

白酒

署名人: 张镞

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 22.32元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数 2409.67

总股本(百万) 489

流通股本(百万) 295

流通市值(亿) 66

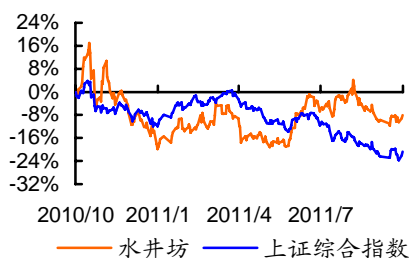
EPS (TTM) 0.56

每股净资产(元) 2.99

资产负债率 31.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
水井坊	-0.53	-1.41	2.40
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



相关报告

- 《水井坊-中高档酒下滑趋势扭转, 控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道》2011-8-27
- 《水井坊-DIAGEO 收购案终获商务部批复, 业绩拐点仍待明年》2011-6-28
- 《水井坊-调整影响短期业绩, 期待并购提升价值——2010 年年报点评》2011-4-28

水井坊

600779

推荐

**业绩大幅增长, 仍需紧密关注品牌渠道重塑
——2011年三季报点评**

水井坊三季报: 前三季度营收 10.59 亿 (+17.41%), 归属于母公司所有者净利润 2.13 亿 (+82.05%), EPS0.436 元; 三季度单季营收 3.99 亿 (+89.1%), 归属于母公司所有者净利润 0.54 亿 (去年同期亏损 156 万元), EPS0.11 元。公司业绩落在预告的同比增长 50%~100% 的区间内, 符合市场预期, 高增长主要原因是营收好转、去年基数低、及部分非经常性损益贡献所致, 仍需紧密关注公司如何重塑品牌、渠道, 维持“推荐”的投资评级。

投资要点:

业绩回顾

- **营收持续好转。**今年 4 月份公司对高档酒提价 10% 后, 至三季度 52 度井台瓶水井坊终端价稳定在 750 元(较年初+15%), 前三季度毛利率提升了 1.5%, 达 71.6%, 而营收则持续好转, 三季度单季营收额与销售旺季一季度接近, 同比大幅增长 88.39%, 这与去年三季度控量保价低基数有关, 但确实反映了公司销售情况好转。三季度营收比预收帐款 8669.7 万元, 略高于上半年。三项费用率仍处高位, 与去年持平。公司仍处于高费用投入期, 费用季节波动剧烈, 三项费用在前三季度同比增长了 16.72%, 费用率仍达 38.7%, 比去年同期基本持平。非经常性损益贡献了 16% 的净利润。其中政府补助 3320 万元, 转让全兴酒业剩余的 40% 的股权 1949 万元。

未来展望

- **控股权转让交易仍待证监会审批, 预期年内通过审批完成交易。**DIAGEO 收购公司控股股东 4% 股权的交易仍待中国证监会审批过程中, DIAGEO 已经就证监会的要求递交反馈材料了, 预期年内通过审批, 公司控股权将稳定。
- **受益于茅台终端价飙涨、五粮液提价、公司加强市场建设等因素影响, 水井坊销量回升迅速, 但仍需紧密关注 DIAGEO 拿出切实的营销方案来重塑公司品牌力及销售渠道。**根据我们对部分地区经销商的调研, 反映销量今年比去年增长了 20%~30%, 我们认为主要有两方面原因: 1、茅台、五粮液价格持续上涨后水井坊性价比凸现推动了销量的增长。2、公司进一步加强和改善了营销工作, 提升市场建设和管控能力。这种销量增长类似于降级消费, 长远来看, 公司加大品牌投入才更有利于公司的品牌价值实现持续增长, 我们将持续关注 DIAGEO 拿出切实的营销方案来重塑公司的品牌力及渠道。
- **略微上调明年后年盈利预测, 维持“推荐”投资评级。**略微上调明年、后年盈利预测, 11/12/13EPS 预测为 0.62/0.75/0.91 元 (原来是 0.62/0.70/0.78 元), 以反映销量回升的改善, PE 为 36/30/25, 公司有可能在 DIAGEO 的管理下实现价值提升, 目前市值较小提升空间大, 我们维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 经济下滑、竞争激烈、公司品牌力下滑

