

水井坊 (600779)

高档白酒销量下滑，期待 2010 年回升

——水井坊 2009 年报点评

	胡春霞	洪婷
	021-38676186	021-38676550
	huchunxia@gtjas.com	hongting@gtjas.com
	S0880208060347	S0880108103684

本报告导读：

高档白酒销量下滑拖累收入增长，导致公司盈利能力下降。预计 2010 年在经济回暖、品牌宣传力度和销售力度增强的推动下，白酒业绩将实现较快恢复。

投资要点：

- 水井坊 2009 年实现营业收入 16.73 亿元，同比增长 41.95%，利润总额 4.99 亿元，同比增长 2.39%，归属于母公司的净利润为 3.20 亿元，同比增长 2.19%，每股收益 0.66 元，符合预期。每 10 股送 5.40 元现金。
- 白酒业务收入略有下降，房地产收入的确认推动公司收入上升。09 年水井坊系列高档酒的销售出现下滑，白酒业务收入下降 0.31%。公司蓉上坊的地产项目确认 5.32 亿的收入是公司收入增长的主要推动力。公司 09 年下半年高档酒的销量增速有所回升，白酒收入的增速从上半年的 -15.5% 上升到下半年的 12.2%，预计今年将是公司白酒业务全面恢复的一年，白酒收入和利润都将实现增长，而蓉上坊 2 期工程 6.43 亿元收入可能于今年确认推升收入和业绩。
- 高档酒销量下降导致公司毛利率下降，今年将逐步回升。09 年水井坊系列高档酒销量同比下降约 10%，中档和低档销量出现放量增长，产品结构出现变化，中高档酒收入同比下降 7%，低档酒收入增长 45 倍，白酒综合毛利率从 79% 下降到 73%。今年随着公司加大水井坊品牌的广告宣传力度以及国内经济环境好转，我们预计高档酒业务的收入和利润都会逐步回升，盈利能力将有所恢复，推动白酒业绩回升。
- 盈利预测和估值。今年外资完成对公司的收购将推动公司白酒业务的恢复和调整，房地产业务在未来几年将继续贡献业绩，预计公司高档酒销量同增 15%，价格不变，白酒业绩恢复到 2008 年水平，预测公司 2010-2011 年的 EPS 为 0.88 和 1.10 元，房地产贡献均为约 0.20 元，给予白酒 30 倍，房地产 20 倍的 PE，目标价 24.4 元，维持增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,179	1,673	1,982	2,138	2,540
(+/-)%	17.4%	42.0%	18.5%	7.8%	18.8%
经营利润 (EBIT)	489	487	596	752	967
(+/-)%	13%	0%	22%	26%	29%
净利润	314	321	428	537	689
(+/-)%	56%	2%	34%	26%	28%
每股净收益 (元)	0.64	0.66	0.88	1.10	1.41
每股股利 (元)	0.53	0.54	0.72	0.91	1.16

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	41%	29%	31%	36%	39%
净资产收益率 (%)	22%	21%	27%	32%	39%
投入资本回报率 (%)	24%	30%	31%	38%	43%
EV/EBITDA	21	19	15	12	10
市盈率	34	33	25	20	15
股息率 (%)	2.4%	2.5%	3.3%	4.2%	5.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**24.40**

上次预测：**26.00**

当前价格：**21.71**

2010.04.02

交易数据

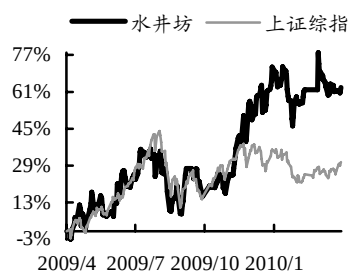
52 周内股价区间 (元)	13.16-24.80
总市值 (百万元)	10,606
总股本/流通 A 股 (百万股)	489/295
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	60%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	111

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,325
每股净资产	2.71
市净率	8.0
净负债率	2%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.2	0.27
Q2	0.01	0.01
Q3	0.1	0.13
Q4	0.35	0.46
全年	0.66	0.88

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	-5%	58%
相对指数	-1%	-1%	28%

相关报告

《外资实现控股权，推动公司价值提升》	2010.03.02
《2010 年仍将是调整年》	2009.12.21
《高档白酒下滑较大 业绩低于预期》	2009.08.31
《白酒销量增长低于预期 净利润增长受...》	2009.03.30
《销售受到经济冲击，未来预期不明确》	2008.11.09

模型更新时间: 2010.04.02

股票研究

必需消费
食品饮料

水井坊 (600779)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 24.40

上次预测: 26.00

当前价格: 21.71

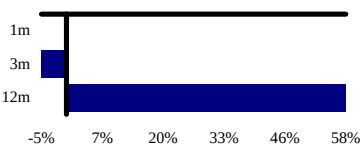
公司网址

www.quanxing.com.cn

公司简介

公司主营酒类产品的生产和销售。公司生产的白酒类产品已形成了以“水井坊”、“全兴”品牌的高、中档产品为主,以“成都大曲”等产品为辅的产品结构模式。06年12月,Diageo(帝亚吉欧)受让公司第一大股东四川全兴集团43%的股权,间接控制水井坊16.64%的股份,持股比例仅次于全兴集团,成为第二大股东。公司将利用Diageo的全球营销网络,实现水井坊高端白酒在国际市场的拓展和销售,从而有利于中国白酒走向世界。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

