万联证券 WANLIAN SECURITIES

食品饮料行业

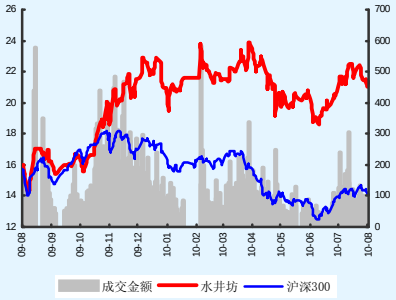
评级：增持

水井坊（600779）半年报点评

——业绩符合预期，和 Diageo 合作带来超常规发展的期待

基本数据	2010-08-26
收盘价（元）	20.84
市盈率	23
市净率	7.6
股息率（分红/股价）	——
每股净资产（元）	2.76
资产负债率%	44.48%
总股本（亿股）	4.89
流通 A 股（亿股）	2.95
流通 A 股市值（亿元）	61.55

一年内股价走势：



相关研究：

1.《水井坊一季报点评：业绩增长超预期，要约收购带来股价安全边际》2010-04-27

2.《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

研究员： 陈荣新

电话： 020-37865152

EMAIL： chenrx@wlzq.com.cn

报告日期： 2010-8-27

事件： 公司 27 日发布半年报：上半年实现销售收入 6.9 亿元，同比增长 56.7%，净利润达到 1.19 亿元，同比增长 15%，每股收益 0.24 元，其中二季度收入和利润增速分别达到 54.2%和 74.3%，符合市场预期。

投资要点：

- **1. 上半年销售收入依然维持高增长态势，但毛利率有所下降。**公司上半年中高档酒和低档酒同比增速分别达到47.45%和128.38%，依然维持高增长态势。上半年毛利率同比下降3.68%，主要是在销售结构中低档酒销量占比增加，其中，中高档酒同比提高0.62%，低档酒毛利率降低6.7%。
- **2. 营业税和销售费用增幅依然较大。**上半年，公司营业税金和附加同比上升93.4%，大于销售收入的增幅，显示了消费税改革后的较大影响。上半年，公司销售费用同比增长62.2%，这也是我们之前强调的：水井坊系列品牌力尚处于培育期，仍然依靠于营销驱动，因此市场费用投入居高不下。按照品牌培育的历史参考来看，我们判断这种趋势还将得到持续。
- **3. 出口大幅度上升显示Diageo带来的积极作用。**上半年公司出口达1858.93万元，大幅度增长1064.71%，一季报点评中我们曾表示看好上市公司和Diageo的合作进展，当前中外双方的合作进展应该说超出了市场预期，这一方面说明了公司管理层对水井坊超常规发展的期望，另一方面也显示了Diageo对水井坊的信心。
- **4. 房地产业务收入尚未确认。**
- **5. Diageo收购仍等待商务部审核。**股权转让正经相关部门审批中。按要约收购价看，当前股价尚有较大安全边际。
- **盈利预测：**维持对公司的盈利预测，预计2010-2012年每股收益分别为0.90、1.15和1.48元，对应PE为23倍、18倍和14倍，当前估值不高，维持“增持”评级。

请阅读最后一页免责条款

表1：2010年半年报点评

单位（百万元）	单季度数据							半年报数据			万联评论
	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	QOQ	YOY	1H2009	1H2010	YOY	
营业收入	170.42	404.27	828.60	427.55	262.77	-38.5%	54.2%	440.62	690.32	56.7%	销售量价齐升
营业成本	68.27	106.12	377.25	101.74	107.09	5.3%	56.9%	111.93	208.83	86.6%	产品销售结构调整扩大份额，增加低端酒
毛利	102.15	298.15	451.35	325.82	155.68	-52.2%	52.4%	328.70	481.50	46.5%	
营业税金及附加	26.35	47.40	104.48	42.76	37.67	-11.9%	43.0%	41.60	80.44	93.4%	消费税改革影响
%营业收入	15.5%	11.7%	12.6%	10.0%	14.3%	43.3%	-7.3%	9.4%	11.7%	23.4%	
销售费用	43.21	153.70	42.34	101.75	64.09	-37.0%	48.3%	102.27	165.84	62.2%	促销费用投入增加
%营业收入	25.4%	38.0%	5.1%	23.8%	24.4%	2.5%	-3.8%	23.2%	24.0%	3.5%	
管理费用	18.38	18.90	34.77	28.87	29.08	0.7%	58.2%	45.67	57.96	26.9%	
%营业收入	10.8%	4.7%	4.2%	6.8%	11.1%	63.9%	2.6%	10.4%	8.4%	-19.0%	
财务费用	-0.00	-0.60	-0.82	-0.94	-2.82	201.3%		0.11	-3.76	-3450%	本期利息收入增加所致
%营业收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-1.1%	390.3%		0.0%	-0.5%	-2238%	
资产减值损失	4.63	0.87	10.88	1.15	6.70	481.5%	44.7%	4.07	7.85	92.7%	按照账龄划分组合的坏账准备计提比例计提所致
投资收益	5.01	7.22	1.76	7.93	0.00			5.37	7.93	47.7%	
营业利润	14.60	85.10	261.45	160.14	20.96	-86.9%	43.6%	140.34	181.10	29.0%	
营业外收入	0.18	0.52	4.10	0.05	10.12			8.35	10.17	21.7%	
营业外支出	0.03	0.20	0.10	0.02	0.32			0.05	0.34	578.5%	本期缴纳滞纳金所致
利润总额	14.76	85.41	265.44	160.17	30.76	-80.8%	108.4%	148.64	190.93	28.4%	
所得税	8.18	36.66	98.50	52.37	23.60	-54.9%	188.6%	45.22	75.98	68.0%	
%营业收入	4.8%	9.1%	11.9%	12.2%	9.0%	-26.7%	87.2%	10.3%	11.0%	7.2%	
净利润	6.58	48.75	166.94	107.80	7.15	-93.4%	8.7%	103.42	114.95	11.1%	
少数股东权益	0.15	0.06	-1.78	0.39	-4.05			0.28	-3.65		南洲和兴千业公司当期亏损
归属股东的净利润	6.43	48.69	168.72	107.40	11.20	-89.6%	74.1%	103.15	118.61	15.0%	
总股本	488.55	488.55	488.55	488.55	488.55			488.55	488.55		
每股收益摊薄（元）	0.01	0.10	0.35	0.22	0.02	-89.6%	74.1%	0.21	0.24	15.0%	消费税和费用增加侵蚀了净利润
财务比率											
毛利率	59.9%	73.7%	54.5%	76.2%	59.2%	-22.3%	-1.2%	74.6%	69.7%	-6.5%	销售结构变化，中高档酒同比提高0.62%
营业利润率	8.6%	21.0%	31.6%	37.5%	8.0%	-78.7%	-6.9%	31.9%	26.2%	-17.6%	
净利率	3.8%	12.0%	20.4%	25.1%	4.3%	-83.0%	12.9%	23.4%	17.2%	-26.6%	
应收账款	76.36	110.73	67.08	80.57	44.82	-44.4%	-41.3%	76.36	44.82	-41.3%	
预收账款	992.69	1197.82	739.81	722.67	678.17	-6.2%	-31.7%	992.69	678.17	-31.7%	
经营性现金流净额	251.31	261.46	38.83	0.48	-95.79		-138.1%	313.57	-95.31	-130.4%	房地产预收款减少及项目呈现工程净投入

