

控量保价业绩下滑，外资收购仍可看好

事件：

2010年1-9月，公司实现营业收入9.02亿元，同比增长6.79%，营业利润2.01亿元，同比下降10.85%，实现归属母公司净利润1.17亿元，同比下降22.91%，实现每股收益0.24元。第三季度，公司实现收入和归属母公司净利润分别为2.12亿元和亏损156万元，同比分别下降47.58%和103%，单季实现每股收益为-0.003元。业绩低于预期。

研究结论

- 上半年白酒业务高增长，“水井坊”高端酒系列贡献大；第三季度控量保价收入大幅度萎缩。09年一季度受经济危机的影响，公司高端酒销量大幅下降20%以上，造成去年收入下降23%，上半年，公司产品销售回暖明显，一季度“水井坊”系列酒销量增长50%左右，二季度延续一季度的回升态势（二季度收入同比增长54%，增速基本和一季度持平）。但是，第三季度公司销售策略有所调整，收入同比下降近五成，特别是在其他高端品牌调高终端指导价的情况下，三季度初公司也上调了50元终端指导价，达到668元，为了稳定价格，公司采取控量措施。在产品销售结构调整的影响下公司综合毛利率出现较大幅度的下降，同比下降4.06个百分点，降为70.13%。
- 归属母公司净利润增速大幅低于收入增速的原因分析。报告期内，公司归属母公司净利润下降11%。我们认为原因主要是：（1）毛利率的下降，综合毛利率同比下降4.85个百分点；（2）消费税的严格征收，营业税金及附加同比增长20%，占收入比率达到11.84%，同比提高1.3个百分点，我们不排除后续更为严格征收的可能；（3）公司实际所得税率又回升到历史较高水平，达到47.46%，同比提高12.48个百分点，税率的失衡表现值得关注。报告期内公司收到转让成都永发印务有限公司20%股权及转让四川全兴酒业有限公司55%股权的投资收益，共计3400万元，如果不考虑这块投资收益的一次性贡献，公司报表将更为难看。
- 等待商务部对帝亚吉欧收购的批复，这依旧是重要的股价催化剂。我们判断帝亚吉欧控股全兴集团事宜受商务部通过的概率大。如果该事项获得商务部通过，二级市场股价肯定要高于要约收购价，低于要约收购价的套利机会我们在之前的报告中已经多次提示，从目前公司的经营状况分析，外资收购对公司有利。
- 盈利预测和评级。根据季报情况，公司下调2010年盈利预测，预计2010年白酒贡献EPS为0.61元，加上0.2元的房地产业绩贡献，全年EPS预计为0.81元（下调9.27%），维持2011-2012年EPS分别为0.83元和1.00元的盈利预测。考虑到外资收购获批的题材依然存在，维持“增持”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

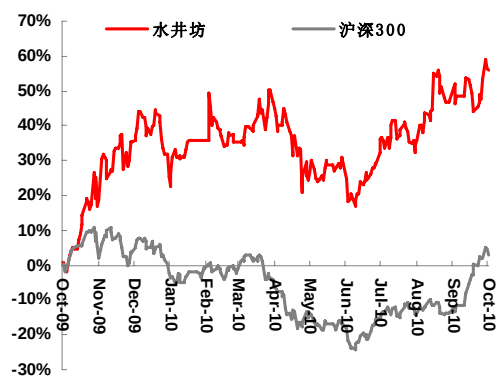
8621-63325888×6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价(2010年10月27日)	24.19元
目标价格	25.00元
总股本/A股(亿股)	4.89/4.89
A股市值(亿元)	118
国家/地区	中国
行业	白酒
报告日期	2010年10月28日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	3.60	14.54	52.33
相对表现(%)	-13.57	-7.21	50.09

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1673	1767	1586	1851
同比%	42.0%	5.6%	-10.3%	16.7%
归属母公司净利润	321	394	404	487
同比%	2.2%	23.0%	2.5%	20.5%
毛利率%	64.4%	68.8%	80.0%	81.3%
ROE%	21.5%	25.0%	24.3%	26.6%
EPS(元)	0.66	0.81	0.83	1.00
PE(倍)	37	30	29	24

