

水井坊 (600779)

公司调整正逢行业寒冬，首次给予“中性”评级

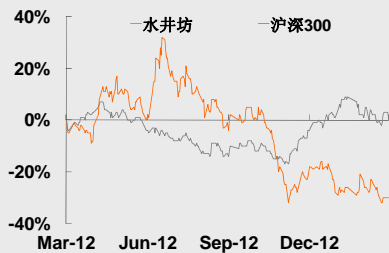
中性 (首次)

现价: 16.18 元

主要数据

行业	平安食品饮料
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)	80.02
流通 A 股市值(亿元)	48.37
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	23.5

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

事项:

水井坊3月28日发布年报, 12年营收16.36亿元, 同比增10.4%, 归属上市公司股东净利3.38亿元, 同比增5.4%, EPS0.69元。4Q12营收、归属上市公司股东净利分别为3.99和0.2亿元, 分别同比降5.5%和81%。分红预案为每股分现金红利0.23元。另外, 公司公告拟出售成都聚锦商贸有限公司100%股权。

投资要点

■ 4Q12 营收和净利降幅超预期

受高端白酒需求大幅下滑影响, 水井坊 4Q12 营收下降 5.5%, 同时营销费用同比仍大增 42%, 导致 4Q12 净利同比下降 81%, 超出市场预期。

■ 高档白酒 2H12 销量下降, 低档白酒大力调整结构

高档白酒 2H12 营收增长 6.4%, 估计价格增约 12%, 销量下降约 5%, 这应是受茅台、五粮液终端价格快速下跌的负面影响。同时, 中低档白酒 2H12 同比下降 65.6%, 但毛利率同比升 24.8 个百分点至 38.8%, 盈利能力明显提升, 且与 1H12 一致, 表明公司在大力调整产品结构。分区域, 2H12 水井坊省外增长 2.4%, 可能受益于渠道的拓展, 省内下降 19.3%, 体现省内茅台、五粮液的压力, 出口增长了 21%, 表明外资控制人帝亚吉欧对公司拓展国际市场帮助效果逐渐体现。

■ 出售聚锦 100%股权可能带来约 6.1 亿现金和约 1 亿投资收益

公司公告拟向成都铸信地产开发有限公司(以下简称“铸信地产”)转让其持有的成都聚锦商贸有限公司(以下简称“聚锦公司”)93.15%股权, 转让价格为2.08亿元人民币。本公司全资子公司成都水井坊营销有限公司拟向铸信地产转让其持有的聚锦公司6.85%股权, 转让价格为0.15亿元人民币。据公告, 我们估计本项交易可帮助水井坊税后回收约6.1亿现金, 并形成税前约1亿的投资收益。

■ 公司调整正逢行业寒冬, 首次给予“中性”评级

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1,818	1,482	1,636.2	1,291.4	1,420.6
YoY(%)	8.6	-18.5	10.4	-21.1	10.0
净利润(百万元)	235	320	337.7	301.2	248.9
YoY(%)	-26.6	36.1	5.4	-10.8	-17.4
毛利率(%)	55.5	73.0	80.8	81.5	81.5
净利率(%)	12.9	21.6	20.7	23.4	17.6
ROE(%)	16.1	19.2	19.0	15.5	11.9
EPS(摊薄/元)	0.48	0.66	0.69	0.62	0.51
P/E(倍)	34.0	25.0	37.0	26.2	31.8
P/B(倍)	5.5	4.8	6.6	3.9	3.6

预计2013-2014年EPS为0.62、0.51元，同比降11%、17%。以27日16.18元收盘价计算，PE为26和32倍。短期来看，外资控股股东推动的调整仍需时间，且正逢中国高端白酒受“整风运动”影响进入寒冬，水井坊的复苏之路注定艰难，我们首次给予“中性”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。

