

水井坊 (600779)

2Q12营收降2.3%低于预期，业务调整仍需时间

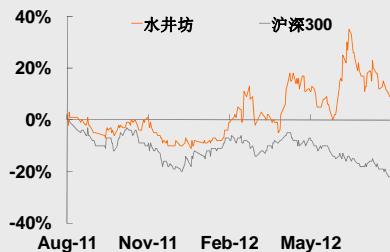
暂无评级 (维持)

现价: 25.58 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.quanxing.com.cn/
大股东/持股	全兴集团/39.71%
实际控制人/持股	Diageo HighlandsHolding B.V./21.05%
总股本(百万股)	489
流通 A 股(百万股)	295
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	124.97
流通 A 股市值(亿元)	75.54
每股净资产(元)	3.78
资产负债率(%)	24.8

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

文 献
 投资咨询资格编号: S1060209040123
 0755-22627143
 wenxian@pasc.com.cn
 汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
 tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁
 投资咨询资格编号: S1060512040003
 dingyunjie640@pingan.com.cn
 解睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
 xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项:

水井坊8月30日发布中报，1H12营收8.76亿元，同比增32.7%，归属上市公司股东净利2.3亿元，同比增44.5%，EPS0.47元。2Q12营收、归属上市公司净利分别为2.35亿和0.49亿元，营收同比降2.3%，净利增35%。

投资要点

■ **2Q12 营收和净利增速均低于我们预期**

2Q12 实际表现不仅远低于我们预期，且相较 1Q12 营收 52.7%的增速，2Q12 表现可以说是令人失望。

■ **省内外增长基本同步，高档白酒价量齐升推动增长**

分区域，1H12 水井坊省内、外增速分别为 40%和 52.9%，但出口下降了 2.8%，这可能表明外资控制人帝亚吉欧对公司拓展国际市场帮助显效果仍需时间。分产品，高档白酒 1H12 营收增长 40%，我们估计价格增 12%左右，销量增长约 25%，受益于提价，高档白酒毛利率同比升 2.4 个百分点。值得关注的是，中低档白酒 1H12 同比仅增 6.9%，但毛利率同比升 16.8 个百分点至 62%，盈利能力明显提升。

■ **业务调整可能仍需时间**

帝亚吉欧 2012 年成为公司实际控制人，其在 1H12 重组后董事会 6 位非独立董事中已占据 5 个位置，但接下来可能仍需对经营层面进行调整，并进而影响到业务上的调整，效果显现仍需时间。

■ **看好中长期稳定增长能力，暂无评级**

短期来看，外资股东推动的调整仍需时间，但帝亚吉欧作为全球最大蒸馏酒经营者，且水井坊是国内知名高端白酒品牌，我们认为可乐观看待公司中长期稳定增长前景。预计2012-2014年EPS为0.9、1.12和1.42元，同比增37.4%、24.7%和26%。以29日25.58元收盘价计算，PE为28、23和18倍，暂无评级。

风险提示。帝亚吉欧是实际控制人，其推动的内部调整可能经历较长时间，其国外经验在中国市场的有效性也有待观察。

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1,818	1,482	1,788	2,215	2,746
YoY(%)	8.6	-18.5	20.6	23.9	24.0
净利润(百万元)	235	320	440	549	693
YoY(%)	-26.6	36.1	37.4	24.7	26.2
毛利率(%)	55.5	73.0	78.7	79.0	79.3
净利率(%)	12.9	21.6	24.7	24.8	25.3
ROE(%)	16.1	19.2	25.1	27.2	28.6
EPS(摊薄/元)	0.48	0.66	0.90	1.12	1.42
P/E(倍)	53.1	39.0	28.4	22.8	18.0
P/B(倍)	8.6	7.5	6.8	5.7	4.7