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1818	1202	1477	1759
同比(%)	9%	-34%	23%	19%
归属母公司净利润(百万元)	235	303	367	444
同比(%)	-27%	29%	21%	21%
毛利率(%)	55.5%	77.2%	77.9%	78.7%
ROE(%)	16.1%	18.4%	20.2%	21.8%
每股收益(元)	0.48	0.62	0.75	0.91
P/E	46.74	36.37	30.00	24.79
P/B	7.54	6.67	6.05	5.41
EV/EBITDA	27	23	17	14

资料来源: 中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

水井坊-业绩大幅增长，仍需紧密关注品牌渠道重塑——2011 年三季度报点评	2011/10/26
五粮液-预收款仍处高位保障今年增长，短期控量稳价有利明年持续向好	2011/10/26
洽洽食品-利润增速超预期，目前估值偏低	2011/10/25
皇氏乳业-收入持续高增长，利润率有待提升	2011/10/24
双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大	2011/10/22
山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011 年三季度报点评	2011/10/20
好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种	2011/10/20
洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率弹性已显现——跟踪报告	2011/10/20
贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011 年三季度报点评	2011/10/17
贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12

泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1772	1424	1503	1585	营业收入	1818	1202	1477	1759
现金	307	1050	1051	1054	营业成本	808	275	326	375
应收账款	14	10	12	14	营业税金及附加	194	120	148	176
其它应收款	89	6	7	9	营业费用	341	288	354	422
预付账款	33	14	16	19	管理费用	122	83	98	119
存货	1105	165	195	225	财务费用	-4	-2	-3	-3
其他	224	180	222	264	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	370	750	932	1108	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	32	31	31	投资净收益	41	0	0	0
固定资产	162	467	594	710	营业利润	378	438	554	671
无形资产	44	44	44	44	营业外收入	23	24	10	10
其他	133	207	262	322	营业外支出	1	0	5	5
资产总计	2142	2174	2435	2693	利润总额	400	462	559	676
流动负债	504	476	554	596	所得税	168	162	196	237
短期借款	0	0	0	0	净利润	231	300	363	439
应付账款	125	48	56	63	少数股东损益	-4	-2	-4	-4
其他	379	428	498	532	归属母公司净利润	235	303	367	444
非流动负债	176	49	65	69	EBITDA	393	469	609	745
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.62	0.75	0.91
其他	176	49	65	69					
负债合计	680	524	619	665	主要财务比率				
少数股东权益	4	2	-2	-6	会计年度	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%	-33.9%	22.9%	19.1%
留存收益	569	759	929	1145	营业利润	-22.4%	16.0%	26.4%	21.2%
归属母公司股东权益	1458	1649	1818	2034	归属于母公司净利润	-26.6%	28.5%	21.2%	21.0%
负债和股东权益	2142	2174	2435	2693	获利能力				
					毛利率	55.5%	77.2%	77.9%	78.7%
					净利率	12.9%	25.2%	24.8%	25.2%
					ROE	16.1%	18.4%	20.2%	21.8%
					ROIC	19.1%	53.2%	49.4%	46.4%
					偿债能力				
					资产负债率	31.7%	24.1%	25.4%	24.7%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.52	2.99	2.71	2.66
					速动比率	1.28	2.65	2.36	2.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.56	0.64	0.69
					应收账款周转率	43	90	110	109
					应付账款周转率	6.74	3.18	6.30	6.30
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.62	0.75	0.91
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	2.58	0.91	0.98
					每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.37	3.72	4.16
					估值比率				
					P/E	46.74	36.37	30.00	24.79
					P/B	7.54	6.67	6.05	5.41
					EV/EBITDA	27	23	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434