

审慎推荐-A (上调)**水井坊** 600779.SH

目标估值: 21.5-26.7 元

当前股价: 22.74 元

2010 年 9 月 27 日

销售强劲恢复 运营更趋规范**基础数据**

上证综指	2592
总股本(万股)	48855
已上市流通股(万股)	29532
总市值(亿元)	111
流通市值(亿元)	67
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	24.9
资产负债率	44.5%
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	9	8	43
相对表现	11	21	51

**相关报告**

- 1、《食品饮料业 2010 年 9 月月报 - 守正出奇》2010/9/2
- 2、《糖酒会见闻录(2010 春季成都) 之四-水井坊(600779)销售转型孕育发展》2010/4/1

朱卫华

0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 S1090203100034

董广阳

0755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn
 S1090210080002

黄珏

0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn
 S1090208040189

公司过去在内部管理规范性、渠道扁平化方面下了很大工夫,上半年取得非常好的销售增长,尽管下半年的同期基数较大,我们仍然认为快速增长势头能够延续,上调长期评级到 A。商务部如能同意 DIAGEO 控股全兴集团将构成股价催化剂。

- **销售快速增长态势能够持续。**公司上半年销售收入 4.9 亿元,一、二季度分别增长 58%, 54%, 其中中高档酒和低档酒分别增长 47.5%和 128.4%,增速迅猛。基数较低固然是主要因素,但快速恢复并达到历史最好水平,也显示公司对市场投入见效,产品具备竞争力。下半年基数效应消失,但公司积极进行市场开拓的思路手段没变,我们认为收入快速增长态势可以延续。
- **销售模式转型,市场从沿海向内地拓展。**销售模式转型明显,前五大经销商占比从 08 年的 42%陡降到 09 年 22%,原因一是渠道扁平化,部分二批商变为一批商,减少大客户依赖,深度分销试点已经在成都、北京等地展开,公司已有 100 多个销售人员,目前在成都的还是辅助总代成都威斯特公司来工作;变化二是从沿海转向内地市场拓展。原先在广东、上海、成渝、北京等地发展,其中以北京为核心的华北市场快占到业务量的 30%,现在基本每个省有 1~2 家经销商,今年河南、湖南、陕西等地发展很快,尤其是河南。
- **在外方支持下公司销售和内部管理的规范性继续提升。**近期公司特别设置了合规主管,由外方合规总监亲自培训,该岗位对公司合规风险进行事前防范、事中控制和监督,管辖的范围从采购到销售,加上非常严格、扎实的 ERP、财务预算体系,公司未来稳健发展是可期的。
- **不足之处在于缺乏基地市场和团购渠道的不足。**四川名酒集聚,导致公司没有建立起稳固的基地市场,也缺乏当地政府在税收、团购方面的优惠和支持,从而公司的营销费用投入很难有规模效应,这是公司需要突破的地方。
- **上调长期投资评级由 B 到 A,催化剂看商务部对外资并购的批复。**我们略微上调 10-11 年酒业 EPS 到 0.60 元、0.89 元,同比增速分别为 20%、49%;地产业务 10 年贡献 0.16 元,11-12 年暂无收益。我们认为商务部同意 DIAGEO 控股全兴集团的可能性较大,现在不存在可口可乐收汇源时的舆论压力。考虑到该题材,及同业的市值比较,我们认为公司具投资价值。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1179	1674	2023	1807	2167
同比增长	17%	42%	21%	-11%	20%
营业利润(百万元)	489	487	567	670	796
同比增长	13%	0%	16%	18%	19%
净利润(百万元)	314	321	370	436	515
同比增长	56%	2%	16%	18%	18%
每股收益(元)	0.64	0.66	0.76	0.89	1.06
PE	35.4	34.6	29.9	25.5	21.5
PB	7.7	7.4	7.1	6.8	6.4

资料来源:招商证券

- 提价情况如何？7月1日的时候终端指导价提高了50元，从618元提高到658~668元。但是出厂价提价现在还未考虑，具体从公司实际情况出发。
- 全兴大曲在河北、河南、山东等地主销，以前每个地方销售额都过亿，现在全部销售额才2、3亿元，仍在恢复期。除了主销区，公司确定了湖南、陕西为新兴市场。
- 郫县的土地何时开发，上半年从财务上已经从无形资产转到开发成本了？现在还不行，工业园区那块地还没有弄好，厂子搬迁不了，所以郫县这块地方就无法开工，现在也很难披露开发计划，明年房地产收入肯定是接续不上（今年四季度有蓉上坊二期收入的入帐）。请参阅上期调研报告《糖酒会见闻录（2010春季成都）之四-水井坊（600779）销售转型孕育发展》2010/4/1。

