

白酒
署名人: 张镭
S0960209060260
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn
参与人: 柯海东
S0960110080062
kehaidong@cjis.cn
0755-82026712

水井坊

600779

推荐

扩产能，五年再造4个水井坊

水井坊昨天召开临时股东大会审议通过了1月29日提出的投资22.83亿元，力争五年内在四川邛崃建成年产2.8万吨的基酒酿造设施、10万吨的储酒设施，年包装2万吨酒类产品的包装设施，十年内使项目实现年收入41亿元。

投资要点:

- **投资22.83亿元扩充2.8万吨的基酒产能，使产能增长400%+**。公司现有2万吨储酒，其中40%~45%可以用来勾兑水井坊高档酒。而且水井坊的产能约为5000-6000吨，公司为规避外资禁止控股中国名酒的法规，剥离掉全兴酒业，并未影响到水井坊的产能。公司计划再投资22.83亿元在中国最大的原酒基地邛崃扩充2.8万吨的基酒产能。根据我们的前期调研，邛崃的地理环境酿造浓香型白酒具天然的成本优势，出酒率可达48%，优质品率可达30%+，也吸引了金六福这样的白酒巨头落户。根据公司规划，投资在5年内完成，将使公司产能增长400%+。项目的资金来源是公司将自筹8.03亿元，借款14.8亿元，公司当前资产负债率为43%，但其中29%为预收帐款，预计投资对公司财务费用影响不大。
- **规划十年内增加年销售收入41亿元，年利润总额7.8亿元**。根据规划，扩充产能在第十年正常运作后，收入、利润总额分别达41亿，7.8亿元，是现在的4倍。
- **品牌期待恢复强势，结构有望借机完善**。水井坊是当前公司主要的收入及利润来源，但近年来品牌力有所下滑，同时公司的产品结构完全集中于高档酒也不尽合理。公司借扩充产能，完善产品结构的举措也令人值得期待。
- **深度分销及扁平化运作提升公司渠道掌控力**。公司自2009年始加强KA渠道建设，进行深度分销，同时也在压缩渠道层级加大对二级经销商的扶持力度，力图提升渠道掌控力，为加强品牌，消化产能做准备，但短期来看，渠道策略仍需跟踪。
- **DIAGEO助力水井坊走向国际市场帮助消化产能**。随着中国文化走向世界，水井坊借势DIAGEO完善的销售网络进军海外市场，带来了较大的想象空间，当前扩充基酒产能，DIAGEO承诺在未来5~10年，在国际市场销售水井坊的规模达到1000~2000吨，将有助于帮助消化产能。
- **“推荐”投资评级**。维持公司10、11、12年实现EPS0.66、0.77、1.00元的盈利预测，DIAGEO拟增持母公司全兴集团股权触发了对公司的要约收购，收购价格为21.45元，公司股价具极强的安全边际，我们给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示**：宏观经济下行、DIAGEO收购审批通过时间不确定

12个月目标价: 23.10元

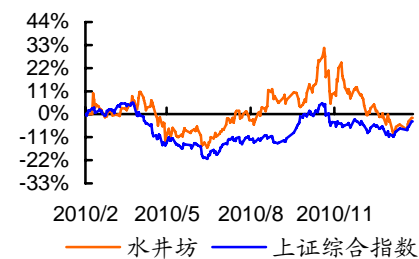
当前股价: 21.19元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2899.24
总股本(百万)	489
流通股本(百万)	295
流通市值(亿)	63
EPS(TTM)	0.58
每股净资产(元)	3.08
资产负债率	46.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
水井坊	-0.24	-18.69	-1.67
上证综合指数	3.87	-3.82	11.22



相关报告

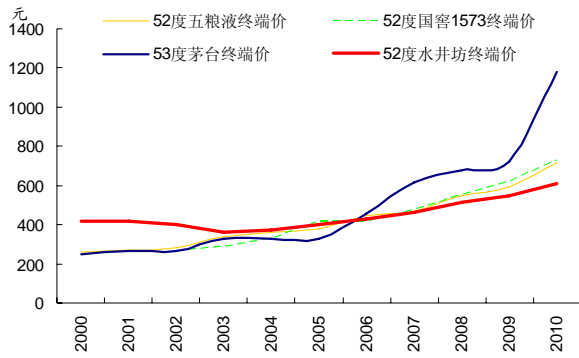
《水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候》2011-2-10

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	560	791	1234	1719
同比(%)	54%	41%	56%	39%
归属母公司净利润(百万元)	79	120	219	320
同比(%)	36%	51%	82%	46%
毛利率(%)	73.9%	72.2%	70.1%	69.3%
ROE(%)	10.5%	13.7%	20.0%	22.6%
每股收益(元)	0.26	0.40	0.72	1.06
P/E	67.16	44.49	24.40	16.67
P/B	7.05	6.09	4.87	3.77
EV/EBITDA	48	31	18	13

