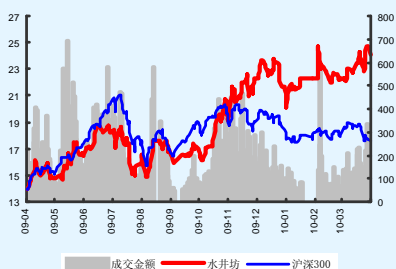


水井坊（600779）一季报点评

——业绩增长超预期，要约收购带来股价安全边际

基本数据	2010-04-26
收盘价（元）	23.32
市盈率	26
市净率	7.11
股息率（分红/股价）	-
每股净资产（元）	3.28
资产负债率%	43.25%
总股本（亿股）	4.89
流通A股（亿股）	2.95
流通A股市值（亿元）	68.79

一年内股价走势：



相关研究：

1. 《水井坊年报点评：地产仍可保障业绩，Diageo 入主有望带来新的发展》2010-04-02
2. 《水井坊三季报点评：高端酒销售未见起色，全年业绩看地产》2009-11-02
3. 《水井坊半年报点评：高端白酒销售下滑，地产将保障全年业绩》2009-09-01
4. 《水井坊调研简报：蓉上坊楼盘二期热销》2009-07-08

研究员：陈荣新

电话：020-37865152

EMAIL: chenrx@wlzq.com.cn

报告日期：2010-04-27

事件：公司4月27日公布2010年一季报。一季度实现营业收入4.27亿元，同比增长58.2%，归属于股东的净利润为1.07亿元，同比增长11.1%，每股收益0.22元。

投资要点：

- **1. 业绩增长超出市场预期。**一季度公司营业收入4.27亿元，同比增长58.2%，超出市场预期，初步显示出了销售体系改革带来的积极效果，我们看好上市公司和Diageo的合作进展。
- **2. 营业成本上升和期间费用增加拖累了利润增幅。**公司一季度营业收入同比上升58.2%，而净利润增幅只有11.1%，主要是受到营业成本上升和费用大增幅增加的拖累。一季度，公司营业成本同比上升133.0%，主要是因为产品销售结构调整后毛利率较低的低档白酒占比增加；此外，营业税金及附加同比大幅度上升180.3%，销售费用同比上升72.3%也拖累了利润。营业税金及附加增幅较大也显示了消费税改革的影响开始显现。
- **3. Diageo入主尚待批复，要约收购带来股价安全边际。**2010年3月1日Diageo与成都盈盛签订了股权转让协议，受让其持有的4%的全兴股权。该股权转让事宜尚需相关部门批准，预计其过程约需3-6个月，如获批将触发对流通股股东的要约收购义务，收购价格为21.45元/股，从而给股价带来安全边际。
- **盈利预测：**Diageo实际入主要到下半年，其带来的效果尚需观察。维持公司盈利预测，预计10-12年每股收益分别为0.90、1.15和1.48元，对应PE为26倍、20倍和16倍。我们对公司按业务分部估值，10年白酒EPS为0.70元，给予25倍PE，合理估值为白酒业务17.5元；房地产业务10年EPS为0.20元，房地产按20倍PE，合理估值为4元，加总合理股价为21.5元；考虑Diageo入主获批可能带来的股价上涨催化剂，维持“增持”评级。

表1: 2010年一季度报分析

单位 (百万元)	单季度数据					QOQ	YOY	万联评论
	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010			
营业收入	270.21	170.42	404.27	828.60	427.55	-48.4%	58.2%	产品销售增长较大
营业成本	43.65	68.27	106.12	377.25	101.74	-73.0%	133.0%	产品销售结构中, 毛利率较低的低档酒占比增加
毛利	226.55	102.15	298.15	451.35	325.82	-27.8%	43.8%	
营业税金及附加	15.26	26.35	47.40	104.48	42.76	-59.1%	180.3%	
%营业收入	5.6%	15.5%	11.7%	12.6%	10.0%		77.1%	消费税影响开始显示
销售费用	59.06	43.21	153.70	42.34	101.75	140.3%	72.3%	
%营业收入	21.9%	25.4%	38.0%	5.1%	23.8%		8.9%	促销费用投入增加
管理费用	27.28	18.38	18.90	34.77	28.87	-17.0%	5.8%	
%营业收入	10.1%	10.8%	4.7%	4.2%	6.8%		-33.1%	
财务费用	0.12	-0.00	-0.60	-0.82	-0.94	13.8%	-899.3%	
%营业收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%			
资产减值损失	-0.56	4.63	0.87	10.88	1.15			
投资收益	0.36	5.01	7.22	1.76	7.93	350.7%	2130.8%	本期有股权转让收益
营业利润	125.74	14.60	85.10	261.45	160.14	-38.7%	27.4%	
营业外收入	8.17	0.18	0.52	4.10	0.05		-99.4%	
营业外支出	0.03	0.03	0.20	0.10	0.02		-18.8%	
利润总额	133.88	14.76	85.41	265.44	160.17	-39.7%	19.6%	
所得税	37.04	8.18	36.66	98.50	52.37	-46.8%	41.4%	
净利润	96.84	6.58	48.75	166.94	107.80	-35.4%	11.3%	
少数股东权益	0.13	0.15	0.06	-1.78	0.39	-122.2%	205.3%	本期合并范围增加所致
归属股东的净利润	96.71	6.43	48.69	168.72	107.40	-36.3%	11.1%	
总股本	488.55	488.55	488.55	488.55	488.55			
每股收益摊薄 (元)	0.20	0.01	0.10	0.35	0.22	-36.3%	11.1%	
财务比率								
毛利率	83.8%	59.9%	73.7%	54.5%	76.2%	39.9%	-9.1%	销售结构变化所致, 高端酒毛利率变化不大
营业利润率	46.5%	8.6%	21.0%	31.6%	37.5%	18.7%	-19.5%	
净利率	35.8%	3.8%	12.0%	20.4%	25.1%	23.4%	-29.8%	
经营性现金流	62.26				0.48		-99.2%	
应收账款	83.76	76.36	110.73	67.08	80.57	20.1%	-3.8%	
预收账款	627.50	992.69	1197.82	739.81	722.67	-2.3%	15.2%	

资料来源: 公司季报, 万联证券

风险提示:

全兴集团股权转让事宜没有获得商务部批准。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责声明：

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。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征价。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。本报告版权归万联证券所有，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。