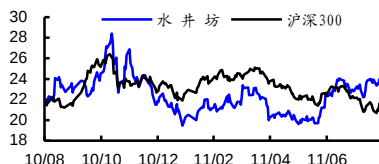


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
水井坊(600779)
推荐
2011 年半年报点评

(上调评级)

2011 年 8 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	488.5/295.3
总市值 (百万元)	11,754.4/7,105.5
沪深 300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12 个月最高/最低 (元)	28.40/19.46

相关研究报告:

《水井坊中报点评: 白酒短期有压力 地产长期有潜力》——2009-8-31

《地产业务 以丰补歉》——2009-4-30

《水井坊: 高端消费下行压力凸显》——2009-1-19

《水井坊: 公司正沿着预期方向前进》——2008-8-29

证券分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120030

半年报点评

主品牌恢复增长, 期待管理改善

●净利润增长 34%, EPS0.33 元

公司上半年实现收入 6.6 亿, 同比下降 4%; 净利润 1.6 亿, 增长 34%, EPS0.33 元。其中二季度收入和利润分别增长 -9% 和 227%。业绩超越市场预期, 主要是淡季业绩基数低和税收返还大幅增加。

●高端产品销售额停止下滑, 中低端毛利率改善

公司上半年高端产品收入同比增长 4%, 结束了过去两年连续下滑的态势。公司拓展国际市场, 使得出口额同比增长近 1 倍。转让全兴品牌, 使得中低端产品的销售额大幅下降, 毛利率显著改善, 并带动整体毛利率大幅提升 5 个百分点。

●公司经营出现改善迹象

公司一季度末提价 10%, 将终端价格上调到 740 元以上。这是公司近几年首次上调终端价格, 同时严格了对经销商的考核, 细化了考核内容, 使得其更具有约束性, 并对经销商费用投入的管理也更为严格。在 Diageo 正式获得公司控制权之后, 公司内部管理出现了一定的改善。

●下半年主业利润有望出现明显恢复

10 年下半年, 公司对经销商明显加大了费用投入, 导致白酒主业利润接近于零。今年公司通过控制费用以及提价, 下半年业绩有望明显恢复。今年高端白酒消费景气较高, 水井坊如果能抓住机遇, 可能会是一个拐点之年。

●风险提示

管理能力风险。

●管理改善关键年, 上调至“推荐”

我们预计 11-13 年 EPS 为 0.54/0.70/0.98 元, 同比增长 13%/29%/40%, 对应 P/E44/34/25 倍。虽然市盈率相比偏高, 但公司市值远低于主要竞争对手, 且近期管理改善的预期明确, 有值得关注之处。我们上调公司评级至“推荐”, 以表达对公司盈利上升的预期。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1673	1818	1,235	1,456	1,822
(+/-%)	42.0%	8.6%	-32.1%	17.9%	25.2%
净利润(百万元)	321	236	265	342	478
(+/-%)	2.2%	-26.6%	12.8%	28.8%	39.8%
每股收益 (元)	0.66	0.48	0.54	0.70	0.98
EBIT Margin	29.85%	22.03%	31.72%	32.77%	36.16%
净资产收益率 (ROE)	21.46%	16.14%	17.56%	21.19%	27.20%
市盈率 (PE)	36.7	49.9	44.3	34.4	24.6
EV/EBITDA	22.8	28.0	29.9	24.6	18.0
市净率 (PB)	7.9	8.1	7.8	7.3	6.7

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	307	870	911	946	营业收入	1818	1235	1456	1822
应收款项	326	203	239	300	营业成本	808	287	324	380
存货净额	1105	458	521	625	营业税金及附加	194	148	175	219
其他流动资产	33	25	22	27	销售费用	341	296	349	401
流动资产合计	1772	1555	1693	1898	管理费用	122	113	132	165
固定资产	207	290	297	303	财务费用	(4)	(7)	(11)	(11)
无形资产及其他	44	43	41	40	投资收益	41	18	18	18
投资性房地产	88	88	88	88	资产减值及公允价值变动	(21)	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2142	2007	2150	2360	营业利润	378	415	504	687
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	22	6	6	6
应付款项	125	69	72	86	利润总额	400	421	510	693
其他流动负债	379	248	287	341	所得税费用	168	160	173	222
流动负债合计	504	316	358	427	少数股东损益	(4)	(4)	(5)	(7)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	235	265	342	478
其他长期负债	176	176	176	176					
长期负债合计	176	176	176	176					
负债合计	680	492	534	603					
少数股东权益	4	3	2	(0)					
股东权益	1458	1511	1614	1757					
负债和股东权益总计	2142	2007	2150	2360					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	235	265	342	478
资产减值准备	(4)	(12)	0	0
折旧摊销	19	19	24	30
公允价值变动损失	21	0	0	0
财务费用	(4)	(7)	(11)	(11)
营运资本变动	(744)	580	(54)	(102)
其它	4	11	(2)	(2)
经营活动现金流	(468)	864	310	404
资本开支	33	(89)	(30)	(34)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	32	(89)	(30)	(34)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(253)	(212)	(239)	(335)
其它融资现金流	641	0	0	0
融资活动现金流	135	(212)	(239)	(335)
现金净变动	(300)	563	41	35
货币资金的期初余额	607	307	870	911
货币资金的期末余额	307	870	911	946
企业自由现金流	(377)	753	254	341
权益自由现金流	264	757	261	348

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.48	0.54	0.70	0.98
每股红利	0.52	0.43	0.49	0.68
每股净资产	2.99	3.09	3.30	3.60
ROS	13%	21%	23%	26%
ROE	16%	18%	21%	27%
毛利率	56%	77%	78%	79%
EBIT Margin	19%	32%	33%	36%
EBITDA Margin	20%	33%	34%	38%
收入增长	9%	-32%	18%	25%
净利润增长率	-27%	13%	29%	40%
资产负债率	32%	25%	25%	26%
息率	2.2%	1.8%	2.0%	2.8%
P/E	49.9	44.3	34.4	24.6
P/B	8.1	7.8	7.3	6.7
EV/EBITDA	33.4	29.9	24.6	18.0

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn