

公司评级

谨慎推荐（首次）

公司基本情况

总股本（万股）	48855
流通股本（万股）	29532
总市值（亿元）	108
流通市值（亿元）	65

公司股价走势图



相关报告

- 《通胀&升级 酒香四溢》
2010年12月28日
《十二五规划长期利好 白酒继续高景气-食品饮料11月投资策略》
- 2010年11月2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
《看好中端白酒和功能保健食品-食品饮料行业2010年中期投资策略》
- 2010年7月12日

研发部

冉伶俐
 SAC 执业证书编号: S1340210090002
 联系电话: 010-68858132
 Email: ranlingli@cnpsec.com

水井古酒 期待新生

——水井坊（600779）研究报告

事件：

首次覆盖公司，调研简报。

点评：

> 1. 公司简介

公司主营业务包括白酒和房地产两块，其中白酒收入占比超过 99%。公司白酒包括水井坊、天号陈、全兴大曲（已完全剥离）等（参见图 1、2）。

> 2. 水井坊的辉煌过去、尴尬近况和图变现状

（1）辉煌过去：中国白酒第一坊的奇迹

公司前身是 1951 年成立的国营成都酒厂，主营产品全兴大曲是中国名酒。1999 年公司成功借壳上市。

2000 年，公司借用在老酿酒车间挖掘出元末明初的“水井街酒坊遗址”，成功打造出全新的品牌“中国白酒第一坊”——水井坊。凭借差异化定位，通过“第一坊”的历史营销，公司将水井坊出厂价定于 300 元，高于当时的五粮液和茅台，后成功成为与茅台、五粮液、国窖 1573 齐名的中国高档白酒，

2002 年，公司管理层及控股股东全兴集团中层助理以上 142 名团队成员组建盈盛投资有限公司，对全兴集团实现了 MBO。

2006 年，公司管理层出售全兴集团 43% 的股权，引入世界酒业巨头—Diageo（即帝亚吉欧）。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,179	1,673	1,928	2,270	2,619
(+/-)	17.43%	41.95%	15.21%	17.71%	15.41%
营业利润	489	487	485	621	745
(+/-)	13.18%	-0.36%	-0.45%	28.08%	19.99%
归属于母公司的净利润	314	321	371	466	559
(+/-)	55.87%	2.19%	15.75%	25.49%	19.99%
每股收益（元）	0.64	0.66	0.76	0.95	1.14
市盈率（倍）	34	34	29	23	19

(2) 尴尬近况：品牌力下降

2006 年开始，公司将水井坊的营销诉求点由“中国白酒第一坊”转变为“打造中国高尚生活元素”，营销受众面变窄，营销效果降低。水井坊的品牌力变弱，产品出厂价和零售价被其他三大高端品牌远远超越。公司产品的市场占有率仅 5% 左右，零售价比五粮液、国窖 1573 大约低了 200 元。（参见图 3）

(3) 图变现状：与帝亚吉欧（Diageo）的合作之路开启（股权结构图）

2010 年 3 月，帝亚吉欧（Diageo）拟以 1.42 亿收购全兴集团 4% 的股权，实现控股全兴集团（53% 持股比例），从而成为公司的实际控制人，将公司纳入 Diageo 全球网络的控股子公司。帝亚吉欧的收购触发了要约收购的义务，要约收购价为 21.45 元。

由于我国政策规定名优白酒的生产必须由中方控股，全兴大曲正是中国八大名酒之一，为了实现上述收购。公司于 2010 年 3 月和 12 月转让了公司持有的全兴酒业 95% 的股权。（参见图 4）

◇ **帝亚吉欧简介：**帝亚吉欧是世界领先的高端酒类公司，其产品覆盖蒸馏酒、啤酒和葡萄酒 Smirnoff（斯米诺）、Johnnie Walker（尊尼获加）、Captain Morgan（摩根船长）、Baileys、J&B、Tanqueray、Guinness、Crown Royal、Beaulieu Vineyard、Sterling Vineyards wines 及 Bushmills Irish whiskey 等。

➤ 2. 品牌力重塑：创新是动力

创新是公司未来增长的核心驱动力，这种创新将体现在产品、渠道、技术、包装等各个方面。

(1) 渠道：国内、国际的开拓

国内方面，公司在营销和渠道建设上做了许多新的开拓。不同产品、甚至是不同价位产品走不同渠道。目标客户不同，营销模式不同。精简核心区域，聚焦几个核心区域。加强 KA 渠道建设。

国际方面，利用帝亚吉欧，使公司产品产量和品质符合其他国家标准，开发水井坊在世界市场的销售，承诺在未来 5-10 年在国际上的销售量达 1000-2000 吨。另外，公司推出伏特加海上幻于海外销售。

