

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

12个月目标价:

当前股价: 24.06元

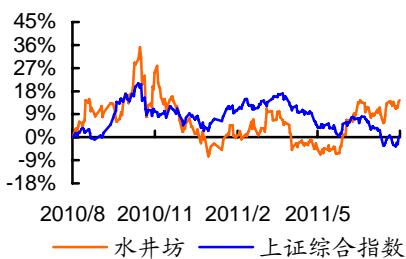
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2612.19
总股本(百万)	489
流通股本(百万)	295
流通市值(亿)	71
EPS (TTM)	0.51
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	4.97	20.13	15.35
上证综合指数	-3.36	-4.54	-9.25



相关报告

《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-2011 年仍是调整转型年》2011-3-24

水井坊

600779

推荐

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, 水井坊中报: 收入 6.6 亿元 (-4.37%); 归属于母公司净利润 1.59 亿元 (+34.1%); EPS0.33 元 (+34.1%)。DIAGEO 收购公司 4% 股权从而获得 53% 的公司股权已获商务部批准, 因股权转让导致上市公司实际控制人发生变化, 由此而触发的 DIAGEO 的要约收购义务的实施尚需取得证监会对《要约收购报告书》的无异议函, 证监会从 7 月 5 日起受理了该申请, 相信在近期也会有结果。随着公司控股权的稳定, 我们将紧密关注 DIAGEO 如何拿出方案来重塑公司品牌力及销售渠道。

投资要点:

业绩回顾

■ **中高档酒收入下滑趋势扭转, 收入结构调整是盈利提升的主要原因。**上半年收入 6.6 亿元 (-4.37%); 其中二季度收入 2.4 亿元 (-8.51%); 收入结构中, 地产业务不再贡献收入, 酒业收入 6.29 亿元 (-7.94%), 其中毛利率高达 79.85% 的中高档酒收入 5.85 亿元 (+4.2%), 初步扭转去年下半年同比下降 43.6% 的不利局面, 我们认为, 中高档酒的收入表现受益于投资性需求推高了茅台终端价格后, 茅台假酒较多, 挤出部分需求使得五粮液、1573、水井坊这些替代品也受益。公司的中低档酒全兴大曲年初已剥离, 使得本期公司中低档酒收入大幅减少, 因此公司整体毛利率从去年同期的 69.75% 提高到今年的 74.26%, 是公司在收入减少情况下, 盈利提升的主要原因。

未来展望

■ **修改公司章程, 意味着 DIAGEO 加快管理团队的调整。**2011/8/25, 董事会决议修改公司章程, 主要内容是不再将总经理助理作为高管人员来任命, 此前公司有 7 名总经理助理, 高管较多, 此举意味着 DIAGEO 加快管理团队的调整。

■ **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。**水井坊贡献了公司 90%+ 的收入及利润, 但近年来由于投入减少, 品牌力下滑, 重点市场仅余 8、9 个, 终端价并未执行到位, 上半年公司采取控量保价措施已初见成效, 社会库存量已显著降低, 市场价格逐步稳定, 但由于品牌力与竞品差距拉大, 单纯的控量保价措施难以持续, 亟待通过高投入提升品牌竞争力。下半年关注公司加大宣传力度, 努力提升广告创意水平, 完善团购销售系统。

■ **维持“推荐”投资评级。**略微上调盈利预测 11/12/13EPS0.63/0.70/0.78 元, 公司有可能在 DIAGEO 的管理下实现价值提升, 我们维持“推荐”的投资评级。

■ **风险提示:** 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	1376	1518
同比(%)	9%	-34%	14%	10%
归属母公司净利润(百万元)	235	303	342	383
同比(%)	-27%	29%	13%	12%
毛利率(%)	55.5%	77.2%	77.9%	78.6%
ROE(%)	16.1%	18.4%	19.1%	19.5%
每股收益(元)	0.48	0.62	0.70	0.78
P/E	49.93	38.83	34.38	30.71
P/B	8.06	7.13	6.55	5.99
EV/EBITDA	29	25	21	18