图表 1 中报快读：2Q12营收降2.3%，低于我们预期的25%，净利增35%，低于我们预期 单位：百万元，元/股

	2Q11	2Q12	QoQ	1H11	1H12	HoH	
营业收入	240	235	-2.3%	660	876	32.7%	高档产品营收增长40%，估计销量增长25%
营业成本	85	48	-43.7%	170	173	1.7%	
毛利率	64.8%	79.7%	15.0%	74.3%	80.3%	6.0%	年初高端产品提价约10%加高档占比上升推高毛利率
毛利	156	187	20.3%	490	703	43.4%	
营业税金及附加	30	18	-42.2%	66	63	-5.0%	2Q12营业税金比率7.5%，2Q11为12.6%
销售费用	46	54	17.0%	159	231	45.4%	2Q12销售费用率23%，2Q11为19.3%
管理费用	38	42	11.9%	63	74	16.9%	2Q12管理费用率18%，2Q11为15.7%
财务费用	-1	-1	2.4%	-1	-2	-28.8%	
资产减值损失	5	2	-56.7%	4	1	-83.7%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0		0.0%	
投资收益	0	5	0.0%	19	5	-75.9%	1H2011出售全兴酒业40%股权
营业利润	37	77	105.8%	219	341	55.6%	
营业利润率	15.5%	32.6%	17.1%	33.2%	39.0%	5.7%	
营业外收入	24	1	-96.2%	24	1	-94.8%	上年同期收取政府补助款2357万
营业外支出	0	0	-7.4%	0	0	-7.3%	
利润总额	61	77	27.4%	243	342	41.0%	
所得税	26	28	10.0%	85	113	32.3%	
所得税率	69.1%	39.4%	-29.7%	42.6%	33.4%	-9.1%	税率仍偏高
少数股东权益	-2	-1	70.3%	-1	-0	96.6%	
归属于母公司净利润	37	49	35.0%	159	230	44.5%	
净利率	14.5%	20.8%	6.3%	23.9%	26.2%	2.3%	
EPS	0.07	0.10	35.0%	0.33	0.47	44.5%	低于我们此前预期的0.5元

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 1H12高档白酒营收增长40%，中低档白酒同比增长6.9% 单位：百万元

	1H2010	2H2010	1H2011	2H2011	1H2012	备注
高档白酒	561.7	365.8	585.2	687.7	818.7	
同比增长率	47.5%	-43.6%	4.2%	88.0%	39.9%	估计高档酒销量增速
毛利率	81.6%	77.8%	79.9%	83.4%	82.2%	接近25%
同比变化	0.6%	-0.6%	-1.7%	5.5%	2.4%	
中低档白酒	121.6	92.7	43.8	76.9	46.8	
同比增长率	128.4%	75.7%	4.2%	-17.0%	6.9%	
毛利率	20.1%	40.8%	45.3%	14.0%	62.2%	
同比变化	-6.7%	40.3%	25.2%	-26.8%	16.8%	
地产	6.5	664.6	31.2	55.8	0.0	
同比增长	-19.5%	30.9%	9.8%	9.2%	-100.0%	1H2012 无地产业务

