

2016年08月24日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 17.00

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價(2016/8/24)	16.20		
上證綜指(2016/8/24)	3085.88		
股價 12 個月高/低	19/7.37		
總發行股數(百萬)	488.55		
A 股數(百萬)	488.55		
A 市值(億元)	79.14		
主要股東	四川成都水井坊集團有限公司(39.71%)		
每股淨值(元)	2.71		
股價/賬面淨值	5.98		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-8.7	20.5	82.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

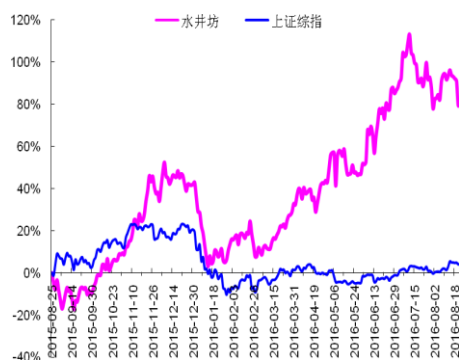
產品組合

酒類產品-中高檔酒	99.8%
酒類產品-低檔酒	0.2%

機構投資者占流通 A 股比例

一般法人	0.6%
------	------

股價相對大盤走勢



水井坊(600779.SH)

Hold 持有

2016H1 純利同比增長 82%，業績恢復中

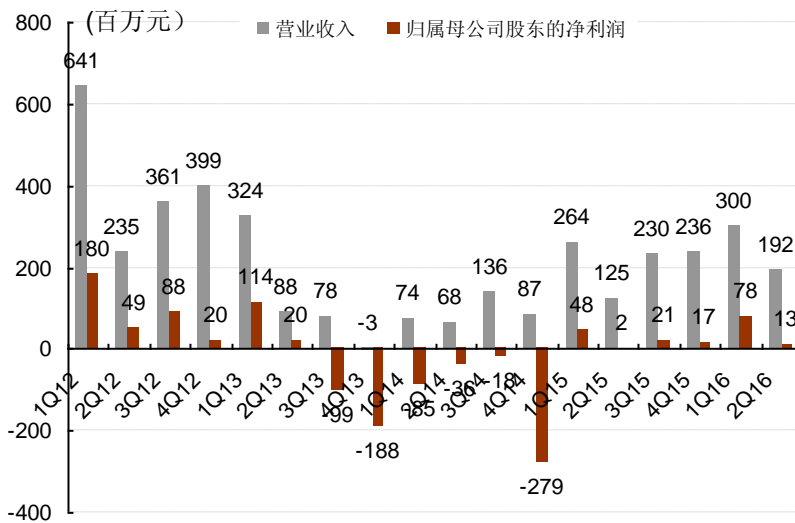
結論與建議：

水井坊 2016 年上半年實現純利 9112 萬元，同比增加 82%。公司經過自身內部的積極調整擺脫了虧損的局面，但庫存壓力仍大，預計業績恢復到前期水準仍需時日。目前公司股價對應 2017 年動態 P/E 為 36 倍，估值偏高，給予持有評級。

- 2016 年上半年公司實現營收 4.93 億元，同比增長 27%；實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 9112 萬元，同比增長 82%，扣非後歸母淨利潤同比增長 71%；每股收益 0.1865 元。符合市場預期。上半年毛利率 74%，同比基本持平。公司採用全國布局戰略，省外地區是公司的銷售重點區域（河南、江蘇、湖南等），上半年省外營收額占比達到 80%。
- 分季度看，2Q 實現營收 1.92 億元，同比增長 54%；實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 1280 萬元，同比增長 512%。增速較 1Q 繼續加快。
- 水井坊屬濃香型白酒，目前重點打造臻釀 8 號（300 元價格段，與原主銷井臺裝的酒質差異不大，但價格低）和井臺裝（400 元-500 元價格段）兩大核心單品，營收占比約 80%。
- 公司在 2013 年和 2014 年業績連續虧損，2015 年扭虧實現微利，主要原因一是白酒行業經過三年調整，經銷商大量退出市場，管道庫存消化。二是公司對經營模式進行了改革，重點是將原有的銷售模式（即總代理制模式、扁平化分銷模式、與其他公司合作模式）逐步轉換為新的總代理模式——公司負責銷售前端管理，實現對售點的掌控和開拓，總代作為銷售服務平臺負責銷售後端包括訂單處理、物流、倉儲、收款等工作。三是改變定價策略，臻釀 8 號主打 300 元價格段，降低了公司原有產品的價格帶，性價比大大提升。
- 對比 2012 年公司的經營數據：營收達到 16.36 億元，歸母淨利潤達到 3.38 億元，白酒銷量 4386 萬千升，我們認為公司目前的業績水準距離此還有一段距離，而能否在較短的時間內恢復到 2012 年的水準，取決于去庫存的速度。根據公司 2015 年發布的年報，截至 2015 年底公司的白酒庫存量達到 23207 萬千升，同比僅下降 2%，同期嚴控白酒產量，產量同比下降 25%至 1974 萬千升，銷量同比增長 63%至 2702 萬千升。庫存量是銷量的 8.6 倍。
- 綜上，在業績基期低的背景下，預計公司 2016 年、2017 年分別實現淨利潤 1.83 億元（YoY+108%，EPS 為 0.37 元）和 2.19 億元（YoY+20%，EPS 為 0.45 元）。