资料来源: 中投证券研究所

表 1 水井坊季度财务数据

单位: 百万元	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q
营业收入	270.21	170.42	404.27	828.60	427.55	262.77	211.91	915.93	419.72	240.41
同比(+/-%)	-23.34%	-12.54%	23.23%	172.98%	58.23%	54.19%	-47.58%	10.54%	-1.83%	-8.51%
环比(+/-%)	-10.98%	-36.93%	137.23%	104.96%	-48.40%	-38.54%	-19.36%	332.23%	-54.18%	-42.72%
减: 营业成本	43.65	68.27	106.12	377.25	101.74	107.09	60.66	538.86	85.19	84.72
销售毛利率(%)	83.84%	59.94%	73.75%	54.47%	76.21%	59.24%	71.37%	41.17%	79.70%	64.76%
减: 营业税金及附										
加	15.26	26.35	47.40	104.48	42.76	37.67	26.36	86.93	35.59	30.38
/营业收入(%)	5.65%	15.46%	11.72%	12.61%	10.00%	14.34%	12.44%	9.49%	8.48%	12.64%
同比(+/-%)	-60.96%	39.89%	92.69%	340.95%	180.30%	43.00%	-44.38%	-16.79%	-16.78%	-19.35%
环比(+/-%)	-35.61%	72.69%	79.91%	120.43%	-59.07%	-11.90%	-30.03%	229.77%	-59.06%	-14.62%
减: 营业费用	59.06	43.21	153.70	42.34	101.75	64.09	107.90	67.62	112.35	46.45
/营业收入(%)	21.86%	25.35%	38.02%	5.11%	23.80%	24.39%	50.92%	7.38%	26.77%	19.32%
同比(+/-%)	-35.54%	145.98%	84.76%	3.62%	72.28%	48.32%	-29.79%	59.70%	10.42%	-27.53%
环比(+/-%)	44.54%	-26.85%	255.71%	-72.45%	140.31%	-37.02%	68.37%	-37.33%	66.15%	-58.66%
减: 管理费用	27.28	18.38	18.90	34.77	28.87	29.08	23.46	40.19	25.45	37.73
/营业收入(%)	10.10%	10.79%	4.67%	4.20%	6.75%	11.07%	11.07%	4.39%	6.06%	15.70%
同比(+/-%)	26.43%	-23.79%	-15.66%	-16.91%	5.83%	58.21%	24.15%	15.57%	-11.87%	29.75%
环比(+/-%)	-34.81%	-32.63%	2.80%	84.03%	-16.97%	0.72%	-19.33%	71.32%	-36.68%	48.28%
减: 财务费用	0.12	0.00	-0.60	-0.82	-0.94	-2.82	-0.18	-0.31	-0.62	-0.71
/营业收入(%)	0.04%	0.00%	-0.15%	-0.10%	-0.22%	-1.07%	-0.09%	-0.03%	-0.15%	-0.30%
同比(+/-%)	-7.1%	-10.1%	-15.8%	-12.9%	-8.9%	-56915.04%	-130.85%	-137.73%	-166.63%	-125.26%
环比(+/-%)	-95.92%	-104.24%	-12087.26%	-238.17%	-213.83%	-401.35%	-106.51%	-268.98%	-301.02%	-214.26%
减: 所得税	37.04	8.18	36.66	98.50	52.37	23.60	26.48	65.93	59.39	25.70
/利润总额(%)	27.67%	55.42%	42.92%	37.11%	32.70%	76.74%	106.25%	35.86%	32.58%	42.42%
同比(+/-%)	-13.59%	-77.59%	-12.94%	97.47%	41.39%	188.62%	-27.78%	-33.06%	13.40%	8.90%
环比(+/-%)	-25.74%	-77.92%	348.26%	168.70%	-46.83%	-54.93%	12.17%	149.03%	-9.92%	-56.72%
归属母公司净利										
润	96.71	6.43	48.69	168.72	107.40	11.20	-1.56	118.35	122.45	36.60
/营业收入(%)	35.79%	3.77%	12.04%	20.36%	25.12%	4.26%	-0.74%	12.92%	29.17%	15.23%
同比(+/-%)	1.32%	-83.16%	-50.51%	106.67%	11.06%	74.11%	-103.20%	-29.85%	14.00%	226.80%
环比(+/-%)	18.47%	-93.35%	656.91%	246.49%	-36.34%	-89.57%	-113.92%	7491.35%	3.46%	-70.11%