(2) 产品：上下延伸产业链，向上菁翠，向下天号陈。

从去年下半年开始，公司在湖南长沙推广新品菁翠。菁翠经过竹炭过滤，属于超高端产品，销售价格 1400 元，走团购渠道。由于湖南省的投放效果很好，公司后续可能会提高零售价在其他市场推广。

天号陈属于公司的中端产品，零售价格 300 多元。目前销量比例较低，公司未来也将加大这个品种的投入力度。

(3) 其他：技术上，公司传统的白酒技术和帝亚吉欧的洋酒技术将结合起来进行创新；包装上，公司已成立包装材料测试中心。

➤ 3. 邛崃项目：扩充基酒产能

为配合四川省的中国白酒金三角计划，公司将在邛崃“中国名酒工业园”进行投资。据了解，成都市有望继泸州、宜宾、德阳之后在 3 月份进行白酒金三角的启动仪式活动。

此次投资包括名酒工业园区（本项目占地 1,200 亩）和食品工业园区（本项目占地 525 亩）两部分，前者定位为不同香型基础酒生产、勾贮；后者定位为酒类包装及新型酒类的生产。

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。

项目共投资 22.8 亿元，其中借款 14.8 亿元。郫县 500 多亩土地的商业开发预计会带来 10 亿元收入，从明年年底开始进入上市公司。

➤ 4. 盈利预测和投资评级。

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.76 元、0.95 元和 1.14 元，按最新收盘价 22.01 元，对应的动态市盈率分别为 29X、23X 和 19X。鉴于公司“新生”需要时间和不确定性，首次给予公司“谨慎推荐”的评级。

