

水井坊 600779.SH

剥离地产项目，聚焦白酒主业

事件

四川水井坊股份有限公司六届董事会 2011 年第六次临时会议以通讯表决方式召开。根据公司发展战略，为集中资源发展白酒主营业务，并结合国家宏观调控政策及相关监管规定，公司拟剥离郫县房地产开发项目（公司全资子公司成都聚锦商贸有限公司在郫县拥有商住用地 535 亩，账面土地成本约 5.3 亿元，目前尚未开发），为此授权管理层聘请中介机构进行资产评估，并拟订相关剥离方案。

研究结论

- **剥离郫县土地，聚焦白酒主业。**公司郫县的商住用地成本很低了，公司原计划在“蓉上坊项目”结束后对该土地进行房地产开发。从公司公告的内容看，我们能够很好的了解此次公司剥离该块商住用地的原因。今年是公司产品销量和业绩全面回升的重要一年，前三季度公司业绩增长保持了高速增长，业绩回升势头强劲。特别是第三季度，公司净利润同比扭亏，回升至 09 年同期的水平，收入回升尤为明显（单季同比增长 88%）。在商务部核准帝亚吉欧（Diageo）成为公司实际控制人后，公司管理层消除了分散开展业务精力的关键点，公司运行重新步入正轨，扭转了 2010 年业绩下滑的势头，公司全年业绩将会有较好的表现。
- **我们认为此次公司剥离郫县商住用地的原因主要有以下几个方面。**一是聚焦白酒主业，目前白酒行业竞争激烈，随着主要竞争对手实力的进一步加强，我们认为行业各个档次的产品竞争激烈程度会加剧，对于实力偏弱水井坊而言，需要聚焦有限资源重点发展白酒主业，特别是世界烈性酒巨头帝亚吉欧控股公司后，公司更应乘势而上，利用好实际控制人的各项资源，稳固国内市场，积极走向国际市场；二是国家对房地产的严格调控政策，目前调控政策已经出现实效，市场形成房价进入下降通道的预期，公司进行房地产开发的成本优势减弱；三是监管规定，我们对此的理解是监管部门对上市公司再融资方面的一些硬性规定，最重要的一条就是拥有房地产项目的企业进行再融资基本不可能。在以上这些原因存在的情况下，公司此次剥离郫县商住用地就顺理成章。
- **维持盈利预测，维持增持的投资建议：**我们维持公司的盈利预测，在今年公司没有房地产业务业绩贡献的情况下，我们预计 2011—2013 年 EPS 分别为 0.65 元、0.82 元和 0.95 元。公司在外资帝亚吉欧控股后，业绩扭转态势已经确立，水井坊主品牌销售向好势头恢复，另外考虑到帝亚吉欧在公司业务和管理方面对公司有加分，加之能够帮助公司扩展海外市场，我们维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济的不确定性；社会舆论对高酒价的压力。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



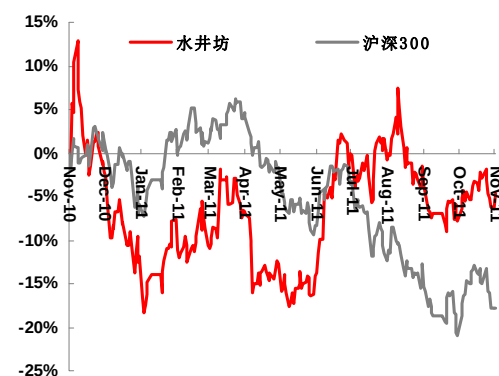
东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施剑刚
8621-63325888 × 6075
shijiangang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210020003
李淑花
8621-63325888 × 6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110154

投资评级	买入	增持	中性	减持	（维持）
股价（2011 年 11 月 22 日）	22.44 元				
目标价格	28.00 元				
总股本/A 股（亿股）	4.89/4.89				
A 股市值（亿元）	110				
国家/地区	中国				
行业	食品饮料				
报告发布日期	2011 年 11 月 23 日				