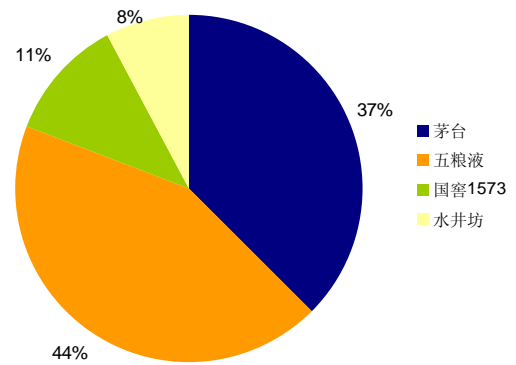
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 历届评酒会评出的中国名酒

获奖产品	届次
贵州茅台	①②③④⑤
泸州老窖	①②③④⑤
山西汾酒	①②③④⑤
西凤酒	①② ④⑤
五粮液	②③④⑤
古井贡酒	②③④⑤
董酒	②③④⑤
全兴大曲酒	② ④⑤
剑南春	③④⑤
洋河大曲	③④⑤

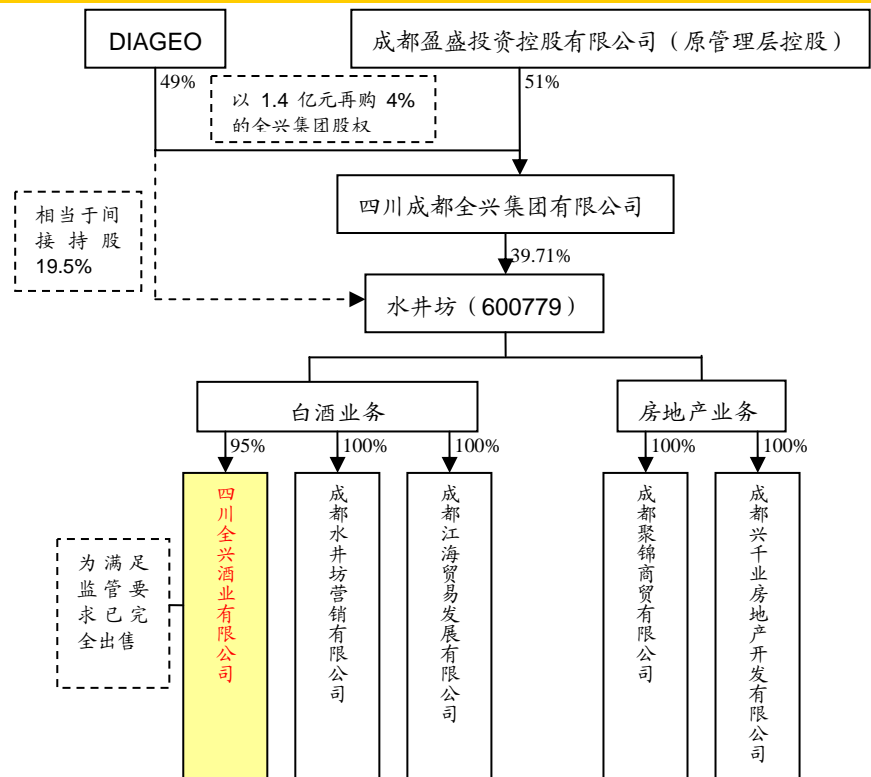
资料来源：中投证券研究所

图 1 当前水井坊占中国高档酒市场 8%的销量



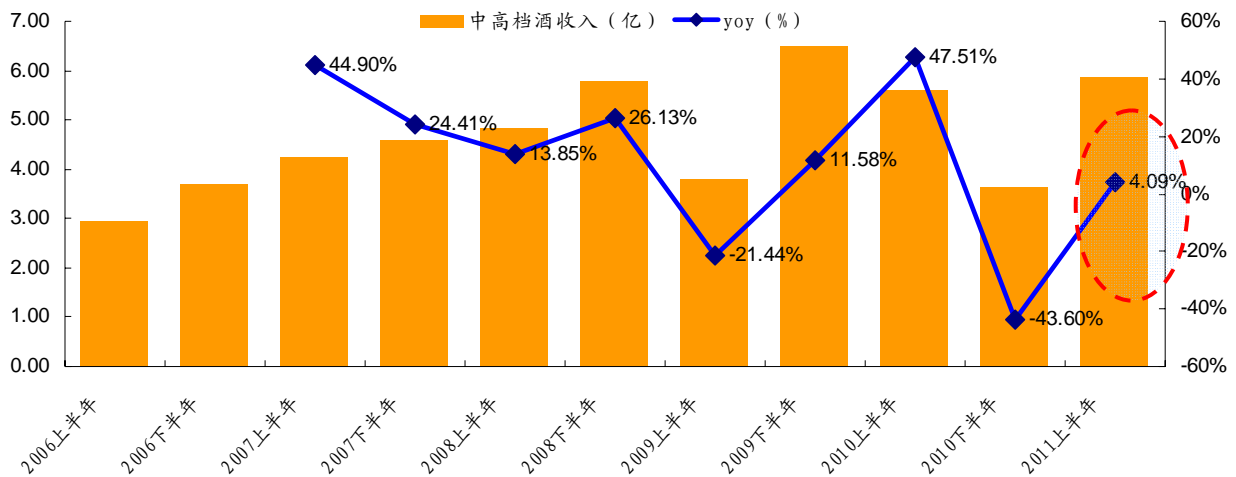
资料来源：中投证券研究所

图 2 水井坊组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 水井坊高档酒收入扭转下滑趋势



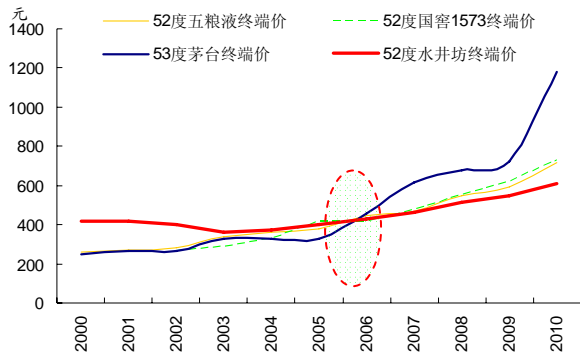
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 水井坊高管团队情况

姓名	职务	学历	出生年份	持股数