图表 1 年报快读：4Q12营收降5.5%，低于我们预期

单位：百万元，元/股

	4Q11	4Q12	QoQ	2011	2012	YoY	
营业收入	423	399	-5.5%	1,482	1,636	10.4%	高档产品营收增22%，估计销量增约10%
营业成本	100	75	-24.9%	401	314	-21.7%	
毛利率	76.4%	81.2%	4.8%	73.0%	80.8%	7.9%	年初高端产品提价约10%加高档占比上升推高毛利率
毛利	323	324	0.5%	1,081	1,322	22.3%	
营业税金及附加	56	53	-6.5%	137	152	11.2%	4Q12营业税金比率13.2%，4Q11为13.3%
销售费用	107	152	41.9%	418	469	12.2%	4Q12销售费用率38%，4Q11为25%
管理费用	59	61	3.8%	160	179	11.9%	4Q12管理费用率15%，4Q11为14%
财务费用	-1	0	91.9%	-3	-3	3.8%	
资产减值损失	-11	29	373.2%	-14	20	238.5%	拟剥离郫县房地产开发项目计提减值
公允价值变动收益	0	0	-	0	-	-	
投资收益	1	0	-100.0%	21	5	-77.5%	1H2011出售全兴酒业40%股权
营业利润	114	30	-73.7%	405	510	26.1%	4Q12经营性利润同比下降约74%
营业利润率	26.9%	7.5%	-19.4%	27.3%	31.2%	3.9%	
营业外收入	43	31	-1238.6%	78	36	-54.7%	财政扶持款从0.76亿降至0.34亿
营业外支出	0	5	4479.9%	1	6	736.6%	
利润总额	157	55	-64.7%	482	539	11.8%	
所得税	49	36	-26.7%	161	200.0	24.0%	
所得税率	43.4%	119.5%	76.2%	42.0%	39.6%	-2.5%	税率短期内仍将偏高
少数股东权益	0.85	(0.64)	-175.2%	0.52	1.41	173.3%	
归属于母公司净利润	107	20	-81.1%	320	338	5.4%	扣非后同比增长30%
净利率	25.4%	5.1%	-20.3%	21.6%	20.6%	-1.0%	
EPS	0.22	0.04	-81.1%	0.66	0.69	5.4%	显著低于我们此前预期的0.89元

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 2H12高档白酒营收增长6.4%，中低档白酒同比降65.6%

单位：百万元

	1H2011	2H2011	1H2012	2H2012	备注
高档白酒	585.2	687.7	818.7	731.5	
同比增长率	4.2%	88.0%	39.9%	6.4%	估计 2H2012 高档酒销量增速下降约 5%
毛利率	79.9%	83.4%	82.2%	83.2%	
同比变化	-1.7%	5.5%	2.4%	-0.1%	
中低档白酒	43.8	76.9	46.8	26.5	
同比增长率	4.2%	-17.0%	6.9%	-65.6%	
毛利率	45.3%	14.0%	62.2%	38.8%	
同比变化	25.2%	-26.8%	16.8%	24.8%	
地产	31.2	55.8	0.0	0.00	2012 无地产业务
同比增长	9.8%	9.2%	-100.0%	-100%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所

