

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2009年8月17日

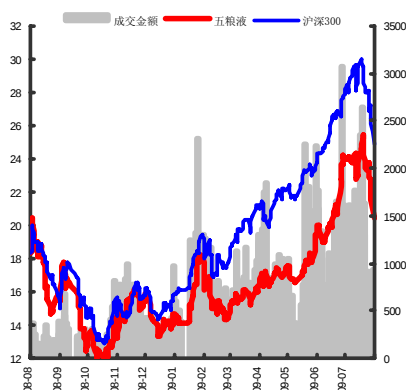
市场数据：2009年8月17日

收盘价（元）	20.4
一年内最高/最低（元）	25.50/11.69
市净率	6.0
市盈率	42.8
流通A股市值（百万元）	77429

基础数据：2009年6月30日

每股收益（元）	0.42
营业收入（百万元）	5340.89
净利润（百万元）	1604.52
总股本/流通A股（百万）	3795/3795

公司近期市场表现（最近一年）：



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

五粮液 (000858)

中端增长迅速，毛利率大幅提升

增持

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	7,933	8.2	1,811	23.3	0.48	22.8	15.8	42.8
2009E	10,266	29.4	2,715	49.9	0.72	26.4	19.2	28.5
2010E	12,610	22.8	3,650	34.5	0.96	28.9	20.5	21.2
2011E	13,576	7.7	4,056	11.1	1.07	29.9	18.5	19.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩符合预期。**2009年上半年，公司实现营业收入53.41亿元、净利润16.20亿元，分别较上年同期增长16.18%和23.83%；其中归属于母公司的净利润16.05亿元，同比增长23.83%；每股收益0.42元。业绩基本符合预期。

● **酒类销售保持平稳，中低价位酒增长迅速。**上半年，公司共销售五粮液系列酒4.55万吨，较上年同期增长4.47%，实现酒类销售收入49.11亿元，同比增长8.31%，基本保持平稳，不过高低价位的酒品表现出了不同的增长态势。其中，高价位酒增长1.17%，增速明显下滑，中低价位酒则一扫前几年萎缩的局势，实现了29.19%的大幅增长，经济增速放缓造成的消费降级是中档酒迅速增长的主要原因。下半年，随着经济的逐渐向好，在旺季效应带动下，高端酒品销售或将有所改善。此外，公司生产一级（五粮液）基础酒较上年同期有大幅度增长，也将为公司未来的生产经营奠定良好的基础。

● **酒类资产整合完成，并表收益有限。**公司对普什集团等酒类相关资产的整合工作已经实施完成，按协议约定五家标的公司的收益自2009年4月1日起并入公司会计报表。该部分“酒类相关资产”上半年实现收入3.58亿元，净利润0.56亿元，分别占公司总收入的6.7%和3.49%。如我们此前所分析的，该部分资产的并入对公司直接收益影响较小，仅增厚每股收益0.015元，资产注入更重在理顺上下游关系，减少关联交易，下半年销售公司（原进出口公司）的进一步整合，才是增加公司业绩的关键。上半年公司相关关联采购额已降至6.85亿元，比上年同期下降了46.44%。

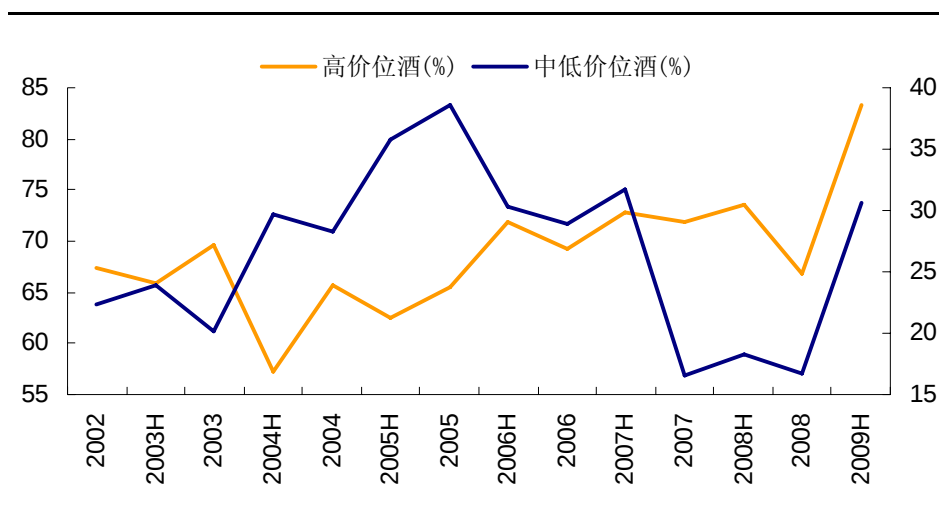
● **毛利率大幅提升，期间费用有所增加。**整体来看，公司上半年的酒类销售毛利率为66.97%，比上年同期增长7.87个百分点，其中，高价位

酒和中低价位酒的毛利率分别比上年提升 9.72 和 12.46 个百分点。毛利率的大幅提升是公司利润增速大于收入增速的主要原因。另外，由于市场开发费增长和职工社会保险增加，公司的销售和管理费用率有所上升，拖累了公司的盈利能力。不过，在毛利率提升的推动下，公司的销售净利率仍然上升了 1.88 个百分点。

●**投资建议：**公司受消费税调整的影响较大，但从目前的销售情况来看，五粮液的终端价格已一提再提，在旺季因素带动下，公司未来或将顺势提价，因而我们暂不调整公司的盈利预测，预计公司 2009 年 EPS 为 0.72 元，对应动态市盈率为 28.5 倍，维持“增持”评级。

●**风险提示：**宏观经济增速放缓对高端酒品销售形成压力；A 股市场波动。

图 1：毛利率大幅提升



资料来源：公司公告 山西证券研究所

表 1：五粮液单季利润表

单位：百万元	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	同比变化
一、营业总收入	1,333	1,700	1,285	3,086	1,511	1,981	1,354	3,339	2,002	32.49
营业收入	1,333	1,700	1,285	3,086	1,511	1,981	1,354	3,339	2,002	32.49
二、营业总成本	762	1,424	1,076	1,735	1,121	1,590	1,058	1,680	1,516	35.26
营业成本	466	966	686	1,211	699	1,085	623	1,087	943	34.84
营业税金及附加	113	134	133	193	121	145	106	229	124	1.98
销售费用	82	208	210	191	221	230	249	201	283	28.20
管理费用	135	121	98	156	139	143	151	173	196	40.55
财务费用	-33	-5	-51	-16	-59	-13	-72	-11	-30	(49.86)
资产减值损失	0	0	-1	-1	-1	0	1	0	0	
三、其他经营收益	-1	0	2	0	-1	0	3	0	-2	



投资净收益	-1	1	3	0	-1	0	3	0	-2	
四、营业利润	571	277	212	1,351	389	392	299	1,659	483	24.19
加：营业外收入	9	-9	0	0	0	1	0	1	15	
减：营业外支出	-7	0	9	0	30	2	2	0	1	
五、利润总额	587	268	203	1,352	360	390	297	1,660	497	38.09
减：所得税	187	86	57	336	68	94	71	391	147	116.65
六、净利润	400	182	146	1,016	292	296	226	1,269	351	19.90
减：少数股东损益	-0	2	1	8	5	2	4	9	7	40.93
归属于母公司所有者净利润	400	180	145	1,008	288	294	221	1,261	344	19.54
七、每股收益：	0.11	0.05	0.04	0.27	0.08	0.08	0.06	0.33	0.09	19.54
收入增长率(%)	-20.09	9.02	-10.53	2.53	13.36	16.54	5.36	8.19	32.49	19.13
毛利率(%)	65.06	43.19	46.63	60.76	53.74	45.25	53.97	67.45	52.92	(0.82)
营业利润率(%)	42.80	16.29	16.52	43.79	25.76	19.77	22.06	49.70	24.15	(1.61)
净利率(%)	30.01	10.68	11.35	32.91	19.35	14.94	16.66	38.02	17.51	(1.84)
销售费用率(%)	6.13	12.21	16.36	6.20	14.63	11.60	18.37	6.03	14.15	(0.47)
管理费用率(%)	10.09	7.13	7.64	5.04	9.22	7.23	11.13	5.18	9.78	0.56
归属于母公司净利润增长率(%)	46.80	-9.97	-2.60	35.46	-28.12	63.26	52.93	25.05	19.54	47.66

资料来源：公司公告 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。