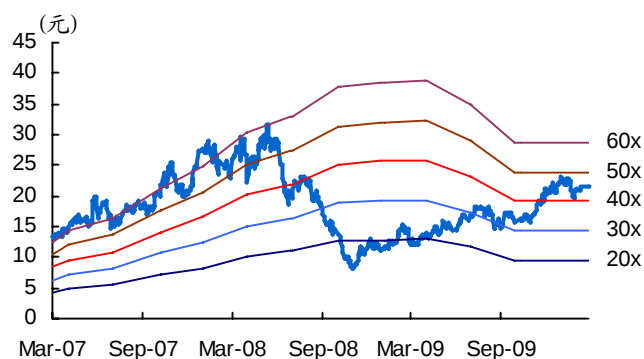
- **DIAGEO 控股全兴集团一事尘埃落定, 水井坊股价存在交易型机会。**代表管理层利益的成都盈盛投资所持全兴集团 4% 股权转让给外资方 DIAGEO 后, 双方持股比例分别为 47% 和 53%, DIAGEO 实现绝对控股, 并间接控股上市公司水井坊。市场对于未来 DIAGEO 在水井坊上的动作多有期待, 此番是迈出了重要一步, 股价相应存在交易性机会, 维持“审慎推荐”的短期评级。
- **公司通过出售全兴酒业规避国家产业政策的外资准入限制。**国家产业规定我国的黄酒和名优白酒的生产必须由中方控股, 公司拥有的全兴大曲为老八大名酒, 列于限制名录中, 但水井坊为新兴品牌, 不受此限制。公司出售全兴酒业 55% 股权后, 绕开了政策障碍。全兴酒业作为独立生产销售的企业, 今后不再并表, 11 年起则以投资收益体现。全兴酒业产品低档, 收入规模近亿元, 09 年中利润仅 350 万元, 对公司贡献微小。
- **销售模式调整基本到位, 10 年经营情况应有所好转。**我们在 1 月月报中提到过, 公司原来一直依靠大客户模式, 08 年起加大对二批商的扶持力度, 只因当时遇到经济危机, 调整效果未能展现, 2010 年外部条件向好, 渠道调整发挥效用, 依托于房地产的收益使公司有能力加大营销力度, 因此我们判断其经营情况应能好转。
- **长远看我们对公司发展前景仍有所保留。**公司管理层在继续负责公司各方面经营事务的情况下, 将控股权转让, 给人感觉是进取心不强, 经营驱动力不足, 未来能否持续专注地做好水井坊品牌的销售提升, 我们有所保留。外资 DIAGEO 对中国白酒业觊觎已久, 但对中国白酒市场认识限制的原因, 能否在白酒行业制胜实际并非易事。因此我们给予长期投资评级“B”。我们略微调整 09 年业绩预测, 维持 10-11 年预测不变。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1004	1179	1461	1513	1336
同比增长	25%	17%	24%	4%	-12%
营业利润(百万元)	432	489	495	583	694
同比增长	90%	13%	1%	18%	19%
净利润(百万元)	201	314	312	382	456
同比增长	98%	56%	0%	22%	19%
每股收益(元)	0.41	0.64	0.64	0.78	0.93
PE	52.4	33.6	33.8	27.6	23.1
PB	8.1	7.4	6.9	6.4	5.9

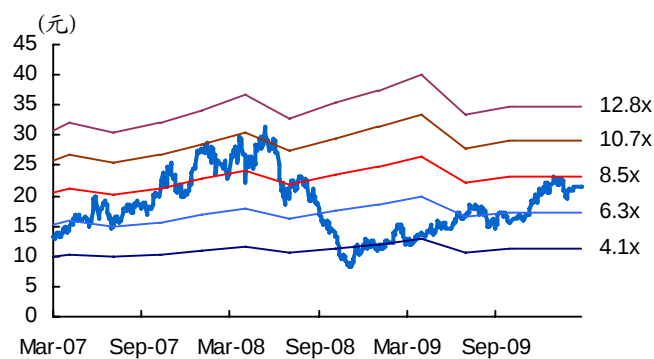
资料来源: 招商证券

图 1: 水井坊历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 水井坊历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7
- 2、《食品饮料业 2010 年度投资策略-消费泡沫化》2009/12/9
- 3、《食品饮料业 2009 年第四季度投资策略-理性消费，理性投资》2009/10/27
- 4、《糖酒会见闻录之四-水井坊（600779）酒业歉年，地产相补》2009/4/7