黄建勇	董事长	硕士	1965	108078
陈可	副董事长	本科	1949	76590
Kenneth Macpherson (柯明思)	董事、总经理	学士	1970	0
王仲滋	董事、常务副总经理	大专	1956	66200
Peter Batey (贝彼德)	董事	学士	1958	0
赖登燁	副总经理	大专	1948	76590
薛常有	副总经理	大专	1948	57590
Brian Barcazk (布莱恩)	副总经理	学士	1960	0
许勇	副总经理	大专	1963	35515
徐斌	副总经理	硕士	1967	56704
李直	总经理助理、代财务总监	大专	1971	42538
张力	总经理助理	学士	1969	38604
胡雷	总经理助理	学士	1970	0
王敬	总经理助理	硕士	1970	0
丁志贤	总经理助理	学士	1964	0
林东	总经理助理	学士	1974	0
薛怡	总经理助理	学士	1967	0
张宗俊	董事会秘书	学士	1970	29250

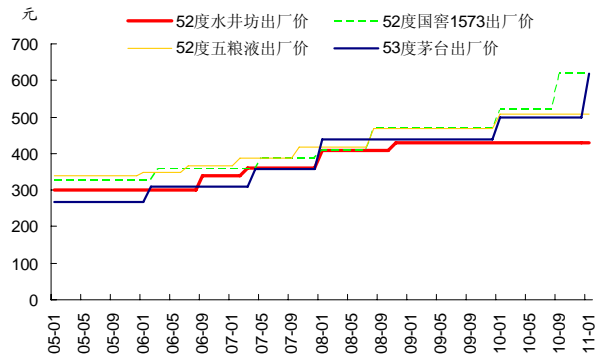
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 近十年高档白酒终端价情况



