

## 水井坊(600779.SH)

短期动销好于预期，长期看好 300-500 价

位带的发展机遇，重申“买入”

评级：**买入**

前次：**买入**

目标价(元)：**20.1**

分析师

联系人

胡彦超

范劲松

S0740512070001

fanjs@r.qizq.com.cn

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2016年09月21日

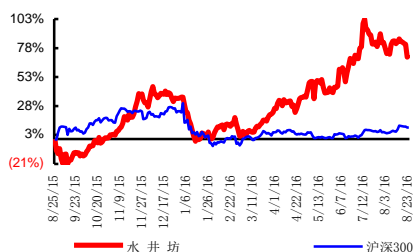
### 基本状况

总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
市价(元)	15.40
市值(百万元)	7520
流通市值(百万元)	7520

### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	364.87	854.87	1,104.4	1,406.8	1,698.6
营业收入增速	-24.8%	134.3%	29.0	27.38%	20.74%
净利润增长率	-162%	121.8%	151.9%	47.86%	28.75%
摊薄每股收益(元)	-0.82	0.18	0.45	0.67	0.86
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	—	70.75	32.58	22.04	17.12
PEG	—	0.58	0.21	0.46	0.60
每股净资产(元)	2.44	2.62	2.98	3.53	4.28
每股现金流量(元)	-0.22	0.48	0.56	0.66	0.82
净资产收益率	-33.8%	6.87%	15.24%	19.01%	20.15%
市净率	4.00	4.86	4.97	4.19	3.45
总股本(百万元)	488.55	488.55	488.55	488.55	488.55

### 股价与行业-市场走势对比

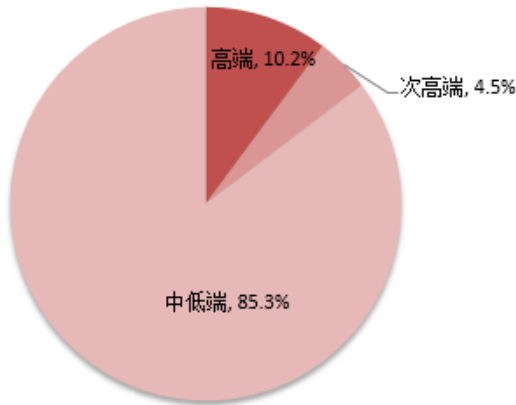


### 投资要点

- 核心观点：**我们认为，公司是短期白酒当中最值得参与的投资标的。短期动销好于预期，三季度可实现 40% 以上的增长；长期看好 300-500 价位带的发展机遇，公司充分受益；新管理层步步为营的稳健经营方式为公司未来三年实现 15% 以上的增长注入强心剂，公司股价近期的回调提供了买入良机。
- 中秋动销好于预期，三季度可实现 40% 以上的增长。**近日我们调研了水井坊四川、江苏、上海等地的经销商，四川依旧保持较好的增长势头，江苏地区增长超出经销商预期，同比增速可达 50% 以上，全年有望实现 1.8 亿元；上海地区去年实现营收近 5000 万元，今年 1-8 月份保持 40-50% 的增长，中秋前二十天同比增长 50% 以上，全年有望实现 7000-8000 万的营收。结合湖南等地的情况，我们认为公司中秋动销好于预期，三季度可实现 40% 以上的增长。
- 长期看好 300-500 价位带的发展机遇，公司迎来发展良机。**我们认为 300-500 价位带的产品具备较高的门槛，300-500 价位带的产品比较迎合商务消费以及婚宴市场。白酒行业消费升级趋势明显，推动千亿市场规模的 100-300 元产品消费逐步升级，假定有 20% 的 100-300 元产品消费升级至 300-500 元，次高端酒的市场规模将提升近 1 倍。目前次高端白酒市场占比仅为 4.5%，具备高弹性，2015 年增速普遍达到 30% 以上，在消费升级以及高档酒景气度持续回升的前提下，我们认为此价位带是上有拉力，下有消费升级的推力，次高端 300-500 元产品有望迎来放量良机，公司的核心产品臻酿八号和井台瓶有望持续受益。
- 看好公司管理层步步为营的稳健经营方式，公司未来三年实现 15% 以上的增长确定性高。**公司外资背景，经营稳健，新任的总经理和销售总经理均来自于嘉士伯，具备较好的销售业绩，秉持一贯的多做少说的工作作风，潜移默化的在对水井坊进行改革。我们渠道了解到，公司总经理和销售的总经理经常跑一线