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1925	1720	2131	2088	1678
现金	722	382	866	1000	930
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	137	168	179	173	161
应收款项	55	86	69	66	62
其它应收款	45	117	15	14	13
存货	955	945	969	808	498
其他	11	22	34	26	15
非流动资产	339	793	761	728	704
长期股权投资	24	37	37	31	31
固定资产	163	146	164	182	198
无形资产	75	499	449	404	364
其他	77	110	110	110	110
资产总计	2264	2513	2892	2816	2382
流动负债	952	868	1125	919	534
短期借款	85	68	50	50	50
应付账款	42	49	82	62	35
预收账款	477	560	761	576	218
其他	348	191	232	231	231
长期负债	0	200	200	200	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	200	200	200	0
负债合计	952	1068	1325	1119	534
股本	489	489	489	489	489
资本公积金	407	408	408	408	408
留存收益	408	536	630	742	876
少数股东权益	10	12	41	58	76
母公司所有者权益	1303	1432	1526	1638	1773
负债及权益合计	2264	2513	2892	2816	2382

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	595	25	746	413	468
净利润			313	373	449
折旧摊销			69	66	64
财务费用			(3)	(6)	(7)
投资收益			(12)	(10)	(10)
营运资金变动			350	(27)	(44)
其它			30	16	15
投资活动现金流	12	(376)	(40)	(34)	(40)
资本支出			(40)	(40)	(40)
其他投资			0	6	0
筹资活动现金流	(362)	(9)	(222)	(245)	(498)
借款变动			(18)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(219)	(261)	(315)
其他			15	16	(183)
现金净增加额	245	(360)	485	134	(70)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1004	1179	1461	1412	1313
营业成本	255	252	499	378	213
营业税金及附加	101	106	131	127	118
营业费用	147	233	239	240	210
管理费用	80	110	110	113	105
财务费用	2	(2)	(3)	(6)	(7)
资产减值损失	(0)	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	20	12	10	10
营业利润	432	489	496	570	684
营业外收入	0	10	10	10	10
营业外支出	0	11	2	2	2
利润总额	432	488	504	578	692
所得税	228	171	162	188	225
净利润	204	316	342	391	467
少数股东损益	3	3	29	17	17
母公司所有者净利润	201	314	313	373	449
EPS (元)	0.41	0.64	0.64	0.76	0.92

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	25%	17%	24%	-3%	-7%
营业利润	90%	13%	2%	15%	20%
净利润	98%	56%	0%	19%	20%
获利能力					
毛利率	74.6%	78.6%	65.8%	73.2%	83.8%
净利率	20.0%	26.6%	21.4%	26.4%	34.2%
ROE	15.4%	21.9%	20.5%	22.8%	25.3%
ROIC	14.2%	20.4%	20.4%	21.6%	23.9%
偿债能力					
资产负债率	42.0%	42.5%	45.8%	39.8%	22.4%
净负债比率	3.8%	2.7%	1.7%	1.8%	2.1%
流动比率	2.0	2.0	1.9	2.3	3.1
速动比率	1.0	0.9	1.0	1.4	2.2
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	0.3	0.3	0.5	0.4	0.3
应收帐款周转率	18.6	16.7	18.8	20.9	20.5
应付帐款周转率	4.2	5.5	7.6	5.2	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.64	0.64	0.76	0.92
每股经营现金	1.22	0.05	1.53	0.84	0.96
每股净资产	2.67	2.93	3.12	3.35	3.63
每股股利	0.38	0.53	0.45	0.53	0.64
估值比率					
PE	52.4	33.6	33.7	28.2	23.5
PB	8.1	7.4	6.9	6.4	5.9
EV/EBITDA	15.6	14.0	12.5	11.1	9.4

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。