13.16-24.80

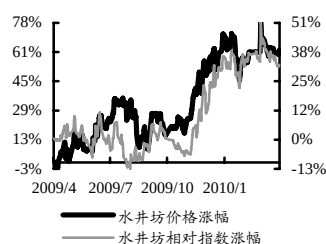
市值 (百万)

10,606

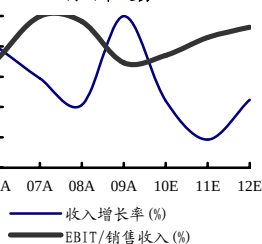
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	805.13	1,003.95	1,178.91	1,673.50	1,982	2,138	2,540
营业成本	233.56	255.11	251.77	595.30	594	607	661
税金及附加	94.23	101.00	106.20	193.48	296	247	294
营业费用	135.89	146.97	233.25	298.31	356.84	384.76	444.49
管理费用	97.55	79.84	109.95	99.34	118.95	128.25	152.40
EBIT	243.90	421.03	477.75	487.07	615.93	770.79	988.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.74	12.03	19.69	14.35	0.00	1.00	0.00
财务费用	21.37	1.75	(1.86)	(1.31)	4	4	5
营业利润	227.44	431.71	488.63	486.89	596	752	967
所得税	123.02	227.90	171.36	180.38	183	229	294
少数股东损益	2.83	2.66	2.78	(1.44)	(2)	(2)	(3)
净利润	101.69	201.24	313.68	320.56	428	537	689
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金、交易性金融资产	478	722	382	607	1,429	1,542	1,833
其他流动资产	1,063	1,203	1,338	1,345	1,599	1,726	2,052
长期投资	36	35	48	41	34	36	37
固定资产合计	243	218	217	232	570	620	750
无形及其他资产	84	85	527	569	535	500	475
资产合计	1,903	2,264	2,513	2,794	4,167	4,423	5,145
流动负债	715	952	868	1,133	2,419	2,583	3,164
长期负债	0	0	200	157	189	204	243
股东权益	1,189	1,312	1,444	1,504	1,578	1,671	1,790
投入资本(IC)	1,060	640	1,282	1,037	1,395	1,436	1,601
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
NOPLAT	112	199	310	311	431	540	692
折旧与摊销	0	6	6	40	42	39	36
流动资金增量	30	397	(202)	302	(55)	(25)	(60)
资本支出	(5)	18	(447)	(96)	(346)	(54)	(141)
自由现金流	137	619	(333)	557	73	499	527
经营现金流	156	608	119	660	417	553	667
投资现金流	85	12	(451)	(90)	(358)	(72)	(158)
融资现金流	(123)	(187)	(57)	(306)	(324)	(431)	(534)
现金流净增加额	119	432	(389)	264	(264)	50	(25)
财务指标	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长性							
收入增长率	33.3%	24.7%	17.4%	42.0%	18.5%	7.8%	18.8%
EBIT 增长率	45.2%	72.6%	13.5%	2.0%	26.5%	25.1%	28.2%
净利润增长率	33.7%	95.1%	55.2%	0.8%	33.5%	25.6%	28.2%
利润率							
毛利率	71.0%	74.6%	78.6%	64.4%	70.0%	71.6%	74.0%
息税前利润率	30.3%	41.9%	40.5%	29.1%	31.1%	36.1%	38.9%
净利润率	12.6%	20.0%	26.6%	19.2%	21.6%	25.1%	27.1%
收益率							
净资产收益率(ROE)	15.0%	15.4%	21.9%	21.5%	27.3%	32.3%	38.6%
总资产收益率(ROA)	5.3%	8.9%	12.5%	11.5%	10.3%	12.1%	13.4%
投入资本回报率(ROIC)	30.0%	31.1%	24.2%	30.0%	30.9%	37.6%	43.2%
运营能力							
存货周转天数	1,186	1,304	1,377	567	608	671	699
应收账款周转天数	75	34	47	42	36	38	36
总资产周转天数	822	758	739	579	641	733	688
净利润现金含量	1.5	3.0	0.4	2.1	1.0	1.0	1.0
资本支出/收入	1%	-2%	38%	6%	17%	3%	6%
偿债能力							
资产负债率	37.6%	42.0%	42.5%	46.2%	62.3%	62.5%	65.6%
净负债率	-7.9%	-48.9%	-21.9%	-39.1%	-20.3%	-22.2%	-19.2%
估值比率							
PE	136.3	52.7	33.8	33.1	24.8	19.7	15.4
PB	9.0	8.9	7.8	7.1	6.8	6.4	5.9
EV/EBITDA	25.0	23.3	20.6	18.9	15.1	12.3	9.7
P/S	13.17	10.56	9.00	6.34	5.35	4.96	4.18
股息率	1.5%	1.8%	2.4%	2.5%	3.3%	4.2%	5.3%

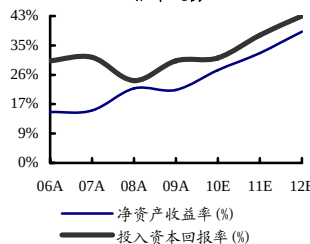
股票绝对涨幅和相对涨幅



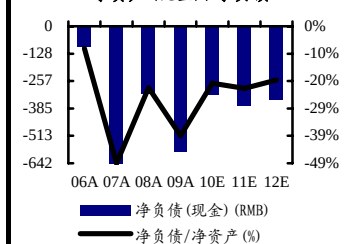
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



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。

洪婷:

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		