

2018年6月26日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

62

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2018/6/25)	50.56
上证指数(2018/6/25)	2859.34
股价 12 个月高/低	54.86/23.77
总发行股数(百万)	488.55
A 股数(百万)	488.55
A 市值(亿元)	247.01
主要股东	四川成都水井坊集团有限公司(39.71%)
每股净值(元)	3.55
股价/账面净值	14.24
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	6.7 17.1 102.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

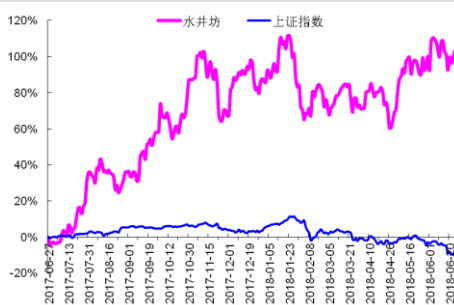
产品组合

高档白酒	93.94%
中低档酒	3.29%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.1%
一般法人	39.7%

股价相对大盘走势



水井坊(600779.SH)

BUY 买入

实际控制人拟增持不超过 20%股权

结论与建议:

**事件概述:** 公司发布公告, 实际控制人帝亚吉欧计划向除四川成都水井坊集团及 Diageo Highlands Holding B.V. (帝亚吉欧全资间接子公司, 本次收购主体) 以外公司股东要约收购公司不超过 20.29% 股权, 要约价格为 62 元/股, 较 6 月 25 日收盘价溢价 22.6%, 邀约收购所需资金来源于收购人自有及自筹, 另外, 公告称本次要约收购不以终止水井坊上市地位为目的。

在本轮行业景气向上的驱动下, 公司业绩彰显出较大向上弹性, 过去三年业绩增长强劲。以要约价计算, 公司 2018-2019 年 PE 将分别达 50 倍、35 倍, 估值处于较高水准, 反映出外资股东对于中国白酒行业及公司未来增长的信心, 另外, 控制权提升也将助力帝亚吉欧中国市场版图扩张。

■ **帝亚吉欧将获得绝对控制权:** 帝亚吉欧为全球领先的高档酒业集团, 目前在纽交所 (代码 DEO) 及伦交所 (代码 DGE) 上市, 业务横跨蒸馏酒、葡萄酒和啤酒三大类, 拥有一系列顶级酒类品牌, 经营范围覆盖全球 180 多个国家和地区。2005 年, 帝亚吉欧开始以股权收购的方式获取公司股权, 及至 2013 年, 成为公司实际控制人, 当前持股比例为 39.71%。以要约上限来算, 本次股权收购完成后, 帝亚吉欧持股比例将达 60%。

■ **行业景气驱使业绩高速增长:** 2012 年前后受塑化剂风波和限制三公消费影响, 公司净利润大幅下降, 2013-2014 年间出现净利润为负的情况, 2015 年起, 受益中高端白酒行业景气复苏, 辅以公司经营管理改善, 公司业绩大幅改善。2017 年全年实现营收 20.5 亿, 同比增 74%, 实现净利润 3.4 亿, 同比增 53%, 2018Q1 受益春节因素, 公司业绩表现靓丽, 实现净利润 1.6 亿, 同比增 68%。

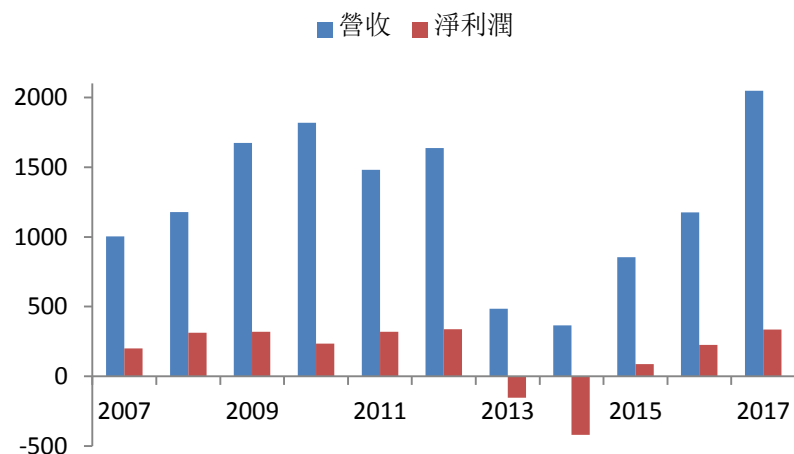
■ **扩张加码, 18 年高增长可期:** 1) 产能方面, 目前公司拥有设计产能 7678 千升, 6 月 3 日公司与邛崃市政府签订投资协议, 计划在邛崃建设酿造基地、包装中心、仓储物流等一些产业链设施, 产能扩建叠加需求端保持旺盛, 公司未来利润规模有望不断扩大。2) 管道方面, 公司门店扩张迅速, 2017 年销售终端达 2 万多家, 核心市场渗透深化, 2017 年省外营收 17.8 亿, 同比增 80%。另一方面, 公司分销模式逐渐向新型总代模式转变, 强化对销售前端管理, 总代负责销售后端, 公司对终端掌控能力加强。3) 品牌方面, 优化产品结构, 着重发展中高端产品, 强化核心单品 (典藏大师版、井台、臻酿八号) 影响力, 2017 年高档白酒营收 19 亿, 同比增 72%。目前, 公司动销两旺, 在行业景气不变的情况下, 2018 年业绩高增长可期。