表 1、水井坊第三季度的部分营销活动

8月17日，水井坊助威“中国白酒金三角”亮相上海世博会四川周，并在上海“巴国布衣”川菜馆开展了“中国白酒金三角”美酒品鉴活动，在世博会宝钢大舞台“中国白酒金三角”专场文艺表演和酒文化展览中，水井坊不仅展示了全系精美产品，还展示了“水井坊传统酿造工艺模型”。

9月初，《南方周末》广告：世纪典藏水井坊占据头版四分之一版面，井台装水井坊占据经济版二分之一版面，水井坊·梅兰竹菊占据时局版二分之一版面。

9月4日，共醉“六百年月映第一坊”风雅礼尚中秋活动，公司特邀台湾著名诗人余光中于成都武侯祠，共述“樽中月影照乡还”的诗情与酒兴。与此同时，水井坊在全国范围内开展“600年月映第一坊”风雅礼尚中秋促销活动。

9月11日，公司冠名赞助、安徽省小球管理中心主办的安徽水井坊网球俱乐部揭牌仪式暨第一届水井坊网球邀请赛在安徽省小球管理中心网球场隆重举行。参加人员为安徽省厅局级以上干部以及水井坊VIP客户。俱乐部将每月组织一次网球活动（练习或比赛），每年组织一次全省厅局级以上干部参加的网球比赛。期间，所有在安徽省小球管理中心网球中心举办的网球赛事，水井坊均将以协办身份参与。

资料来源：招商证券

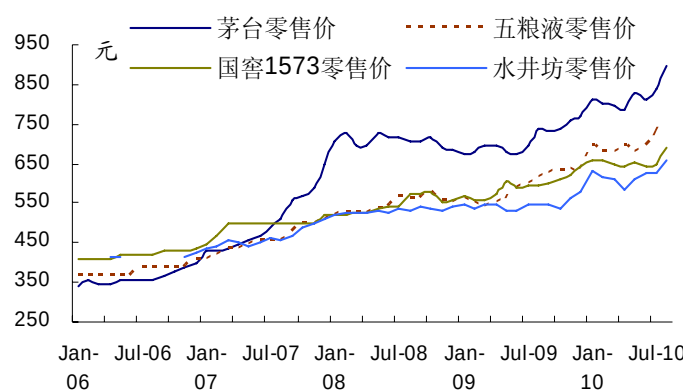
表 2、水井坊单季度及年度利润表

单位：百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	09 H1	10H1
一、营业总收入	328	304	270	170	404	829	428	263	441	690
二、营业总成本	189	189	145	161	326	569	275	242	306	517
其中：营业成本	57	85	44	68	106	377	102	107	112	209
营业税金及附加	25	24	15	26	47	104	43	38	42	80
营业费用	83	41	59	43	154	42	102	64	102	166
管理费用	22	42	27	18	19	35	29	29	46	58
财务费用	1	-3	0	0	-1	-1	-1	-3	0	-4
资产减值损失	0	0	-1	5	1	11	1	7	4	8
三、其他经营收益	2	10	0	5	7	2	8	0	5	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	10	0	5	7	2	8	0	5	8
四、营业利润	141	125	126	15	85	261	160	21	140	181
加：营业外收入	0	8	8	0	1	4	0	10	8	10
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	141	133	134	15	85	265	160	31	149	191
减：所得税	42	50	37	8	37	99	52	24	45	76
六、净利润	99	83	97	7	49	167	108	7	103	115
减：少数股东损益	0	1	0	0	0	-2	0	-4	0	-4
七、归属母公司所有者净利润	98	82	97	6	49	169	107	11	103	119
EPS	0.201	0.167	0.198	0.013	0.100	0.345	0.220	0.023	0.211	0.243

