

公司评级

谨慎推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	48855
流通股本（万股）	29532
总市值（亿元）	118
流通市值（亿元）	71

公司股价走势图



相关报告

《水井古酒 期待新生-水井坊（600779）调研简报》

2011年2月22日

《通胀&升级 酒香四溢》

2010年12月28日

《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续—食品饮料4季度投资策略》

2010年10月8日

《白酒业绩喜人 旺季消费将启—食品饮料9月投资策略》

2010年9月1日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

品牌力重塑调整年
——水井坊（600779）半年报点评
事件：

公司发布 2011 年中报。

点评：

- **业绩概况。**2011 年 1-6 月，公司累计实现营业收入 6.6 亿元，同比下降 4.37%；营业利润 2.19 亿元，同比增长 21.12%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.59 亿元，同比增长 34.10%。每股收益 0.33 元。
- **产品结构调整 品牌向上延伸。**上半年，酒类收入 6.29 亿元，同比下降 7.94%，这主要是由上半年低端产品结构调整导致。公司中高端酒收入 5.85 亿元，同比增长 4.2%，品牌向上延伸。
- **出口收入翻番增长。**公司加强同帝亚吉欧合作，积极开拓国际市场，并取得一定成果。出口收入 3928 万元，同比增长 111.33%。
- **调整整合期，费用率上升。**报告期内，公司期间费用率上升 1.55 个百分点，至 33.42%，其中，管理费用率上升 1.18 个百分点。我们认为，2011 年是公司的调整整合年，费用率后续可能仍将保持高位。
- **帝亚吉欧收购一事尚在证监会审批中。**公司控股股东全兴集团之外方股东 Diageo Highlands Holding B.V. (DHHBV) 从成都盈盛投资控股有限公司受让全兴集团 4% 股权的审批申请及反垄断审查申请已获国家商务部批准，目前该事项正在中国证监会审批过程中。
- **邛崃名酒工业园扩展基酒产能，有利长远。**邛崃投资项目将扩大公司的基酒产能，公司出售全兴酒业后，水井坊的产量不足 1 万吨，投资项目实施后将新增年产基酒 2.8 万吨、储酒 10 万吨，年包装 2 万吨，这为公司未来发展奠定了基酒基础。

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,673	1,818	1,531	2,023
(+/-)	41.95%	8.64%	-15.79%	32.10%
营业利润	487	378	441	595
(+/-)	-0.36%	-22.45%	16.85%	34.79%
归属于母公司的净利润	321	235	331	446
(+/-)	2.19%	-26.57%	40.58%	34.79%
每股收益（元）	0.66	0.48	0.68	0.91
市盈率（倍）	37	50	36	26

- **盈利预测和评级。**我们下调公司 2011 年和 2012 年盈利预测，调整后预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.68 元和 0.91 元。我们将 2011 年定义为公司的“整合年”，公司品牌力重塑需要时间，维持公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**公司新品推广和渠道建设的不确定性；帝亚吉欧收购全兴集团股份的不确定性

图表 1：公司毛利率及费用率情况

	2,008	2,009	2,010	2010年中期	2011年中期	中期变动
毛利率	78.64%	64.43%	55.54%	69.75%	74.26%	上升4.51个百分点
销售费用率	19.79%	17.83%	18.78%	24.02%	24.06%	上升0.03个百分点
管理费用率	9.33%	5.94%	6.69%	8.40%	9.57%	上升1.18个百分点
财务费用率	-0.16%	-0.08%	-0.23%	-0.54%	-0.20%	上升0.34个百分点
期间费用率	28.95%	23.68%	25.23%	31.88%	33.42%	上升1.55个百分点

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 2：公司主要产品价格

产品	零售价
61度典藏版水井坊	880元
52度井台瓶水井坊	668元
天号陈	350元
菁翠	1400元
海上幻	60美元

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	117,891	167,350	181,816	153,110	202,260
增长率	17.43%	41.95%	8.64%	-15.79%	32.10%
减：营业税金及附加	10,620	19,348	19,373	16,842	22,249
销售费用	23,325	29,831	34,137	29,091	39,441
管理费用	10,995	9,934	12,160	12,249	16,181
财务费用	(186)	(131)	(425)	(153)	(202)
期间费用率	28.95%	23.68%	25.23%	26.90%	27.40%
资产减值损失	1,067	1,583	2,088	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,969	1,435	4,111	0	0
营业利润	48,863	48,689	37,760	44,122	59,471
增长率(%)	13.18%	-0.36%	-22.45%	16.85%	34.79%
加：营业外收入	1,027	1,296	2,342	0	0
减：营业外支出	1,108	36	131	0	0
利润总额	48,781	49,950	39,970	44,122	59,471
增长率(%)	12.97%	2.39%	-19.98%	10.39%	34.79%
利润率(%)	41.38%	29.85%	21.98%	28.82%	29.40%
减：所得税费用	17,136	18,038	16,838	11,030	14,868
实际税负比率(%)	35.13%	36.11%	42.13%	25.00%	25.00%
净利润	31,646	31,912	23,132	33,091	44,603
归属母公司所有者的净利润	31,368	32,056	23,539	33,091	44,603
增长率	55.87%	2.19%	-26.57%	40.58%	34.79%
净利润率(%)	26.84%	19.07%	12.72%	21.61%	22.05%
少数股东损益	278	(144)	(408)	0	0
总股本(万股)	48,855	48,855	48,855	48,855	48,855
每股收益(元)	0.64	0.66	0.48	0.68	0.91

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。