

水井坊 (600779)

背水一战，志在扭亏

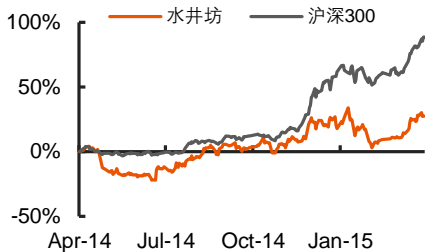
中性 (首次)

现价: 10.82 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.swellfun.com
大股东/持股	四川成都水井坊集团有限公司 /39.71%
实际控制人/持股	Diageo Plc/39.71%
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)	51.64
流通 A 股市值(亿元)	31.22
每股净资产(元)	3.04
资产负债率(%)	21

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮 投资资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIAN978@pingan.com.cn

文献 投资资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@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。

投资要点

平安观点:

- **14 年巨亏，估计 1Q15 收入大幅反弹。**公司已披露了业绩预亏公告，净亏损 4.0-4.3 亿。不过我们判断酒业实际亏损幅度低于 2013 年，估计 14 年邛崃项目计提了减值准备 2 亿左右，而 13 年处理郫县资产有盈利。根据我们草根调研推断，由于上年同期基数较低、新品推广情况较好、渠道趋于稳定，估计 1Q15 收入出现大幅反弹，同比有望实现 100%以上的增长，同时渠道库存健康，未出现明显上升。
- **臻酿八号水井坊有效承接了井台装的降级，有望成为 15 年的重要增长点。**传统的井台和典藏水井坊，由于价格带位于 400-600 元，受五粮液降价的影响很大，估计井台装 14 年收入占比不到 40%。臻酿八号终端价 200-300 元，虽然 13 年下半年才推出，由于价格定位合理，避开了五粮液的直接竞争，产品形象一脉相承，有效承接了井台装的降级，估计 14 年收入占比超过 20%。臻酿八号类似于沱牌舍得 13 年新推出的舍得酒坊，估计 14 年舍得酒坊收入可达到 2-3 亿，承接了品味舍得的降级。
- **总代与直营并举，直营模式尝试为公司未来发展提供了新的渠道选择。**公司原来的渠道体系都是省区总代的模式。13 年年底，公司与部分区域省区总代合作停止，被迫开始由自己的销售人员去做市场，直营代替了总代制度，包括北京、湖北、广东、四川。经过 1 年多的运作，除了湖北，其它几个市场都实现增长。直营模式虽然是不得已而为之，但也为公司的未来发展提供了新的渠道选择，毕竟过于依赖大商可能导致未来销售波动大，且费用投入偏高。
- **预计 15 年营收有望超过 6 亿，净利实现扭亏。**由于中高端酒竞争格局总体趋稳，经过 1 年多产品和渠道的调整，并结合近期的销售态势，我们判断水井坊 15 年销售有望实现大幅反弹，可超过 6 亿。由于连续两年亏损，15 年实现盈利已成为公司必须实现的目标。14 年公司大幅计提了减值准备，另外 14 年也对人员进行了调整，包括员工人数优化了 17%，劳务派遣人员优化了 58%，费用的节约将在 15 年继续体现。预计随着收入的反弹，15 年扭亏问题不大。中长期来看，若公司能够做好主力产品价格定位和渠道体系建设，依托水井坊原有的品牌基础，收入规模有望回到 10 亿以上，可以持续关注。
- **我们判断帝亚吉欧对水井坊未来可能有两种定位：(1) 随着外资对名酒并购的限制放松，帝亚吉欧可以以水井坊为平台，来整合国内的名酒资源；(2) 若经营持续低于预期，也存在出售水井坊的可能性。**
- 预计 14-16 年 EPS 分别为 -0.84、0.07、0.08 元，估值偏高，且公司产品、渠道思路尚不清晰，首次覆盖给予“中性”的投资评级。股价上涨的催化剂关注两点：15 年收入大幅反转；帝亚吉欧对水井坊定位发生变化。
- **风险提示：**茅五继续降价挤压水井坊的市场份额。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1223	782	1019	1079
现金	253	89	167	174
应收账款	155	74	130	142
其他应收款	3	2	4	4
预付账款	11	9	17	18
存货	765	582	655	691
其他流动资产	35	26	46	50
非流动资产	839	844	844	847
长期投资	0	0	0	0
固定资产	561	567	566	569
无形资产	109	110	110	110
其他非流动资产	168	168	168	168
资产总计	2062	1626	1863	1926
流动负债	336	257	476	519
短期借款	0	0	0	0
应付账款	196	156	284	309
其他流动负债	140	101	192	210
非流动负债	93	147	147	147
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	93	147	147	147
负债合计	429	404	623	666
少数股东权益	8	8	8	8
股本	489	489	489	489
资本公积	400	400	400	400
留存收益	736	326	344	364
归属母公司股东权益	1624	1215	1232	1252
负债和股东权益	2062	1626	1863	1926

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-441	-181	110	59
净利润	-154	-410	36	40
折旧摊销	2	0	0	0
财务费用	-4	-2	-1	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-316	-204	-29	15
其他经营现金流	31	435	104	5
投资活动现金流	140	-39	-33	-36
资本支出	-27	34	28	31
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	167	-72	-61	-67
筹资活动现金流	308	56	1	-16
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-33	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	341	56	1	-16
现金净增加额	7	-164	78	7

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	486	360	635	693
营业成本	146	116	211	230
营业税金及附加	78	58	64	69
营业费用	366	252	203	222
管理费用	183	173	127	139
财务费用	-4	-2	-1	-2
资产减值损失	-3	200	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	127	0	0	0
营业利润	-153	-437	31	35
营业外收入	50	6	6	6
营业外支出	55	1	1	1
利润总额	-159	-432	36	40
所得税	-7	-22	0	0
净利润	-152	-410	36	40
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	-154	-410	36	40
EBITDA	-249	-406	63	66
EPS (元)	-0.31	-0.84	0.07	0.08

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	-70.3	-25.8	76.3	9.1
营业利润(%)	-130.1	184.6	-107.1	12.9
归属于母公司净利润(%)	-145.5	166.9	-108.7	11.1
获利能力				
毛利率(%)	69.9	67.7	66.7	66.8
净利率(%)	-32.3	-115.2	4.9	5.0
ROE(%)	-8.7	-28.9	2.9	3.2
ROIC(%)	-17.0	-31.4	2.3	2.6
偿债能力				
资产负债率(%)	20.8	24.8	33.4	34.6
净负债比率(%)	-6.5	4.7	-1.6	-2.2
流动比率	3.63	3.04	2.14	2.08
速动比率	1.36	0.78	0.76	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.21	0.20	0.36	0.37
应收账款周转率	7.1	6.3	255.2	208.7
应付账款周转率	0.5	0.7	1.0	0.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.31	-0.84	0.07	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.90	-0.37	0.22	0.12
每股净资产(最新摊薄)	3.34	2.50	2.54	2.58
估值比率				
P/E	-34.4	-12.9	147.5	132.8
P/B	3.3	4.4	4.3	4.2
EV/EBITDA	-20.6	-12.6	81.3	77.4

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±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：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（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。客户并不能仅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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033