资料来源：公司公告、平安证券研究所

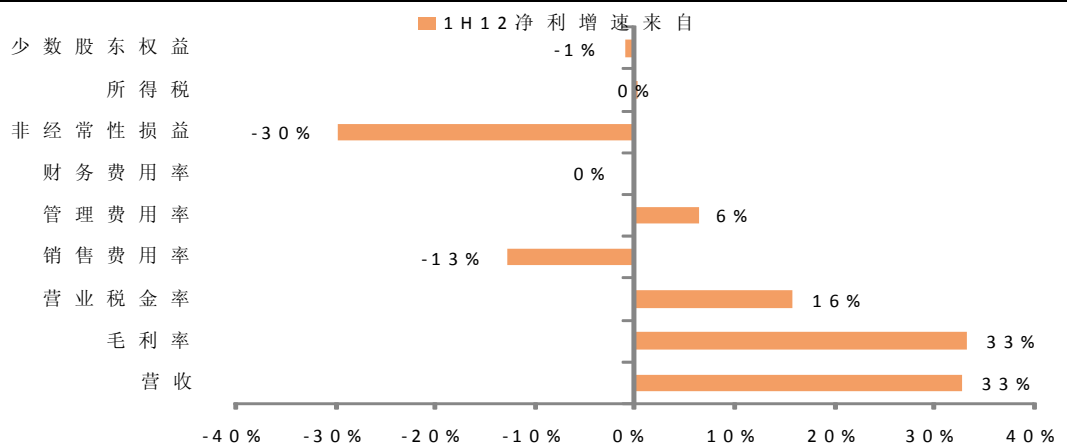
图表 3 1H12省外增长40%，省内增长53%，出口下降2.8%

单位：百万元

	1H2010	2H2010	1H2011	2H2011	1H2012	备注
省外	549.9	359.6	507.8	598.6	712.9	主要市场集中在少数区域，如上海、广东、湖南等
同比增长率	61.4%	-37.5%	-7.7%	66.5%	40.4%	
毛利率	76.0%	78.1%	79.0%	83.9%		
同比变化	76.0%	-1.1%	3.0%	5.8%		
省内	114.8	72.4	81.0	136.9	123.8	
同比增长率	24.9%	-38.6%	-29.5%	89.2%	52.9%	
毛利率	46.9%	35.5%	76.3%	46.3%		
同比变化		-9.1%	29.4%	10.9%		
出口	18.6	26.5	39.3	29.1	38.2	
同比增长率	1061.9%	248.1%	111.3%	10.0%	-2.8%	
毛利率	59.5%	60.9%	61.1%	64.5%		
同比变化			1.6%	3.6%		

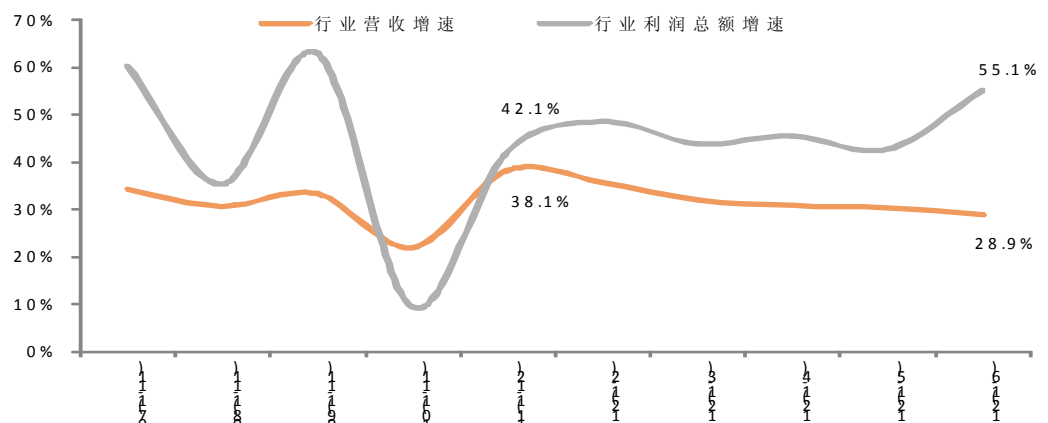
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 1H12净利增长45%主要由收入增长、毛利率上升、营业税金比率减少贡献



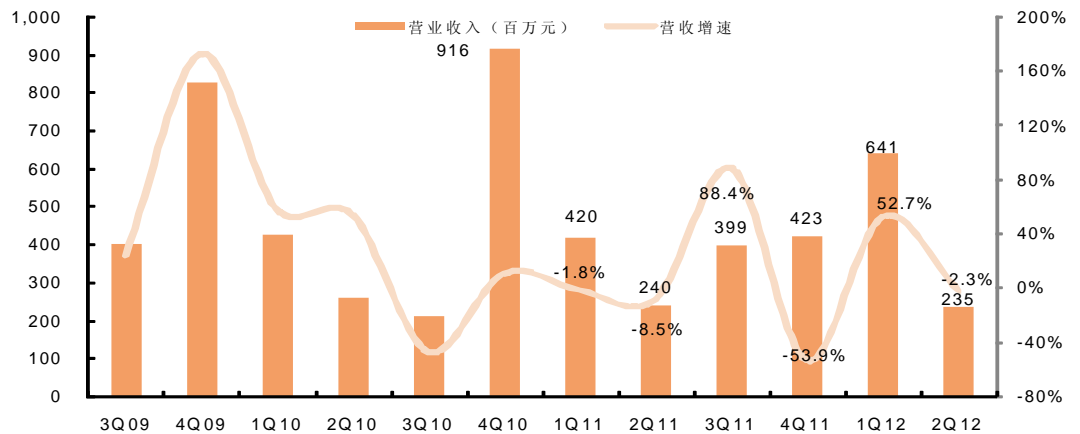
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 规模以上白酒企业12年1-6月营收、利润总额分别增长28.9%和55.1%