资料来源：公司公告，万联证券

点评：

1. 中报业绩符合市场预期。

上半年实现销售收入 6.9 亿元，同比增长 56.7%，净利润达到 1.19 亿元，同比增长 15%，每股收益 0.24 元，其中二季度收入和利润增速分别达到 54.2%和 74.3%，符合市场预期。

2. 上半年销售收入依然维持高增长态势，但毛利率有所下降。

公司上半年中高档酒和低档酒同比增速分别达到 47.45%和 128.38%，依然维持高增长态势。但毛利率有所下降，上半年毛利率同比下降 3.68%，主要是在销售结构中低档酒销量占比增加，其中，中高档酒同比提高 0.62%，低档酒毛利率降低 6.7%。

3. 营业税和销售费用增幅依然较大。

上半年，公司营业税金和附加同比上升 93.4%，大于销售收入的增幅，显示了消费税改革后的较大影响。上半年，公司销售费用同比增长 62.2%，这也是我们之前强调的：公司水井坊系列品牌力尚处于培育期，仍然

依靠于营销驱动，因此市场费用投入居高不下。按照品牌培育的历史参考来看，我们判断这种趋势还将得到持续。

4. 出口大幅度上升显示 Diageo 带来的积极作用。

上半年公司出口达 1858.93 万元，大幅度增长 1064.71%，一季报点评中我们曾表示看好上市公司和 Diageo 的合作进展，当前中外双方的合作进展应该说超出了市场预期，这一方面说明了公司管理层对水井坊超常规发展的期望，另一方面也显示了 Diageo 对水井坊的信心。

5. 房地产业务收入尚未确认。

公司表示："全兴.蓉上坊"二期房地产项目住宅已全部预售，截止 2010 年 6 月 30 日，此项目实现预售房收入 6.55 亿元，由于该项目二期工程尚未完工，未确定大产权证，同时也未向用户交房，因此本期不符合收入确认条件。从而，房地产业务依然可保障公司业绩。

表2：主营业务分产品和分地区情况

单位：百万元		1H09	1H10	YOY
中高档酒				
	营业收入	380.92	561.67	47.45%
	营业成本	72.49	103.43	42.67%
	毛利	308.43	458.25	48.57%
	毛利率	80.97%	81.59%	△0.62%
低档酒				
	营业收入	53.24	121.58	128.38%
	营业成本	38.96	97.12	149.29%
	毛利	14.28	24.47	71.33%
	毛利率	26.82%	20.12%	△-6.7%
合计				
	营业收入	434.16	683.26	57.37%
	营业成本	111.45	200.54	79.94%
	毛利	322.71	482.71	49.58%
	毛利率	74.33%	70.65%	△-3.68%

单位：百万		1H09	1H10	YOY
省内				
	营业收入	91.91	121.29	31.97%
省外				
	营业收入	340.67	549.91	61.42%
出口				
	营业收入	1.60	18.59	1064.71%
合计				
	营业收入	434.17	689.79	58.87%

数据来源：公司公告，万联证券

6. Diageo 收购仍等待商务部审核。

公司表示，截止报告日，股权转让正经相关部门审批中。按要约收购价看，当前股价尚有较大安全边际。

盈利预测：维持对公司的盈利预测，预计2010-2012年每股收益分别为0.90、1.15和1.48元，对应PE为23倍、18倍和14倍，当前估值不高，维持"增持"评级。

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

免责条款：

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。