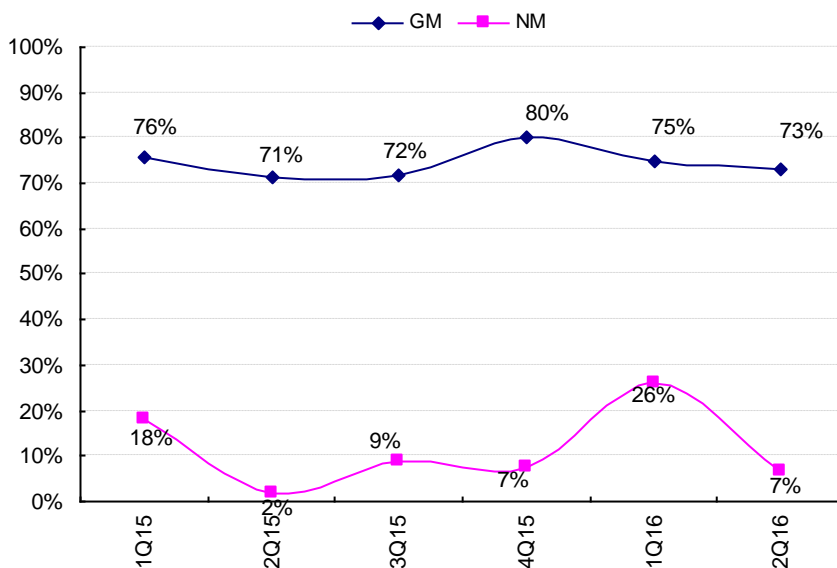
年度截止 12月31日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	338	-154	-418	88	183	219
同比增減	%	5.38	-145.47	172.50	-121.02	107.72	19.75
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.69	-0.31	-0.86	0.18	0.37	0.45
同比增減	%	5.38	-145.47	172.50	-121.02	107.72	19.75
市盈率(P/E)	X	23.33	-51.31	-18.83	89.58	43.12	36.01
股利 (DPS)	RMB 元	0.23	0.00	0.00	0.08	0.15	0.18
股息率 (Yield)	%	1.43	0.00	0.00	0.46	0.93	1.11

圖 1：水井坊分季度營收和淨利潤變動表 單位：百萬元



數據來源：公司公告，群益證券整理

圖 2：水井坊分季度毛利率和淨利潤率變動表 單位：%



數據來源：公司公告，群益證券整理

預期報酬(Expected Return；ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%) ; 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%) ; 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	486	365	855	985	1240
經營成本	146	116	211	258	340
營業稅金及附加	78	51	124	101	126
銷售費用	366	259	188	202	226
管理費用	183	185	164	190	260
財務費用	-4	-2	-3	-4	-4
資產減值損失	-3	62	63	21	10
投資收益	127			0	14
營業利潤	-153	-307	108	218	296
營業外收入	50	28	7	53	42
營業外支出	55	17	9	6	0
利潤總額	-159	-296	106	264	338
所得稅	-7	122	18	81	118
少數股東損益	2	0		0	1
歸屬於母公司所有者的淨利潤	-154	-418	88	183	219

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	253	108	364	684	1079
應收賬款	113	11	8	9	9
存貨	765	776	717	703	668
流動資產合計	1223	979	1185	1395	1756
長期股權投資	0	0	0	0	0
固定資產	518	490	460	464	474
在建工程	43	1	4	5	5
非流動資產合計	839	644	610	469	479
資產總計	2062	1622	1795	1864	2234
流動負債合計	336	321	506	556	584
非流動負債合計	93	95	8	8	8
負債合計	429	416	513	564	592
少數股東權益	8	0	0	0	0
股東權益合計	1624	1206	1281	1300	1642
負債及股東權益合計	2062	1622	1795	1864	2234

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	-441	-106	234	296	372
投資活動產生的現金流量淨額	140	-29	31	24	23
籌資活動產生的現金流量淨額	308	-6	0	0	0
現金及現金等價物淨增加額	7	-141	265	320	395

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。