单位: 百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	09 H1	10H1
主要比率										
毛利率	83%	72%	84%	60%	74%	54%	76%	59%	75%	70%
营业费用率	25%	13%	22%	25%	38%	5%	24%	24%	23%	24.0%
管理费用率	7%	14%	10%	11%	5%	4%	7%	11%	10%	8.4%
营业利润率	43%	41%	47%	9%	21%	32%	37%	8%	32%	26%
实际税率	30%	38%	28%	55%	43%	37%	33%	77%	30%	40%
净利率	30%	27%	36%	4%	12%	20%	25%	4%	23%	17%
YoY										
收入增长率	42%	5%	-23%	-13%	23%	173%	58%	54%	-19%	57%
营业利润增长率	36%	-16%	-9%	-83%	-40%	109%	27%	44%	-37%	29%
净利润增长率	68%	9%	1%	-83%	-51%	107%	11%	75%	-23%	15%

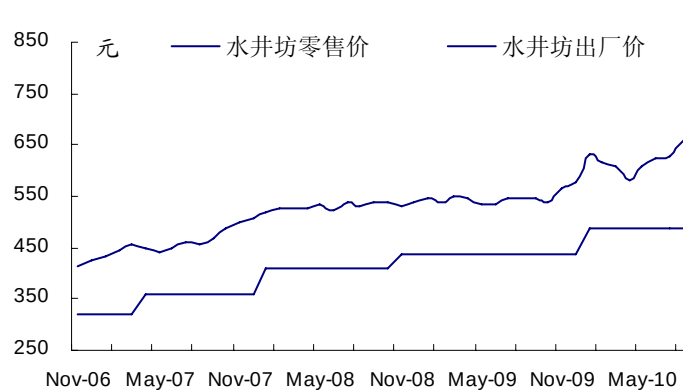
资料来源: 公司资料

图 1、高端白酒零售价比较



资料来源: 招商证券研发中心

图 2、水井坊零售价与出厂价比较



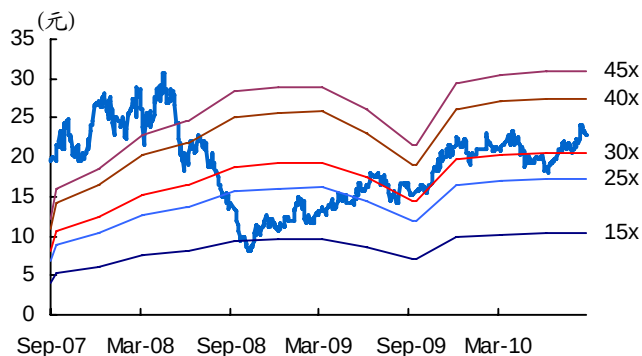
资料来源: 招商证券研发中心

表 3、水井坊酒业销售收入结构预测

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
酒业	945	1138	1135	1507	1807	2167
其中:高档酒	886	1066	1029	1262	1470	1727
中低档酒	58	73	106	245	337	440
酒业增长率	29.3%	20.5%	-0.3%	32.7%	20.0%	19.9%
其中: 高档酒增长率	33.5%	20.2%	-3.4%	22.6%	16.5%	17.5%
中低档酒增长率	-12.3%	24.5%	45.7%	130.9%	37.7%	30.6%
酒业毛利	734	908	831	1071	1265	1509
其中: 高档酒毛利	717	869	817	1028	1203	1428
中低档酒毛利	17	38	15	43	62	81
酒业毛利增长率	32.5%	23.6%	-8.4%	28.9%	18.1%	19.3%
其中: 高档酒增长率	31.4%	21.2%	-6.1%	25.9%	17.0%	18.7%
中低档酒增长率	103.2%	121.0%	-62.1%	197.8%	44.0%	30.6%
酒业毛利率	77.7%	79.7%	73.2%	71.1%	70.0%	69.6%
其中: 高档酒毛利率	80.9%	81.6%	79.4%	81.4%	81.8%	82.7%
中低档酒毛利率	29.7%	52.7%	13.7%	17.7%	18.5%	18.5%