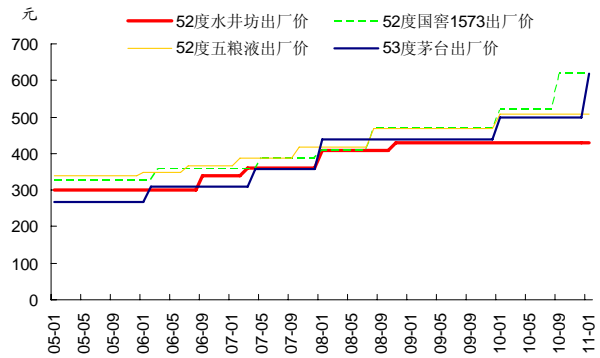
资料来源: 中投证券研究所

图 1 近十年高档白酒终端价情况



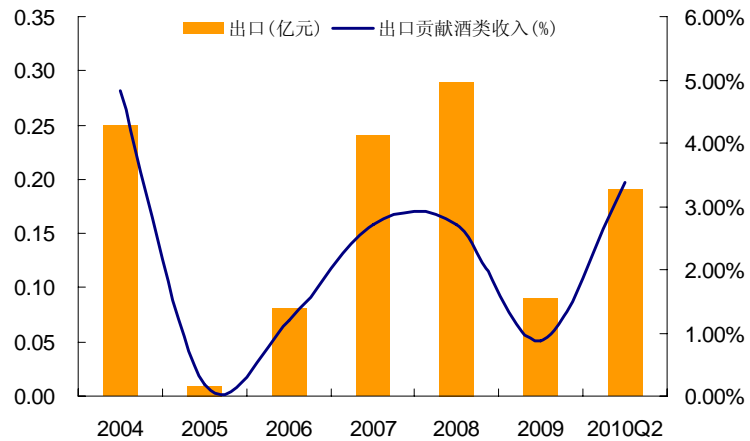
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 2 近五年高档白酒出厂价情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 水井坊出口收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 白酒企业的估值比较

公司	EPS				P/E				PS			PEG11
	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	10E	11E	12E	
水井坊	0.66	0.66	0.77	1.00	32.37	32.26	27.58	21.34	5.27	7.15	6.04	1.47
泸州老窖	1.20	1.50	1.99	2.55	33.33	27.40	20.67	16.16	11.02	8.60	6.65	0.66
五粮液	0.86	1.24	1.54	1.86	38.42	26.55	21.27	17.67	8.64	7.17	6.04	0.94
洋河股份	2.79	4.56	6.94	9.82	72.43	44.29	29.07	20.55	12.44	8.86	6.59	0.72
贵州茅台	4.57	5.58	7.61	9.41	38.42	31.49	23.09	18.66	14.49	11.02	9.11	0.77

资料来源：wind、中投证券研究所（注：水井坊、泸州老窖、洋河股份盈利预测来源于中投证券，其余来自wind）

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	788	1001	1322	1857	营业收入	560	791	1234	1719
现金	199	268	129	172	营业成本	146	220	370	527
应收账款	4	70	95	126	营业税金及附加	85	111	173	241
其他应收款	66	28	43	60	营业费用	203	206	247	309
预付账款	70	11	18	26	管理费用	82	119	185	258
存货	448	595	998	1423	财务费用	9	7	-0	2
其他流动资产	2	30	38	49	资产减值损失	-28	0	0	0
非流动资产	503	541	580	631	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	77	60	60	60	投资净收益	12	4	6	9
固定资产	325	306	284	261	营业利润	75	133	267	390
无形资产	93	116	140	165	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	8	59	96	144	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1290	1543	1902	2488	利润总额	86	133	267	390
流动负债	534	657	799	1065	所得税	7	13	48	70
短期借款	190	0	0	72	净利润	79	120	219	320
应付账款	48	82	132	184	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	296	575	667	808	归属母公司净利润	79	120	219	320
非流动负债	0	10	9	8	EBITDA	108	169	295	420
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.26	0.40	0.72	1.06
其他非流动负债	0	10	9	8					
负债合计	534	667	807	1073	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	303	303	303	303	成长能力				
资本公积	760	760	760	760	营业收入	53.6%	41.2%	56.0%	39.3%
留存收益	-307	-187	32	352	营业利润	466%	77.7%	100%	46.4%
归属母公司股东权益	756	876	1095	1415	归属于母公司净利润	35.8%	51.0%	82.3%	46.4%
负债和股东权益	1290	1543	1902	2488	获利能力				
					毛利率(%)	73.9%	72.2%	70.1%	69.3%
					净利率(%)	14.2%	15.2%	17.7%	18.6%
					ROE(%)	10.5%	13.7%	20.0%	22.6%
					ROIC(%)	12.0%	23.6%	24.4%	26.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.4%	43.2%	42.5%	43.1%
					净负债比率(%)	35.81	0.00%	0.00%	6.74%
					流动比率	1.47	1.52	1.66	1.74
					速动比率	0.56	0.62	0.41	0.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.56	0.72	0.78
					应收账款周转率	13	15	12	12
					应付账款周转率	3.64	3.39	3.46	3.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.26	0.40	0.72	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	1.00	-0.22	0.15
					每股净资产(最新摊薄)	2.49	2.89	3.61	4.67
					估值比率				
					P/E	67.16	44.49	24.40	16.67
					P/B	7.05	6.09	4.87	3.77
					EV/EBITDA	48	31	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434