资料来源：WIND、平安证券研究所

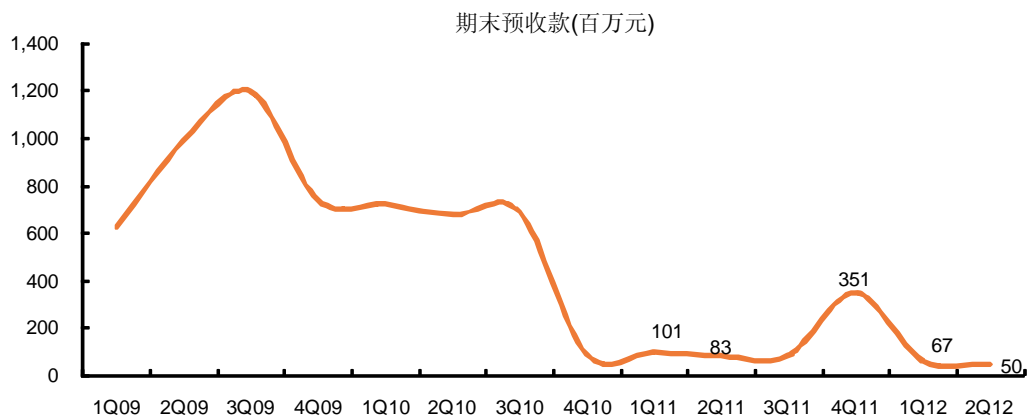
图表 6 2Q12营收降2.3%至2.35亿元，低于预期



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 7 2Q12末预收款较1Q12降约0.17亿，同比2Q12降约0.33亿

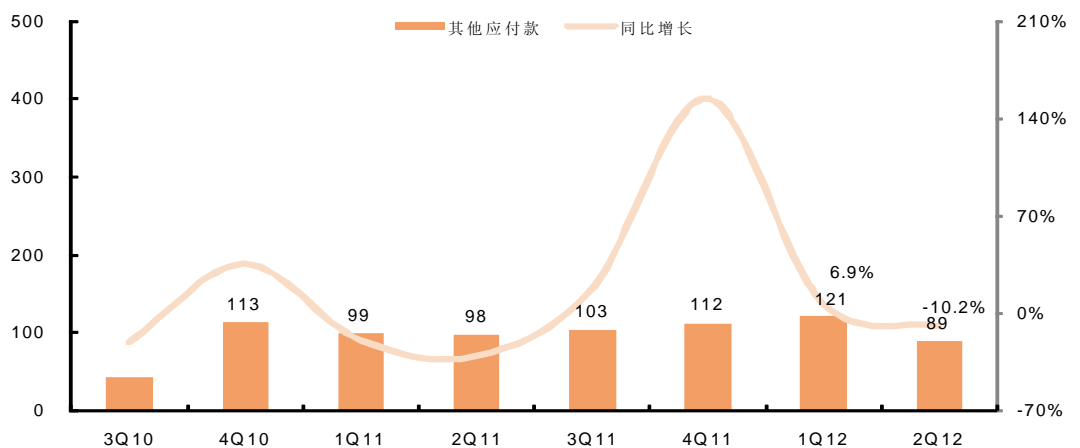
单位：百万元



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表 8 2Q12其他应付款0.89亿

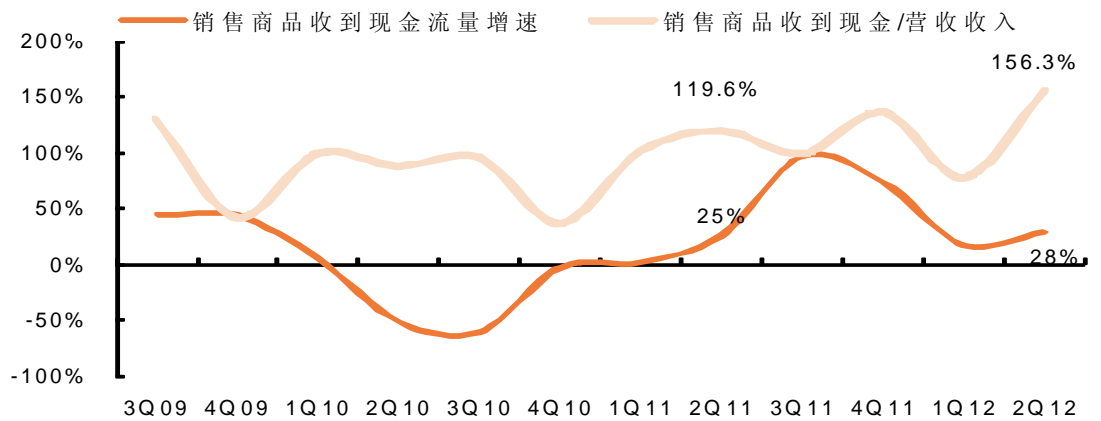
单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