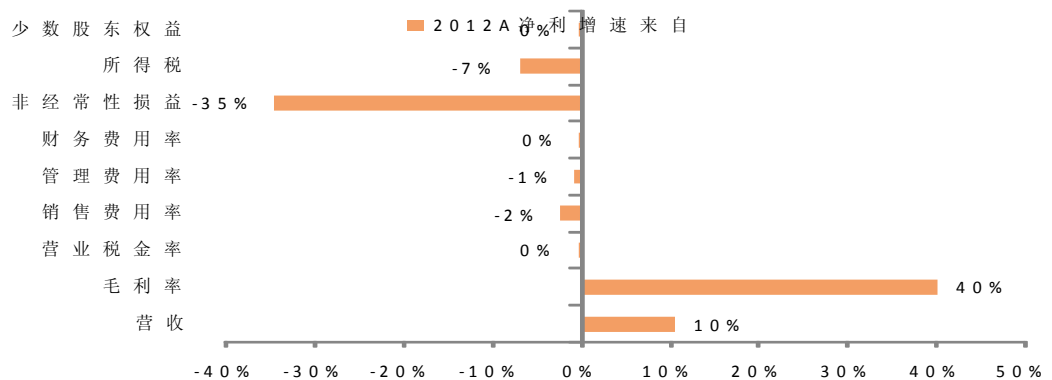
图表 3 2H12省外增2.4%，省内降19%，出口增21%

单位：百万元

	1H2011	2H2011	1H2012	2H2012	备注
省外	507.8	598.6	712.9	612.7	主要市场集中在少数区域，如上海、广东、湖南等
同比增长率	-7.7%	66.5%	40.4%	2.4%	
毛利率	79.0%	83.9%			
同比变化	3.0%	5.8%			
省内	81.0	136.9	123.8	110.6	
同比增长率	-29.5%	89.2%	52.9%	-19.3%	
毛利率	76.3%	46.3%			
同比变化	29.4%	10.9%			
出口	39.3	29.1	38.2	35.3	
同比增长率	111.3%	10.0%	-2.8%	21.3%	
毛利率	61.1%	64.5%			
同比变化	1.6%	3.6%			

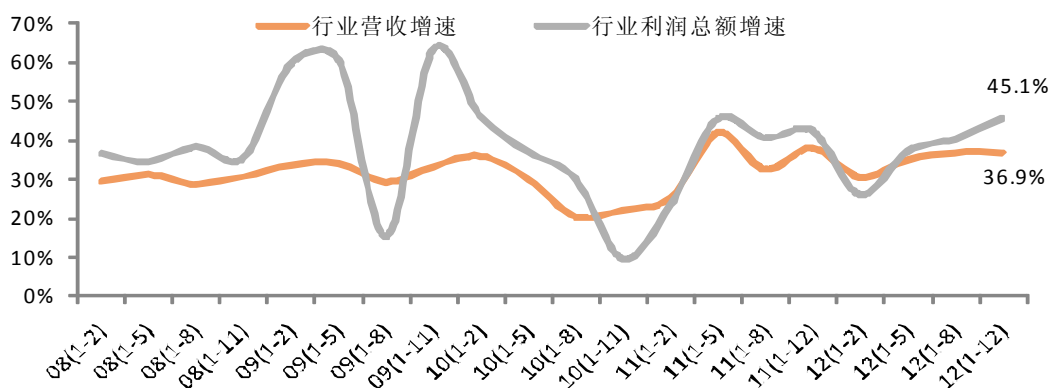
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 2012净利增长5.4%主要由收入增长、毛利率上升贡献



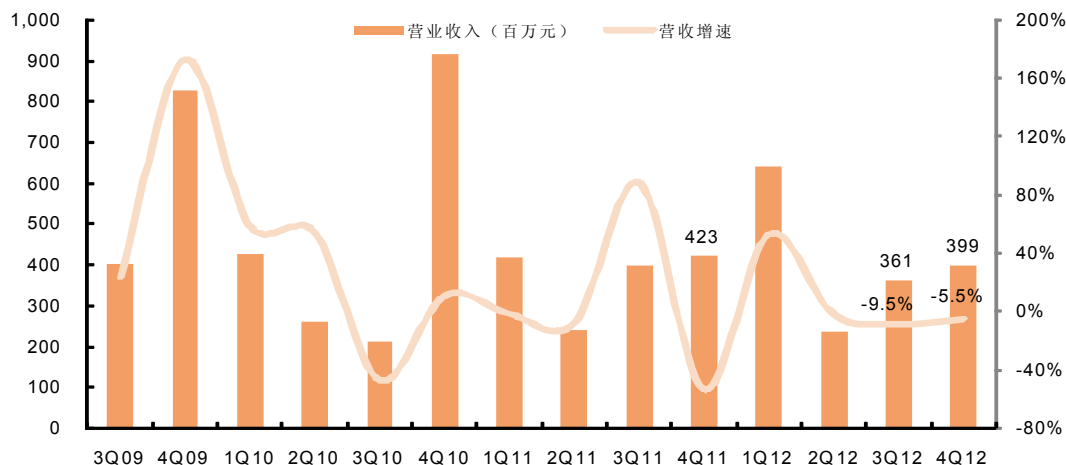
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 规模以上白酒企业12年营收、利润总额分别增长36.9%和45.1%