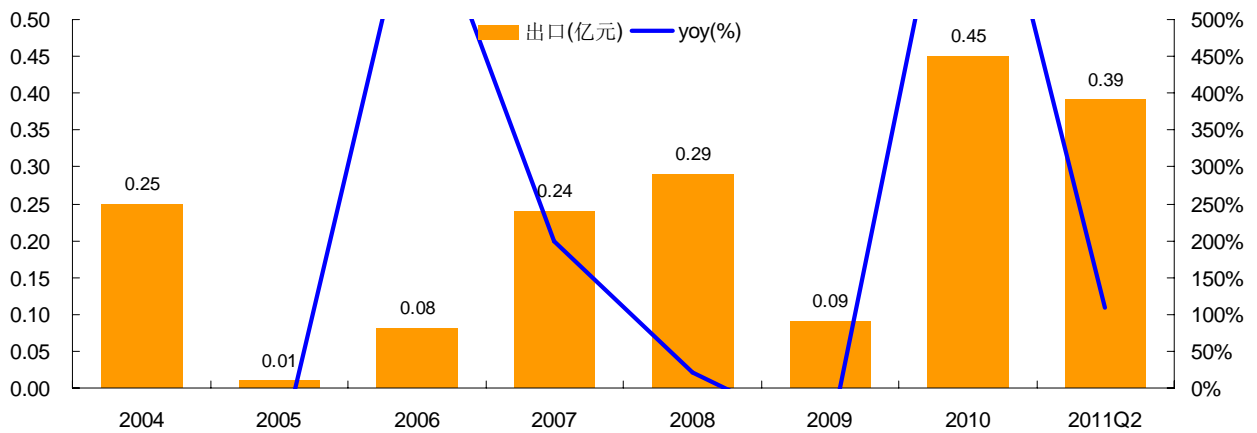
资料来源: 中投证券研究所

图 5 近五年高档白酒出厂价情况



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6 水井坊出口收入



资料来源: 公司公告、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-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
水井坊-DIAGEO 收购案终获商务部批复，业绩拐点仍待明年	2011/6/27
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
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具, 前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市, 引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链, 扩大自有奶源, 加大产能布局, 渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点, 加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶, 三年即将甲天下	2010/10/29

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	1585	1609	1610	营业收入	1818	1202	1376	1518
现金	307	1210	1187	1151	营业成本	808	275	304	325
应收账款	14	10	11	12	营业税金及附加	194	120	138	152
其它应收款	89	6	7	8	营业费用	341	288	330	364
预付账款	33	14	15	16	管理费用	122	83	92	102
存货	1105	165	183	195	财务费用	-4	-2	-4	-4
其他	224	180	206	228	资产减值损失	21	0	0	0
非流动资产	370	590	788	981	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	307	451	583	营业利润	378	438	516	578
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	2175	2397	2591	利润总额	400	462	521	583
流动负债	504	476	540	563	所得税	168	162	182	204
短期借款	0	0	0	0	净利润	231	300	339	379
应付账款	125	48	52	55	少数股东损益	-4	-2	-3	-4
其他	379	428	488	508	归属母公司净利润	235	303	342	383
非流动负债	176	49	65	69	EBITDA	393	461	555	635
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.62	0.70	0.78
其他	176	49	65	69					
负债合计	680	524	605	632	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%	14.5%	10.3%
留存收益	569	759	904	1074	营业利润	-22.4%	16.1%	17.7%	12.0%
归属母公司股东权益	1458	1649	1794	1964	归属于母公司净利润	-26.6%	28.6%	13.0%	11.9%
负债和股东权益	2142	2175	2397	2591	获利能力				
					毛利率	55.5%	77.2%	77.9%	78.6%
					净利率	12.9%	25.2%	24.8%	25.2%
					ROE	16.1%	18.4%	19.1%	19.5%
					ROIC	19.1%	75.7%	58.9%	48.5%
					偿债能力				
					资产负债率	31.7%	24.1%	25.2%	24.4%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.52	3.33	2.98	2.86
					速动比率	1.28	2.99	2.64	2.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.56	0.60	0.61
					应收账款周转率	43	93	107	105
					应付账款周转率	6.74	3.18	6.10	6.08
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.62	0.70	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.08	2.56	0.86	0.87
					每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.37	3.67	4.02
					估值比率				
					P/E	49.93	38.83	34.38	30.71
					P/B	8.06	7.13	6.55	5.99
					EV/EBITDA	29	25	21	18

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