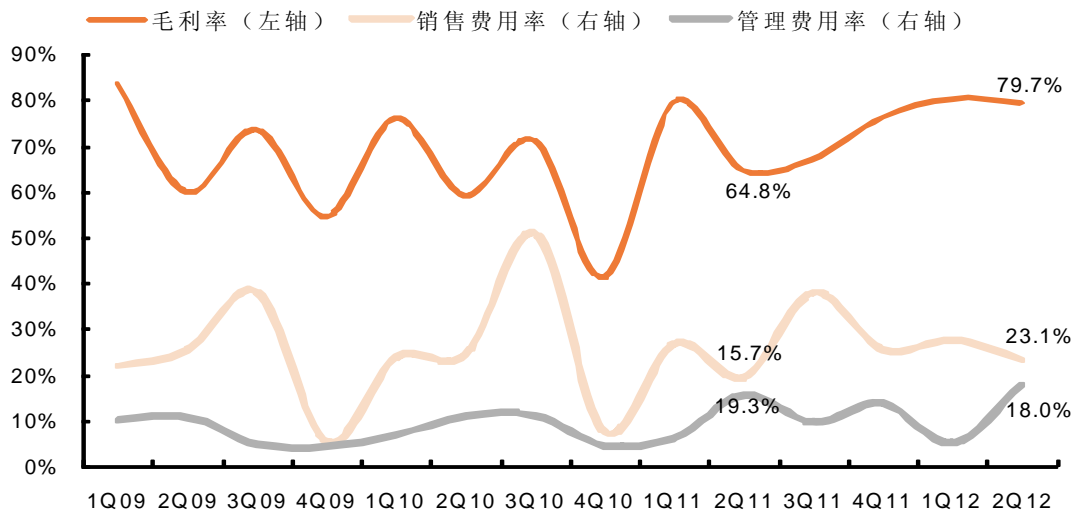
图表 9 2Q12销售商品收到现金流量增长28%

单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

图表 10 产品结构带动2Q12毛利率同比上升14.9个百分点



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 11 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	2012 年业绩预测 最近一月调整
	8月29日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
泸州老窖	36.53	2.08	3.06	4.15	17.6	11.9	8.8	强烈推荐	
五粮液	33.06	1.63	2.41	3.10	20.3	13.7	10.7	强烈推荐	
贵州茅台	219.16	8.44	13.67	20.07	26.0	16.0	10.9	强烈推荐	
沱牌舍得	29.98	0.58	1.12	1.83	51.8	26.8	16.4	强烈推荐	
山西汾酒	37.75	0.90	1.52	2.15	41.9	24.8	17.5	强烈推荐	
洋河股份	122.70	3.72	6.29	9.16	33.0	19.5	13.4	强烈推荐	↓(2%)8月22日
古井贡酒	35.80	1.12	1.71	2.30	31.8	21.0	15.6	推荐	
酒鬼酒	49.62	0.59	1.65	2.46	83.7	30.1	20.1	推荐	↑(37%)7月31日
张裕A	50.85	2.78	3.00	3.56	18.3	17.0	14.3	强烈推荐	↓(13%)8月7日
安琪酵母	20.87	0.91	1.10	1.32	23.1	19.0	15.8	推荐	↓(8%)8月15日
双汇发展	60.00	1.23	2.73	3.40	48.8	22.0	17.6	强烈推荐	
大北农	18.28	0.63	0.85	1.10	29.0	21.5	16.6	强烈推荐	↓(7%)8月24日
伊利股份	20.40	0.95	0.95	1.21	21.5	21.5	16.9	推荐	
贝因美	23.93	1.03	1.15	1.27	23.2	20.8	18.8	推荐	
燕京啤酒	6.22	0.32	0.40	0.46	19.2	15.5	13.4	推荐	
青岛啤酒	32.75	1.29	1.46	1.75	25.5	22.4	18.7	推荐	↓(8%)8月16日
黑牛食品	10.58	0.33	0.40	0.53	32.4	26.5	20.0	推荐	
汤臣倍健	61.35	0.85	1.39	2.06	72.0	44.1	29.8	推荐	
承德露露	16.72	0.48	0.56	0.67	34.7	29.7	25.1	推荐	
均值					34.4	22.3	16.9		