- 来指导工作，目前价格混乱的问题逐步解决，大多区域库存控制在1个月左右，核心市场的门店以及品鉴会均在潜移默化的推进。我们认为成功的改革是潜移默化的，而不是大张旗鼓的。公司的经营作风稳健，身体力行，核心管理层利益诉求一致（达到未来3年公司收入和净利润增长15%有递延奖金），未来三年实现15%以上的增长确定性高。

图表 1: 次高端 300-500 元市场占比仅为 4.5%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 2: 2015 年次高端产品增速普遍达 30% 以上

产品	零售价 (元/瓶)	2015年增速
飞天茅台	900	8%
普通五粮液	729	3%
国窖1573	659	100%
水井坊-井台	358	40%
剑南春	350	30%
洋河天之蓝	318	15%
水井坊臻酿8号	300	400%
汾酒青花瓷20年	280	40%
古井年份原浆5年	132	15%
洋河海之蓝	129	15%
口子窖6年	129	15%

来源: 京东商城、中泰证券研究所

- 诉讼事件短期利空出尽，近期回调提供买入良机。近期成都铸信地产开发有限公司要求水井坊索赔 2.18 亿元，两者争议点集中在土地容积率方面，我们认为原告陈述存在过于利己嫌疑，诉讼胜率不高。目前该诉讼事件已被市场消化较为充分，短期利空因素基本出尽，中报业绩加速以及中秋动销持续向好更加体现公司扎实的基本面，现价建议积极布局。
- 综合而言，臻酿八号目前处于高速成长期，2013-2016 年公司在广告投入、品鉴会宣传、渠道体系（扁平化）以及经销商团队建设方面处于持续加大投入阶段，我们认为前期投入带来的红利可在未来 2-3 年逐步释放。臻酿八号目前基数小，新品增速快，未来收入有望突破 10 亿元。即未来三年保持年均复合增速 35% 以上。在公司营销战略以及渠道架构大幅调整的背景下，井台瓶也有望在未来三年实现 10% 以上的增长。
- 投资建议：目标价 20.1 元，维持“买入”评级。整体来看，我们看好大单品臻酿 8 号在未来 2-3 年可实现加速放量增长。根据盈利预测，预计 2016-2018 年公司分别实现净利润 2.22、3.28、4.22 亿元，同比增长 151.89%、47.86%、28.75%，对应 EPS 为 0.45、0.67、0.86 元。参考可比公司的估值水平以及公司历史市盈率，看好公司大单品未来高成长潜力，给予目标价 20.1 元，对应 2017 年 30xPE，维持“买入”评级。
- 风险提示：打压三公消费力度继续加大、中高端酒动销不及预期、食品安全事件风险。

**图表 3：水井坊财务预测三张表（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	486	365	855	1,104	1,407	1,699
增长率	-70.31%	-24.9%	134.3%	29.2%	27.4%	20.7%
营业成本	-146	-116	-211	-277	-344	-411
% 销售收入	30.1%	31.9%	24.7%	25.1%	24.4%	24.2%
毛利	340	248	644	827	1,063	1,288
% 销售收入	69.9%	68.1%	75.3%	74.9%	75.6%	75.8%
营业税金及附加	-78	-51	-124	-160	-203	-245
% 销售收入	16.0%	14.0%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
营业费用	-366	-259	-188	-243	-283	-329
% 销售收入	75.4%	71.0%	22.0%	22.0%	20.1%	19.4%
管理费用	-183	-185	-164	-158	-190	-221
% 销售收入	37.6%	50.8%	19.2%	14.3%	13.5%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	-287	-247	168	266	387	492
% 销售收入	-59.1%	-67.7%	19.7%	24.1%	27.5%	29.0%
财务费用	4	2	3	10	16	24
% 销售收入	0.7%	0.4%	0.3%	0.9%	1.2%	1.4%
资产减值损失	3	-62	-63	-9	-8	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	127	0	0	0	0	0
% 税前利润	-80.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-153	-307	108	267	395	510
营业利润率	-31.6%	-84.3%	12.7%	24.2%	28.1%	30.0%
营业外收支	-5	5	-2	0	0	-1
税前利润	-159	-303	106	267	395	509
利润率	-32.7%	-82.9%	12.4%	24.2%	28.1%	30.0%
所得税	7	-100	-18	-46	-68	-87
所得税率	—	-33.1%	16.9%	17.2%	17.2%	17.2%
净利润	-152	-403	88	222	328	422
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-154	-403	88	222	328	422
净利率	-31.6%	-110.4%	10.3%	20.1%	23.3%	24.8%

资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	253	108	364	658	990	1,387
应收账款	158	58	72	115	166	209
存货	765	776	717	683	716	765
其他流动资产	47	35	32	38	39	42
流动资产	1,223	979	1,185	1,494	1,911	2,403
% 总资产	59.3%	60.3%	66.0%	73.9%	81.0%	85.8%
长期投资	29	27	18	18	18	18
固定资产	561	494	464	409	356	306
% 总资产	27.2%	30.5%	25.8%	20.2%	15.1%	10.9%
无形资产	116	96	63	34	7	7
非流动资产	839	644	610	527	447	396
% 总资产	40.7%	39.7%	34.0%	26.1%	19.0%	14.2%
资产总计	2,062	1,622	1,795	2,021	2,358	2,800
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	280	352	383	414	434	458
其他流动负债	56	56	123	146	190	228
流动负债	336	409	506	560	623	685
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	93	20	8	8	8	8
负债	429	429	513	567	631	693
普通股股东权益	1,624	1,193	1,281	1,454	1,726	2,107
少数股东权益	8	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,062	1,622	1,795	2,021	2,358	2,800

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	-0.314	-0.825	0.180	0.454	0.671	0.864
每股净资产(元)	3.325	2.443	2.623	2.976	3.534	4.312
每股经营现金净流(元)	-0.902	-0.217	0.479	0.595	0.686	0.845
每股股利(元)	2.010	2.000	1.800	0.100	0.120	0.150
回报率						
净资产收益率	-9.45%	-33.75%	6.87%	15.24%	18.98%	20.03%
总资产收益率	-7.45%	-24.83%	4.90%	10.96%	13.90%	15.07%
投入资本收益率	-20.31%	-31.10%	15.53%	28.34%	44.61%	58.11%
增长率						
营业总收入增长率	-70.31%	-24.88%	134.29%	29.20%	27.38%	20.74%
EBIT增长率	-154.98%	13.95%	167.99%	58.48%	45.31%	27.20%
净利润增长率	-145.47%	-162.29%	121.84%	151.89%	47.86%	28.75%
总资产增长率	-22.27%	-21.31%	10.64%	12.62%	16.64%	18.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.1	59.5	2.4	7.0	8.0	8.0
存货周转天数	2,494.4	2,431.7	1,358.8	900.0	760.0	680.0
应付账款周转天数	697.3	456.5	193.1	180.0	170.0	160.0
固定资产周转天数	388.7	504.5	202.8	143.1	98.4	70.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.49%	-9.07%	-28.43%	-45.23%	-57.35%	-65.84%
EBIT利息保障倍数	80.0	153.7	-59.3	-26.1	-23.5	-20.7
资产负债率	20.83%	26.43%	28.60%	28.06%	26.77%	24.75%

现金流量表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-152	-403	88	222	328	422
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	99	99	39	35	30
非经营收益	-177	87	-68	0	0	1
营运资金变动	-145	111	115	30	-28	-40
经营活动现金净流	-441	-106	234	291	335	413
资本开支	83	23	-22	-53	-56	-57
投资	226	0	0	0	0	0
其他	-3	-6	9	0	0	0
投资活动现金净流	140	-29	31	53	56	57
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	427	0	0	0	0	0
其他	-119	-6	0	-50	-59	-73
筹资活动现金净流	308	-6	0	-50	-59	-73
现金净流量	7	-141	265	293	332	397

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。