资料来源: WIND、平安证券研究所

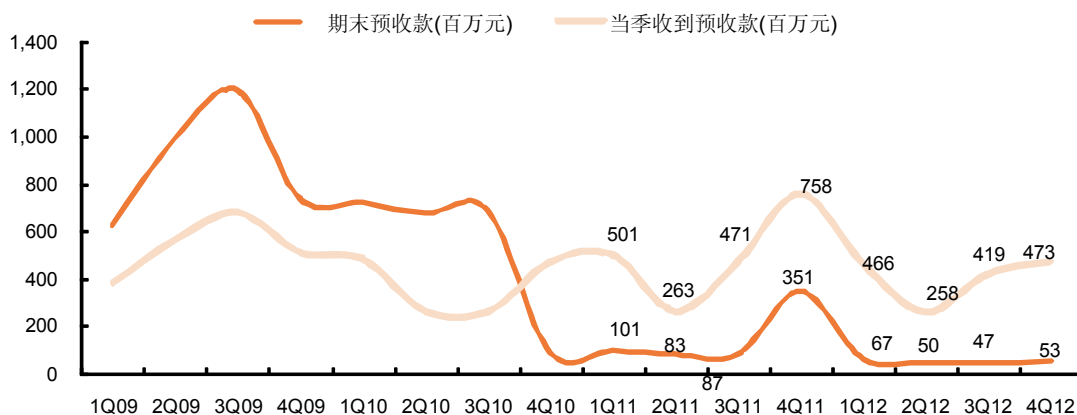
图表 6 4Q12营收降5.5%至3.99亿元, 低于预期



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 7 4Q12末预收款较3Q12增约0.06亿, 同比4Q11降约3亿

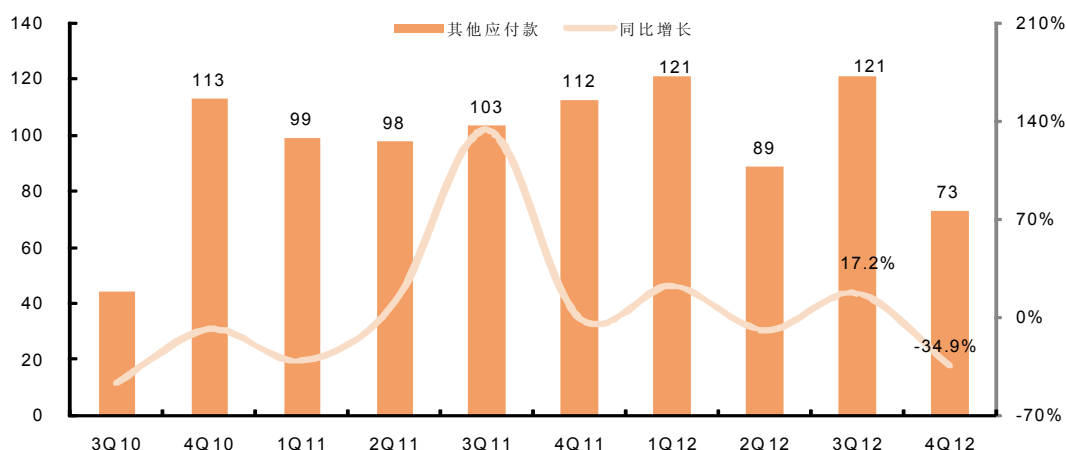
单位: 百万元



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表 8 4Q12其他应付款0.73亿

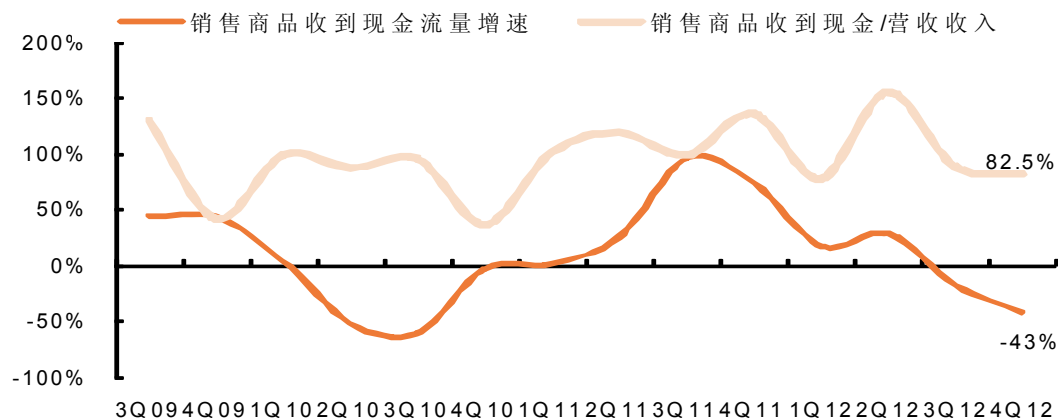
单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所、WIND