■ **盈利预测:** 综上, 预计公司 2018、2019 年分别实现净利润 6 亿元和 8.76 亿元, 同比增 80% 和 45%, EPS 分别为 1.23 元和 1.8 元, 当前股价对应 PE 分别为 41 倍、28 倍, 予以买入评级。

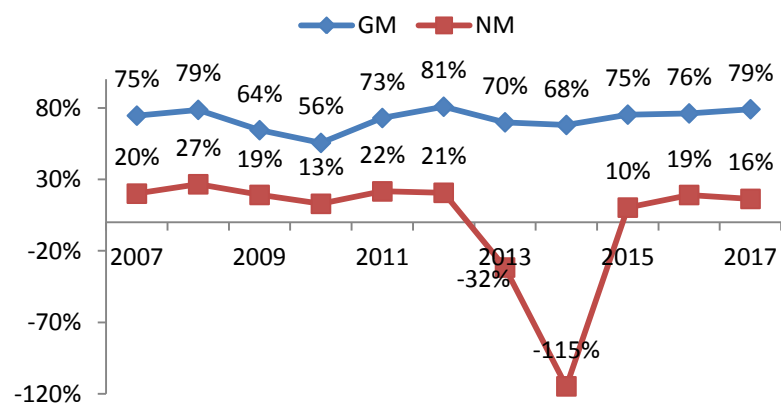
■ **风险提示:** 行业景气下行, 公司产品动销不及预期, 食品安全问题

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	88	225	335	603	876
同比增减	%	-	155.52	49.24	79.60	45.41
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.18	0.46	0.69	1.23	1.79
同比增减	%	-	155.52	49.24	79.60	45.41
市盈率(P/E)	X	280.78	109.88	73.63	41.00	28.19
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	0.46	0.62	0.55	0.81
股息率 (Yield)	%	0.15	0.91	1.23	1.10	1.60

**图：水井坊营收及净利润情况 单位：百万元**


资料来源：公司公告，群益金鼎证券

**图：水井坊毛利率及净利率情况**


资料来源：公司公告，群益金鼎证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	855	1176	2048	3318	4878
经营成本	211	280	429	680	1000
营业税金及附加	124	155	301	517	760
销售费用	188	250	551	976	1435
管理费用	164	181	226	354	521
财务费用	-3	-6	-11	-12	-15
资产减值损失	63	58	107	13	13
投资收益				7	7
营业利润	108	258	446	804	1171
营业外收入	7	13	1	3	3
营业外支出	9	3	30	0	0
利润总额	106	268	417	808	1175
所得税	18	44	82	205	298
少数股东损益				0	0
归属于母公司所有者的净利润	88	225	335	603	876

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
货币资金	364	725	1030	1793	2524
应收账款	8	17	82	86	90
存货	717	803	920	874	831
流动资产合计	1185	1595	2104	2753	3445
长期股权投资					0
固定资产	460	436	417	438	460
在建工程	4	8	28	30	33
非流动资产合计	610	609	685	753	829
资产总计	1795	2204	2789	3506	4274
流动负债合计	506	725	1191	1203	1215
非流动负债合计	8	9	18	18	19
负债合计	513	734	1209	1221	1234
少数股东权益					
股东权益合计	1281	1470	1580	1912	2394
负债及股东权益合计	1795	2204	2789	3506	4274

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	234	382	611	996	1463
投资活动产生的现金流量净额	31	-205	138	100	-244
筹资活动产生的现金流量净额		-37	-225	-332	-488
现金及现金等价物净增加额	265	141	525	763	732

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。