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表 1：公司分季度数据

单位：亿元	1-9 月	091-9 月	10 同比	3Q09	3Q10	同比	1Q09	1Q10	同比	2Q09	2Q10	同比
一、营业总收入	8.45	9.02	6.79%	4.04	2.12	-47.58%	2.70	4.28	58.23%	1.70	2.63	54.19%
其中：营业收入	8.45	9.02	6.79%	4.04	2.12	-47.58%	2.70	4.28	58.23%	1.70	2.63	54.19%
二、营业总成本	6.45	7.36	14.17%	3.34	2.11	-36.78%	1.45	2.83	95.13%	1.66	2.42	45.81%
其中：营业成本	2.18	2.69	23.59%	1.06	0.61	-42.84%	0.44	1.02	133.04%	0.68	1.07	56.86%
毛利率	74.19%	70.13%	-4.06	73.75%	71.37%	-2.37	83.84%	76.21%	-7.64	59.94%	59.24%	-0.69
营业税金及附加	0.89	1.07	20.00%	0.47	0.26	-44.38%	0.15	0.43	180.30%	0.26	0.38	43.00%
销售费用	2.56	2.74	6.95%	1.54	1.08	-29.79%	0.59	1.02	72.28%	0.43	0.64	48.32%
管理费用	0.65	0.81	26.10%	0.19	0.23	24.15%	0.27	0.29	5.83%	0.18	0.29	58.21%
财务费用	0.00	-0.04	715.83%	-0.01	0.00	-69.15%	0.00	-0.01	-899%	0.00	-0.03	56715%
三项费用	3.20	3.51	9.74%	1.72	1.31	-23.73%	0.86	1.30	49.99%	0.62	0.90	46.71%
三项费用率	37.88%	38.93%	1.05	0.43	0.62	19.36	32.00%	30.33%	-1.67	36.14%	34.38%	-1.75
资产减值损失	0.05	0.08	0.00%	0.01	0.01		-0.01	0.01	0.00%	0.05	0.07	0.00%
投资收益	0.13	0.35	0.00%	0.07	0.27		0.00	0.08	0.00%	0.05	0.00	0.00%
三、营业利润	2.25	2.01	-10.85%	0.85	0.20	-76.64%	1.26	1.60	27.36%	0.15	0.21	43.55%
加：营业外收入	0.09	0.15	74.65%	0.01	0.05	930.23%	0.08	0.00	-99.43%	0.00	0.10	5413%
减：营业外支出	0.00	0.01	142.16%	0.00	0.00	34.70%	0.00	0.00	-18.76%	0.00	0.00	1173%
四、利润总额	2.34	2.16	-7.78%	0.85	0.25	-70.82%	1.34	1.60	19.63%	0.15	0.31	108.41%
减：所得税费用	0.82	1.02	25.13%	0.37	0.26	-27.78%	0.37	0.52	41.39%	0.08	0.24	188.62%
所得税率	34.98%	47.46%	0.12	42.92%	106.25%	0.00	27.67%	32.70%	0.05	55.42%	76.74%	0.21
五、净利润	1.52	1.13	-25.48%	0.49	-0.02	-103%	0.97	1.08	11.31%	0.07	0.07	8.73%
归属于母公司所	1.52	1.17	-22.91%	0.49	-0.02	-103%	0.97	1.07	11.06%	0.06	0.11	74.11%
有者的净利润												
少数股东损益	0.00	-0.04	-1187%	0.00	0.00	-95.54%	0.00	0.00	205.26%	0.00	-0.04	-2864%
六、每股收益：												
基本每股收益	0.31	0.24	-22.91%	0.10	0.00	-103%	0.20	0.22	11.06%	0.01	0.02	74.11%

资料来源：东方证券研究所

附表 2：财务报表预测与比率分析
资产负债表

单位: 百万元

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1953	2597	2120	2399	营业收入	1673	1767	1586	1851
现金	607	1136	634	740	营业成本	595	551	317	346
应收账款	67	141	127	148	营业税金及附加	193	201	184	215
其他应收款	113	177	159	185	营业费用	298	315	349	407
预付账款	17	50	25	28	管理费用	99	102	121	141
存货	906	841	948	1033	财务费用	-1	-2	-2	-2
其他流动资产	243	253	227	264	资产减值损失	16	16	16	16
非流动资产	842	870	855	870	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	40	40	40	投资净收益	14	18	18	18
固定资产	185	202	204	200	营业利润	487	601	620	747
无形资产	525	549	573	597	营业外收入	13	13	10	10
其他非流动资产	100	79	37	33	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	2794	3467	2975	3269	利润总额	499	613	629	756
流动负债	1133	1772	1024	1162	所得税	180	221	221	265
短期借款	24	0	0	0	净利润	319	393	408	492
应付账款	115	110	63	69	少数股东损益	-1	-2	4	5
其他流动负债	994	1662	960	1093	归属母公司净利润	321	394	404	487
非流动负债	157	110	50	50	EBITDA	503	621	642	772
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.66	0.81	0.83	1.00
其他非流动负债	157	110	50	50					
负债合计	1290	1882	1074	1212	主要财务比率				
少数股东权益	11	9	13	17		2009	2010E	2011E	2012E
股本	489	489	489	489	成长能力				
资本公积	408	408	408	408	营业收入	42.0%	5.6%	-10.3%	16.7%
留存收益	597	674	761	930	营业利润	-0.4%	23.5%	3.0%	20.6%
归属母公司股东权益	1493	1575	1662	1831	归属于母公司净利润	2.2%	23.0%	2.5%	20.5%
负债和股东权益	2794	3467	2748	3061	获利能力				

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	614	899	-399	464	ROE(%)	21.5%	25.0%	24.3%	26.6%
净利润	319	393	408	492	ROIC(%)	34.8%	108.2%	33.3%	38.6%
折旧摊销	17	22	25	27	偿债能力				
财务费用	-1	-2	-2	-2	资产负债率(%)	46.2%	54.3%	39.1%	39.6%
投资损失	-14	-18	-18	-18	净负债比率(%)	1.86%	0.00%	0.00%	0.00%
营运资金变动	293	558	-834	-35	流动比率	1.72	1.47	2.07	2.06
其他经营现金流	0	-52	22	0	速动比率	0.92	0.99	1.14	1.17
投资活动现金流	-34	-32	-13	-23	营运能力				
资本支出	67	15	15	15	总资产周转率	0.63	0.56	0.49	0.59
长期投资	8	9	-10	0	应收账款周转率	22	17	12	13
其他投资现金流	41	-8	-8	-8	应付账款周转率	7.25	4.89	3.65	5.22
筹资活动现金流	-347	-339	-89	-334	每股指标 (元)				
短期借款	-44	-24	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.81	0.83	1.00
长期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.84	-0.82	0.95
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.22	3.40	3.75
资本公积增加	-0	0	0	0	估值比率				
其他筹资现金流	-302	-315	-89	-334	P/E	36.87	29.97	29.24	24.27
现金净增加额	233	528	-501	106	P/B	7.91	7.50	7.11	6.45
					EV/EBITDA	22	18	17	15

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn