



2017-03-13

公司点评报告

买入/首次

水井坊 (600779)

目标价: 30

昨收盘: 23.95

食品饮料 饮料制造

水井坊：白酒领涨新龙头的未来空间

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	489/489
总市值/流通(百万元)	11,701/11,701
12个月最高/最低(元)	24.88/11.50

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

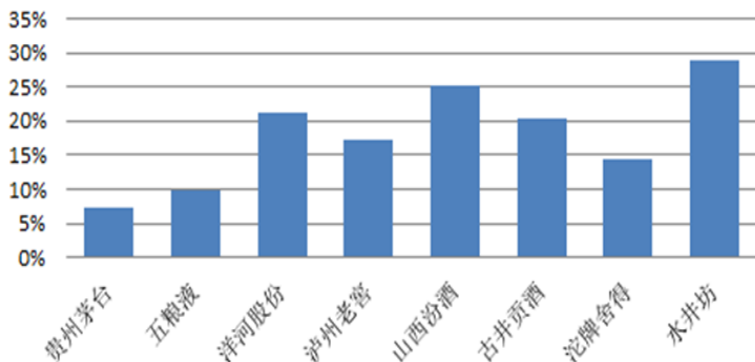
执业资格证书编码: S1190517030002

在近期行业景气复苏和消费升级的双重推动下, 主流白酒公司的销售和利润快速恢复, 业绩出现较好的增长。在当前的震荡市下, 在估值提升、业绩增长的双重刺激下, 白酒板块大幅上涨, 出现了市场越不确定, 白酒股越强势的状况。

水井坊成节后白酒上涨新龙头

近期, 水井坊成为白酒上涨龙头, 2月份以来, 上涨接近30%, 市值达到120亿, 距离12年股价31元的高点, 还有24%的空间。

图表1: 主流白酒二月份至今涨幅对比

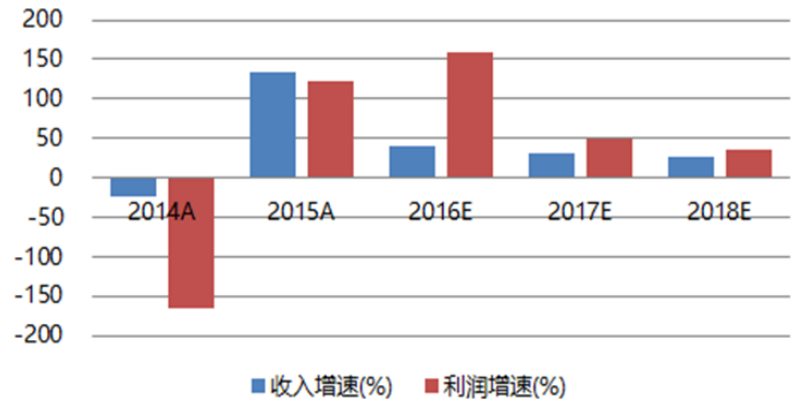


资料来源: WIND, 太平洋证券整理

持续高增长是上涨的基础: 15年, 公司收入8.55亿, 增长1.34倍, 净利润由上年的亏损到盈利0.88亿。2016年, 收入增40%左右, 达到12亿左右, 净利润同比增长160%左右。水井坊股价的加速上涨也是开始于1月24号公司的业绩预增公告。市场预期, 2017年、2018年公司的收入和利润能继续保持30%左右的增长。

我们以2016年公司约12亿收入和2亿利润为基础, 选取公司2017年、18年市场一致的预期, 两年后收入20亿, 利润4.2亿。则持续高增长的公司给予较高的估值是可以接受的, 考虑到业绩的确定性, 当前120亿的市值, 对应18年接近30倍的估值, 作为一个成长股定位, 也未尝不可。

图表 2：2014 年至今水井坊收入、利润增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

股价继续上涨还有没有空间？

当前，很多人可能会思考这样一个问题，水井坊股价如果继续上涨，空间来自于哪里？股价创新高是否可能？

我们看 2012 年 7 月股价高点时的情况，股价最高点为 31 元，市值 151 亿。对应的 2012 年收入 16.36 亿，净利润 3.39 亿，较 2011 年增长 10.4% 和 6%，净利润率为 20.7%。而 12 年的半年报，收入利润同比增长 32.7% 和 45.6%，净利润率为 26%。由于股价的高点在当年 7 月，盈利和销售的高峰也在上半年，我们参考 2012 年上半年的数据比较有参考意义。

PE 还有没有提升空间？

我们把当前类比 12 年上半年行业景气度最高的时候，则 17、18 年收入 30%，利润 35% 之上的增长基本可以相对应。最高点股价 31 元对应的 12 年 0.7 元的 EPS 为 44 倍，对应 11 年 0.66 元的 EPS 为 47 倍。

如果考虑到 2012 年中报水井坊的高增长，对应 0.47 元的 EPS，在当时市场对公司的盈利预测一定是乐观的，参考我本人及其他同行，在当时对水井坊 12 年的业绩预测为 0.9 元左右，对应 26% 的净利润率，我们参考当时市场对公司的盈利一直预测，则股价高点 31 元对应的 PE 为 35 倍。

综合实际业绩和乐观时市场的一直预期，EPS 为 0.7 和 0.9 元，对应的 PE 为 44 和 35 倍。

我们将 2017 年类比 2012 年上半年的情况，当前市场对 17 年的业

绩预测为 0.65 元，如果估值给 35-45 倍区间，则对应的股价为 22.75-29 元，当前股价为 25 元，处在相对的高点区间。说明当前的股价已经充分反映了对公司的较高估值，估值继续提升的空间有限。

图表 3：2011 年至今水井坊股价、PE 线型图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

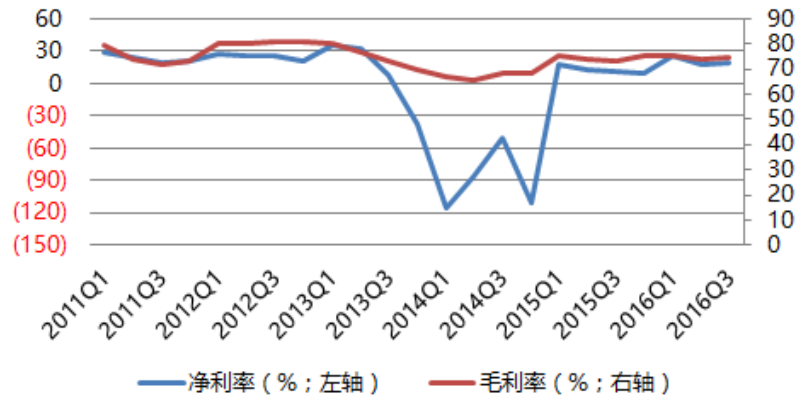
那么，公司的业绩是不是没有充分反映，EPS 是不是有提升空间？进而股价可以继续上升？

EPS 能否继续上升？

每股收益的提升，主要来自于净利润率的提高。2012 年全年真实的净利润率为 20.7%，半年报最好的时候净利润率为 26%，和市场的乐观预期对应的全年的净利润率相吻合。

我们假设 2017 年收入在 16 亿的情况下，净利润率为 20.7% 和 26%，对应的净利润分别为 3.3 亿和 4.16 亿，则 EPS 为 0.68 元和 0.85 元。20.7% 的净利润率基本对应相对当前市场一直预期的 EPS，在乐观的 26% 的净利润情况下，公司 2017 年的 EPS 能达到 0.85 元，接近 2012 年市场对公司 0.9 元的乐观预测。

图表 4：2011 年以来水井坊净利率、毛利率线型图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

如果公司 2017 年的 EPS 达到 0.85 元，则显出超过当前一致预期的 0.65 元，则是一种超预期，当前的估值就从 38 倍下降到 29 倍，估值并没有明显的高估。乐观的 35 倍的 PE 就可以对应 30 元的股价。

还有一种可能，就是今年公司的收入超过 16 亿，达到 17 或更高的水平，则业绩可能会超预期，估值下降，股价再超预期。但考虑到 16 亿的收入预测，相对于 16 年增长 38%，在基数已经提高的情况下，收入再超预期的可能性较小。

下半年有望站稳 30 元

通过前面对公司估值和盈利的不同情境的分析，考虑到当前市场对高增长、有业绩、消费股的偏好，市场对公司的估值当前甚至更高的溢价都是可能接受的。水井坊的股价完全有可能超过 30 元，在相对乐观的假设前提下，公司今年股价的高点完全有可能超过 30 元。如果市场对 2018 年公司收入接近 30% 的增长，利润超过 30% 的增长的预期达成共识，则股价就能站稳 30 元，2018 年给 30 倍 PE，在 26% 的净利润率下，对应 156 亿的市值，对应 32 元股价。

结论：净利持续大幅上涨后，市场对水井坊的看好预期基本一致，当前 25 元的股价对应偏乐观的语气，但参考历史情况，公司的股价可以站稳 30 元，从今年看到股价高点，还有 20% 的空间。

水井坊带来的影响：古井贡酒、沱牌舍得、金种子酒等市值还有较大提升空间

水井坊的大幅上涨，如果股价稳定在 30 元，市值在 150 亿左右，那么对应的 PE 和 PS 为 48 倍和 10 倍。那么 100 亿市值之下的白酒公司只剩下沱牌舍得、伊力特、金徽酒、金种子酒和酒鬼酒。

上述公司今年也都会有相对较高的增长，或出现经营的拐点。因

此，水井坊的上涨势必带动这些小市值公司的上涨。考虑到基本面和估值，如果水井坊的估值体系得到支撑，那么沱牌舍得、伊力特、金辉酒、金种子和酒鬼酒股价都有空间。

对于两百多亿的古井贡酒、口子窖等，也会带来估值的提升。古井贡酒 15% 左右的增长，但当前的 PE 不到 30 倍，PS 为 3.7；口子窖接近 20% 的增长，对应的 PE 为 22 倍，PS 为 6.4。如果水井坊的市值得到支撑，那么古井和口子窖从 PS 和 PE 的角度看，市值也有较大提升空间。

风险提示：

如果市场风格发生变化，估值体系重构，则可能会出现调整，当然，在今年这种情况很难发生。

■ 主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	854.87	1,162.62	1,534.66	1,964.37
增长率 (%)	134.29%	36%	32%	28%
净利润(百万元)	87.97	206.01	309.02	417.17
增长率 (%)	121.84%	134.17%	50%	35%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.42	0.63	0.86
基准股本(百万股)	488.55	488.67	488.67	488.67
PE	133	57	38	28

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。