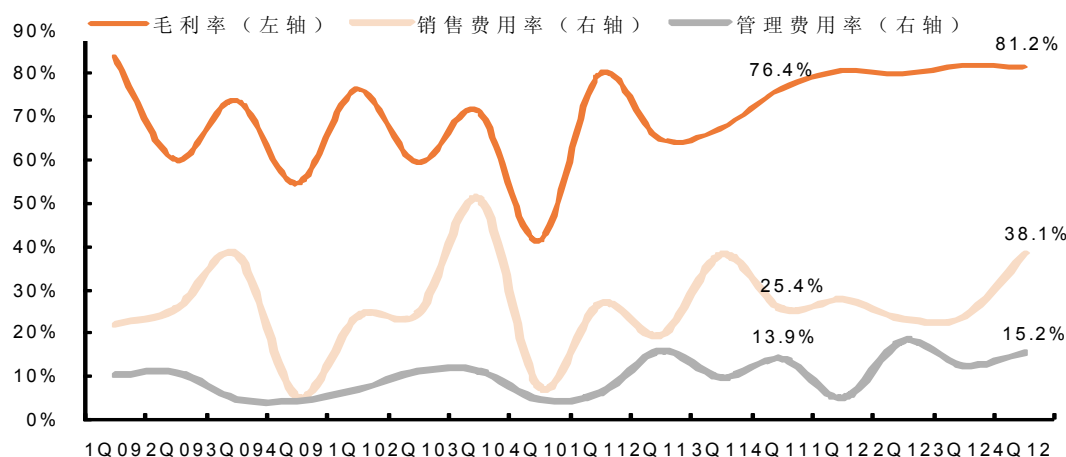
图表 9 4Q12销售商品收到现金流量下降43%

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4Q12毛利率同比上升4.8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
	3月27日	12E	13E	14E	12E	13E	14E		
泸州老窖	26.20	3.13	3.42	3.76	8.4	7.7	7.0	推荐	↓(2%)3月23日
五粮液	22.30	2.53	2.88	3.52	8.8	7.7	6.3	推荐	
贵州茅台	166.79	12.73	15.08	17.56	13.1	11.1	9.5	强烈推荐	
沱牌舍得	19.78	1.08	1.42	1.84	18.4	14.0	10.8	强烈推荐	↑(6%)3月8日
山西汾酒	32.21	1.53	2.17	2.88	21.1	14.8	11.2	强烈推荐	
洋河股份	62.86	5.73	7.00	8.52	11.0	9.0	7.4	强烈推荐	↓(1%)2月26日
水井坊	16.18	0.69	0.62	0.51	23.4	26.2	31.8	中性	
古井贡酒	27.02	1.67	2.08	2.63	16.2	13.0	10.3	推荐	
酒鬼酒	24.14	1.51	0.74	0.87	16.0	32.8	27.7	中性	↓(1%)3月2日
张裕A	37.41	2.47	2.75	3.08	15.1	13.6	12.1	推荐	
安琪酵母	18.22	0.74	0.85	1.05	24.6	21.4	17.4	推荐	
双汇发展	80.00	2.68	3.33	4.19	29.9	24.0	19.1	强烈推荐	
大北农	22.75	0.84	1.10	1.58	27.1	20.7	14.4	强烈推荐	↓(1%)2月28日
伊利股份	33.01	0.97	1.23	1.57	34.0	26.8	21.0	推荐	
贝因美	38.75	1.19	1.71	2.16	32.6	22.7	17.9	强烈推荐	
燕京啤酒	6.20	0.33	0.38	0.43	18.8	16.3	14.4	中性	
青岛啤酒	36.27	1.32	1.49	1.74	27.5	24.3	20.8	推荐	
黑牛食品	9.00	0.20	0.28	0.35	44.1	32.4	26.0	中性	
汤臣倍健	69.00	1.28	1.85	2.53	53.8	37.2	27.3	推荐	↓(4%)3月2日
承德露露	19.21	0.56	0.67	0.77	34.1	28.8	24.9	推荐	
好想你	17.19	0.75	0.89	1.12	22.9	19.3	15.3	推荐	
均值					23.8	20.2	16.8		