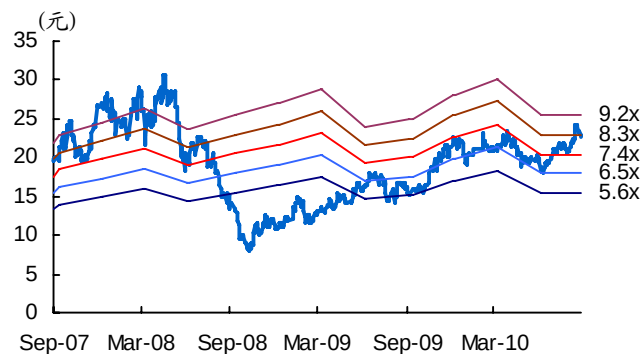
资料来源: 招商证券

图 3、水井坊历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4、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 9 月月报 - 守正出奇》 2010/9/2
2. 《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期，食品新阶段》 2010/6/10
3. 《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》 2010/4/15
4. 《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之四-水井坊（600779）销售转型孕育发展》 2010/4/1
5. 《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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1720	1953	2255	1694	1980
现金	382	607	469	206	50
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	168	243	293	262	314
应收款项	86	67	63	56	67
其它应收款	117	113	136	122	146
存货	945	906	1273	1033	1384
其他	22	17	21	15	18
非流动资产	793	842	795	762	723
长期股权投资	37	31	25	25	25
固定资产	146	185	198	212	225
无形资产	499	525	473	426	383
其他	110	100	100	100	90
资产总计	2513	2794	3050	2457	2702
流动负债	868	1133	1325	762	918
短期借款	68	24	0	0	48
应付账款	49	115	144	105	127
预收账款	560	740	927	403	489
其他	191	254	254	254	254
长期负债	200	157	157	52	52
长期借款	0	0	0	0	0
其他	200	157	157	52	52
负债合计	1068	1290	1482	813	970
股本	489	489	489	489	489
资本公积金	408	408	408	408	408
留存收益	536	597	663	740	831
少数股东权益	12	11	9	7	5
母公司所有者权益	1432	1493	1559	1636	1727
负债及权益合计	2513	2794	3050	2457	2702

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25	614	208	228	241
净利润			370	436	515
折旧摊销			76	72	69
财务费用			(5)	(3)	2
投资收益			(10)	(10)	(10)
营运资金变动			(227)	(261)	(339)
其它			5	(6)	4
投资活动现金流	(376)	(34)	(34)	(40)	(30)
资本支出			(40)	(40)	(40)
其他投资			6	0	10
筹资活动现金流	(9)	(347)	(313)	(450)	(368)
借款变动			(24)	0	48
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(305)	(358)	(424)
其他			15	(92)	8
现金净增加额	(360)	233	(139)	(262)	(156)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1179	1674	2023	1807	2167
营业成本	252	595	746	542	658
营业税金及附加	106	193	234	191	229
营业费用	233	298	361	308	365
管理费用	110	99	116	100	118
财务费用	(2)	(1)	(5)	(3)	2
资产减值损失	11	16	16	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	20	14	10	10	10
营业利润	489	487	567	670	796
营业外收入	10	13	13	13	13
营业外支出	11	0	0	0	0
利润总额	488	500	579	682	809
所得税	171	180	211	249	296
净利润	316	319	369	434	513
少数股东损益	3	(1)	(2)	(2)	(2)
母公司所有者净利润	314	321	370	436	515
EPS (元)	0.64	0.66	0.76	0.89	1.06

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	17%	42%	21%	-11%	20%
营业利润	13%	0%	16%	18%	19%
净利润	56%	2%	16%	18%	18%
获利能力					
毛利率	78.6%	64.4%	63.1%	70.0%	69.6%
净利率	26.6%	19.2%	18.3%	24.1%	23.8%
ROE	21.9%	21.5%	23.8%	26.6%	29.8%
ROIC	20.4%	20.0%	22.5%	25.5%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	42.5%	46.2%	48.6%	33.1%	35.9%
净负债比率	2.7%	0.9%	0.0%	0.0%	1.8%
流动比率	2.0	1.7	1.7	2.2	2.2
速动比率	0.9	0.9	0.7	0.9	0.6
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	0.3	0.6	0.7	0.5	0.5
应收帐款周转率	16.7	21.8	31.2	30.4	35.1
应付帐款周转率	5.5	7.3	5.7	4.4	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.64	0.66	0.76	0.89	1.06
每股经营现金	0.05	1.26	0.43	0.47	0.49
每股净资产	2.93	3.06	3.19	3.35	3.54
每股股利	0.53	0.54	0.62	0.73	0.87
估值比率					
PE	35.4	34.6	29.9	25.5	21.5
PB	7.7	7.4	7.1	6.8	6.4
EV/EBITDA	12.3	12.3	9.7	8.4	7.1

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。

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，拥有证券执业资格、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，拥有证券执业资格，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：上海财经大学经济学硕士，拥有证券执业资格，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。

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±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。