股价表现

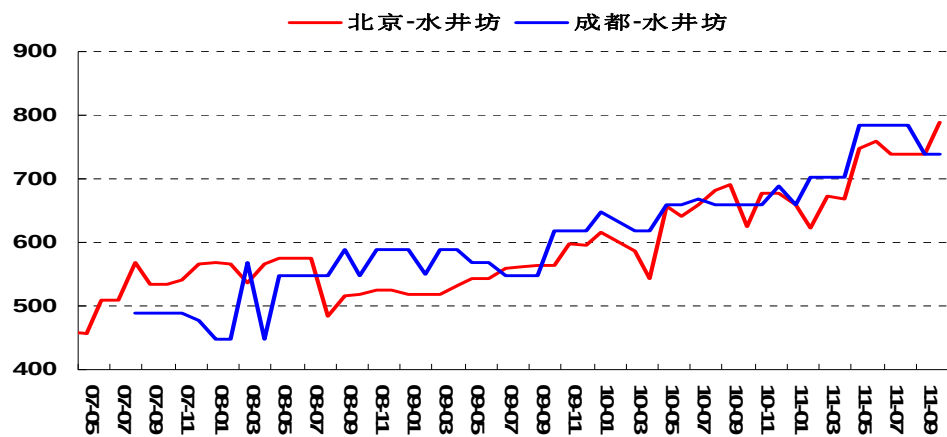


资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1818	1325	1442	1586
同比%	8.6%	-27.1%	8.8%	10.0%
归属母公司净利润	235	320	401	466
同比%	-26.6%	35.8%	25.4%	16.2%
毛利率(%)	55.5%	73.8%	75.0%	76.0%
ROE(%)	16.1%	21.9%	26.0%	27.5%
EPS（元）	0.48	0.65	0.82	0.95
P/E（倍）	47	34	27	24

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

图 1：52° 水井坊在北京和成都市场的终端价



资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1772	1578	1676	1811	营业收入	1818	1325	1442	1586
现金	307	801	843	920	营业成本	808	347	360	381
应收账款	14	7	7	8	营业税金及附加	194	132	144	159
其他应收款	89	66	72	79	营业费用	341	291	288	301
预付账款	33	14	29	30	管理费用	122	113	115	121
存货	1105	531	552	582	财务费用	-4	-2	-2	-2
其他流动资产	224	159	173	190	资产减值损失	21	6	10	10
非流动资产	370	328	315	332	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	3	3	3	投资净收益	41	20	20	20
固定资产	162	179	184	182	营业利润	378	457	546	637
无形资产	44	68	92	116	营业外收入	23	28	20	20
其他非流动资产	133	77	36	32	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2142	1906	1991	2143	利润总额	400	484	565	656
流动负债	504	366	374	385	所得税	168	169	169	197
短期借款	0	0	0	0	净利润	231	315	395	459
应付账款	125	52	54	57	少数股东损益	-4	-5	-6	-7
其他流动负债	379	314	320	327	归属母公司净利润	235	320	401	466
非流动负债	176	80	80	80	EBITDA	393	475	566	659
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.65	0.82	0.95
其他非流动负债	176	80	80	80					
负债合计	680	446	454	465	主要财务比率				
少数股东权益	4	-1	-6	-13		2010	2011E	2012E	2013E
股本	489	489	489	489	成长能力				
资本公积	401	401	401	401	营业收入	8.6%	-27.1%	8.8%	10.0%
留存收益	569	571	654	802	营业利润	-22.4%	21.1%	19.3%	16.8%
归属母公司股东权益	1458	1460	1544	1692	归属于母公司净利润	-26.6%	35.8%	25.4%	16.2%
负债和股东权益	2142	1906	1991	2143	获利能力				
					毛利率(%)	55.5%	73.8%	75.0%	76.0%
现金流量表					净利率(%)	12.9%	24.1%	27.8%	29.4%
					ROE(%)	16.1%	21.9%	26.0%	27.5%
					ROIC(%)	19.1%	48.8%	56.4%	60.1%
经营活动现金流	-37	802	369	413	偿债能力				
净利润	231	315	395	459	资产负债率(%)	31.7%	23.4%	22.8%	21.7%
折旧摊销	20	19	22	24	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-4	-2	-2	-2	流动比率	3.52	4.31	4.48	4.71
投资损失	-41	-20	-20	-20	速动比率	1.32	2.86	3.00	3.19
营运资金变动	-225	548	-48	-48	营运能力				
其他经营现金流	-18	-58	22	0	总资产周转率	0.74	0.65	0.74	0.77
投资活动现金流	35	7	-11	-21	应收账款周转率	45	129	208	210
资本支出	33	15	15	15	应付账款周转率	6.74	3.92	6.79	6.85
长期投资	17	-28	-10	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	85	-6	-6	-6	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	0.82	0.95
筹资活动现金流	-287	-315	-316	-316	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	1.64	0.76	0.85
短期借款	-68	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.99	2.99	3.16	3.46
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	46.57	34.31	27.35	23.54
资本公积增加	-7	0	0	0	P/B	7.52	7.51	7.10	6.48
其他筹资现金流	-212	-315	-316	-316	EV/EBITDA	27	22	19	16
现金净增加额	-289	494	42	77					

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 日均线：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

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