➤ 5. 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

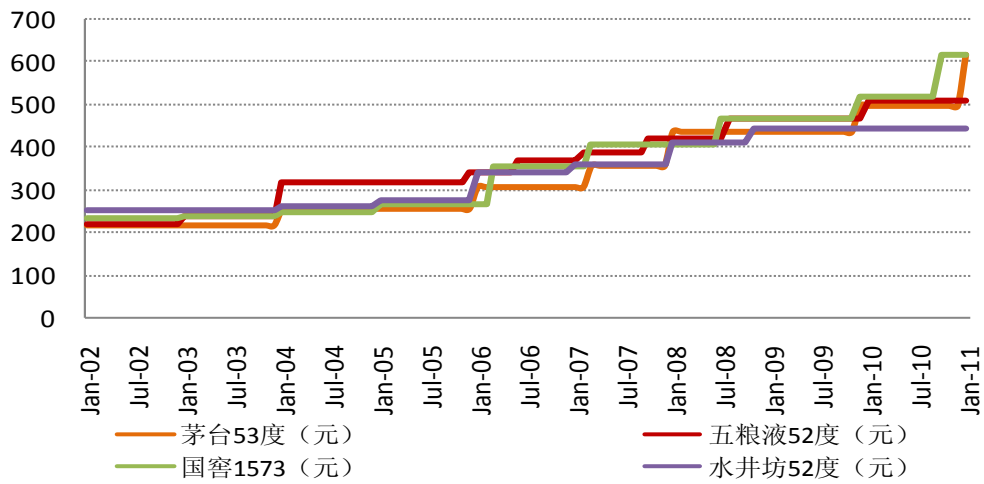
图表 2 公司主要产品图片

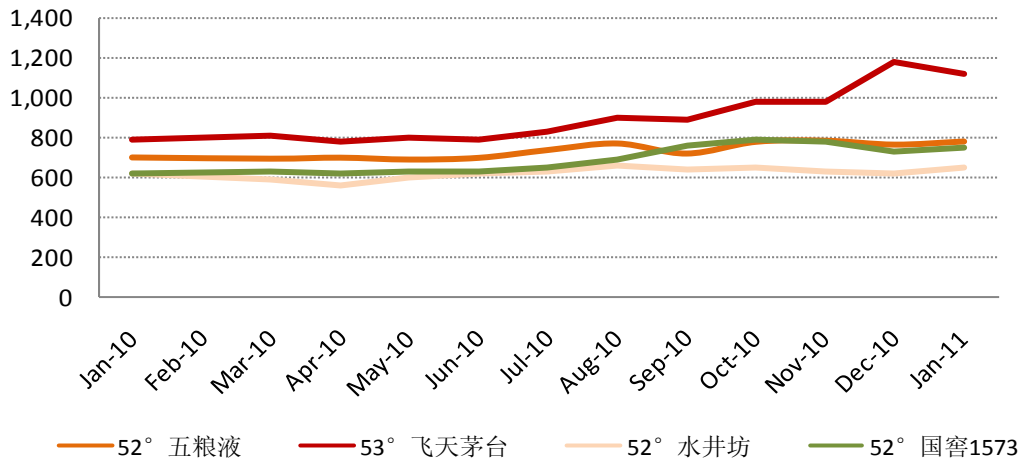




数据来源：百度，中邮证券研发部

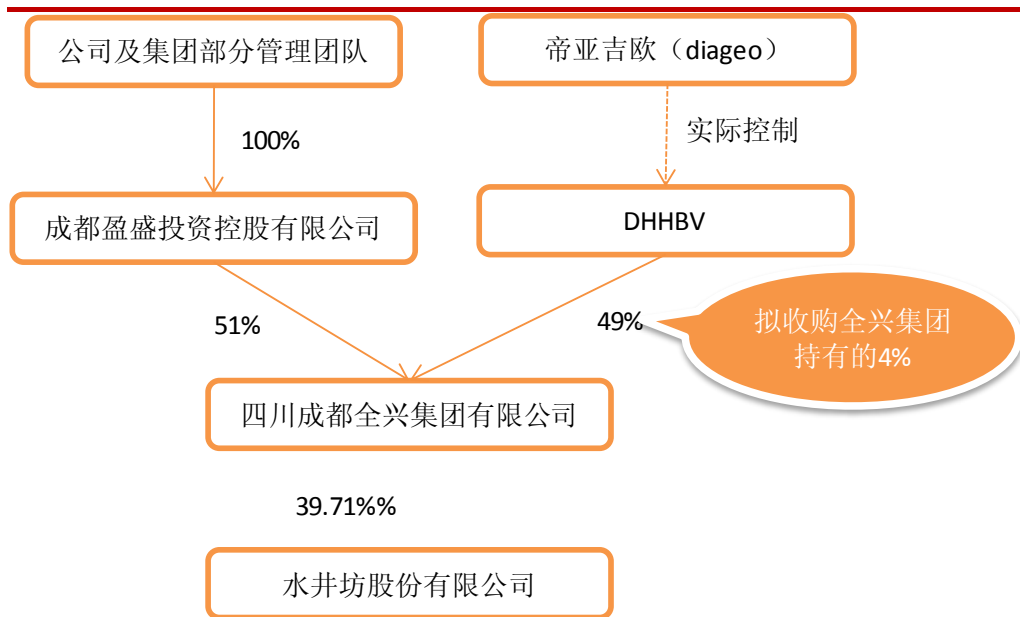
图表 3 高端白酒出厂价和零售价





数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4 公司股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5 公司盈利预测表

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	100,395	117,891	167,350	192,809	226,960	261,939
增长率	#REF!	17.43%	41.95%	15.21%	17.71%	15.41%
减：营业税金及附加	10,100	10,620	19,348	22,173	26,100	30,123
销售费用	14,697	23,325	29,831	46,274	45,392	52,388
管理费用	7,984	10,995	9,934	15,810	18,611	21,479
财务费用	175	(186)	(131)	(578)	2,270	2,619
期间费用率	22.77%	28.95%	23.68%	31.90%	29.20%	29.20%
资产减值损失	(39)	1,067	1,583	2	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	1,203	1,969	1,435	4,000	0	0
营业利润	43,171	48,863	48,689	48,472	62,081	74,491
增长率 (%)	#REF!	13.18%	-0.36%	-0.45%	28.08%	19.99%
加：营业外收入	49	1,027	1,296	1,500	0	0
减：营业外支出	40	1,108	36	500	0	0
利润总额	43,180	48,781	49,950	49,472	62,081	74,491
增长率 (%)	-	12.97%	2.39%	-0.96%	25.49%	19.99%
利润率 (%)	43.01%	41.38%	29.85%	25.66%	27.35%	28.44%
减：所得税费用	22,790	17,136	18,038	12,368	15,520	18,623
实际税负比率 (%)	-	35.13%	36.11%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	20,390	31,646	31,912	37,104	46,561	55,868
归属母公司所有者的净利润	20,124	31,368	32,056	37,104	46,561	55,868
增长率	#REF!	55.87%	2.19%	15.75%	25.49%	19.99%
净利润率 (%)	20.31%	26.84%	19.07%	19.24%	20.52%	21.33%
少数股东损益	266	278	(144)	0	0	0
总股本 (万股)	48,855	48,855	48,855	48,855	48,855	48,855
每股收益 (元)	0.41	0.64	0.66	0.76	0.95	1.14

数据来源：公司公告，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；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺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

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。