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	1,482	1,636	1,291	1,421	净利润	321	339	302	250
YoY	-18.5%	10.4%	-21.1%	10.0%	折旧摊销	19	20	42	41
营业成本	401	314	239	263	营运资金投资	222	-143	354	-137
毛利率	73.0%	80.8%	81.5%	81.5%	经营活动现金净流量	472	63	686	150
营业税金及附加	137	152	121	133	资本开支	74	372	18	42
股权激励费用	0.0	0.0	0.0	0.0	投资活动现金净流量	-128	-207	-18	-42
销售费用	417.7	468.6	374.9	412.4	债务融资	0	33	0	0
管理费用	159.8	178.8	200.1	223.9	股权融资	0	0	0	0
财务费用	(2.9)	(2.7)	(4.2)	(6.7)	支付红利	-112	-112	-112	-75
投资净收益	20.9	4.7	100.0	2.0	融资活动现金净流量	-287	-139	-135	-108
营业利润	404.5	510.0	460.3	396.7	当年现金净流量	205	-279	560	39
加：营业外收入	78.4	35.5	0.0	0.0					
减：营业外支出	0.8	6.4	0.0	0.0	资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
利润总额	482.2	539.1	460.3	396.7	货币资金	521	247	807	846
减：所得税	161.2	200.0	158.3	146.8	应收款项	368	239	255	244
净利润	321.0	339.1	302.0	249.9	预付款项	17	18	12	14
减：少数股东损益	0.5	1.4	0.9	1.0	存货	1,044	1,231	780	945
归属母公司所有者净利	320	338	301	249	其他流动资产	41	31	30	30
YoY	21.7%	20.7%	23.4%	17.6%	流动资产合计	1,990	1,767	1,884	2,079
销售净利率	36.1%	5.4%	-10.8%	-17.4%	长期股权投资	9	3	3	3
EPS (当年股本)	0.66	0.69	0.62	0.51	固定资产	265	619	594	595
EPS (最新股本摊薄)	0.66	0.69	0.62	0.51	无形资产	131	112	112	112
					其他非流动资产	134	151	143	147
					非流动资产合计	539	885	852	857
重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E	资产总计	2,529	2,652	2,735	2,936
估值					短期借款	0	0	0	0
PE(P=16.18)	24.7	23.4	26.2	31.8	应付款项	129	387	186	264
PEG	-3.1	-8.1	10.0	2.8	预收款项	351	53	174	119
PB	4.7	4.2	3.9	3.6	应付股利	0	0	75	62
PS	5.3	4.8	6.1	5.6	其他流动负债	234	222	196	199
EV/EBITDA	18.4	14.6	15.5	17.9	流动负债合计	713	662	631	644
股息收益率	1.4%	1.4%	1.0%	0.8%	长期借款	0	0	0	0
经营回报率					应付债券	0	0	0	0
ROE	20.5%	19.0%	15.5%	11.9%	其他非流动负债	147	94	94	94
ROA	11.2%	12.3%	10.7%	8.7%	非流动负债合计	147	94	94	94
资本结构及偿债能力					负债合计	860	756	725	738
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3	归属母公司所有者权益	1,665	1,890	2,004	2,190
速动比率	1.3	0.8	1.8	1.8	其中：实收资本	489	489	489	489
运营效率					少数股东权益	5	6	7	8
存货周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	股东权益合计	1,670	1,896	2,011	2,198
流动资产周转率	0.8	0.9	0.7	0.7	负债及股东权益总计	2,529	2,652	2,735	2,936
固定资产周转率	6.3	3.7	2.1	2.4					

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 2013 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257