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,481.9	1,787.7	2,214.7	2,746.4	净利润	321	441	550	694
YoY	-18.5%	20.6%	23.9%	24.0%	折旧摊销	19	30	29	30
营业成本	400.8	381.5	464.9	568.0	营运资金投资	222	-48	-158	-258
毛利率	73.0%	78.7%	79.0%	79.3%	经营活动现金净流量	472	433	435	483
营业税金及附加	137.2	143.0	177.2	219.7	资本开支	74	20	31	30
股权激励费用	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动现金净流量	-128	-20	-31	-30
销售费用	417.7	503.9	624.3	774.2	债务融资	0	0	0	0
管理费用	159.8	191.8	230.2	276.2	股权融资	0	0	0	0
财务费用	(2.9)	(5.0)	(7.4)	(9.6)	支付红利	-112	-112	-154	-192
投资净收益	20.9	0.0	0.0	0.0	融资活动现金净流量	-287	-139	-107	-147
营业利润	404.5	572.5	725.5	917.9	当年现金净流量	205	306	258	270
加：营业外收入	78.4	15.7	7.8	7.8					
减：营业外支出	0.8	0.2	0.1	0.1	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
利润总额	482.2	588.0	733.3	925.7	货币资金	521	827	1,085	1,355
减：所得税	161.2	147.0	183.3	231.4	应收款项	368	339	484	560
净利润	321.0	441.0	550.0	694.3	预付款项	17	16	20	24
减：少数股东损益	0.5	0.8	0.9	1.2	存货	1,044	758	1,067	1,216
归属母公司所有者净利润	320.5	440.2	549.0	693.1	其他流动资产	41	68	72	97
YoY	36.1%	37.4%	24.7%	26.2%	流动资产合计	1,990	2,007	2,728	3,252
销售净利率	21.7%	24.7%	24.8%	25.3%	长期股权投资	9	9	9	9
EPS (当年股本)	0.66	0.90	1.12	1.42	固定资产	265	261	262	262
EPS (最新股本摊薄)	0.66	0.90	1.12	1.42	无形资产	131	125	125	126
					其他非流动资产	134	134	134	134
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	非流动资产合计	539	529	530	531
估值					资产总计	2,529	2,536	3,259	3,783
PE(P=25.58)	39.0	28.4	22.8	18.0	短期借款	0	0	0	0
PEG	1.3	1.1	1.2	1.6	应付款项	129	91	130	147
PB	7.5	6.8	5.7	4.7	预收款项	351	89	317	266
PS	8.4	7.0	5.6	4.6	应付股利	0	154	192	243
EV/EBITDA	29.3	20.6	16.5	13.1	其他流动负债	234	211	270	328
股息收益率	0.9%	1.2%	1.5%	1.9%	流动负债合计	713	545	910	983
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	20.5%	25.1%	27.2%	28.6%	应付债券	0	0	0	0
ROA	11.2%	16.8%	18.6%	19.3%	其他非流动负债	147	147	147	147
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	147	147	147	147
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	负债合计	860	692	1,057	1,129
速动比率	1.3	2.3	1.8	2.1	归属母公司所有者权益	1,665	1,839	2,196	2,646
运营效率					其中：实收资本	489	489	489	489
存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	少数股东权益	5	5	6	7
流动资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	股东权益合计	1,670	1,844	2,202	2,654
固定资产周转率	6.3	6.8	8.5	10.5	负债及股东权益总计	2,529	2,536	3,259	3,783

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257