

# 明天会更好

## 五粮液 2009 年中报点评

### 报告关键点：

- 五粮液中报符合预期
- 明年开始五粮液有望放量
- 维持目标价25.75元，维持评级为“增持-A”

### 报告摘要：

- 五粮液2009年中报业绩基本符合我们及市场预期。**公司在2009年上半年累计销售五粮液系列酒4.55万吨，同比增长4.47%，实现营业收入53.4亿余元，同比增长接近16.2%。实现利润总额接近21.6亿元，同比增长26.06%，实现净利润超过16.05亿元，同比增长23.83%，合每股盈利0.423元，同比增长24.05%。其中，2009年4月收购进入公司的“酒类相关资产”实现收入3.58亿元，净利润0.56亿元。但是在公司增长的背后，我们也注意到公司的预收帐款从年初的10.53亿元下降到当前的2.76亿元，显示在报告期内，公司对业绩有所平滑。
- 新销售公司增厚下半年业绩。**五粮液近年来着力解决关联交易问题，此番以上市公司占比80%，集团公司占比20%设立新销售公司，重新进行五粮液的销售。虽然集团公司依然将获取20%的利益，但在当前情况下，已经是最好的方案了。我们预计此举将为公司2009年增厚净利润4亿余元，合EPS0.105元。而2010年约在10亿左右，增厚EPS0.26元。
- 2010年开始，五粮液酒产量有望恢复性增长。**五粮液的总体产量长期起来处于缩量阶段，但是战略上的转变有望使公司高端的五粮液酒出现恢复性增长。公司前期调整策略，力争使总体产量逐年提高，由此而来的是高端“五粮液”增加。短期来看，我们预计“五粮液”可供销售的系列酒，2010年有望增长10-20%，而从长期来看，3-5年之内产量预计将向1.5万吨以上靠拢。如经济回暖，使得市场能消化公司量的提升，则公司业绩有望出现较大增长，反之则恐适得其反。
- 维持12个月目标价25.75元，维持“增持-A”之投资评级。**鉴于公司解决关联交易及战略思路的转变，且在消费税具体比例出台之前，（公司缴税按60-70%之间的比例确定之前），我们维持2009-2011年的每股收益为0.78元、1.03元及1.20元，以2010年每股收益之25倍PE进行估值，维持12个月目标价25.75元，投资评级维持“增持-A”。

### 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2007    | 2008    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入      | 7,328.6 | 7,933.1 | 11,209.5 | 13,887.3 | 16,048.0 |
| Growth(%) | -0.9%   | 8.2%    | 41.3%    | 23.9%    | 15.6%    |
| 净利润       | 1,468.9 | 1,810.7 | 2,968.3  | 3,925.6  | 4,573.4  |
| Growth(%) | 25.8%   | 23.3%   | 63.9%    | 32.3%    | 16.5%    |
| 毛利率(%)    | 53.9%   | 54.4%   | 65.2%    | 67.0%    | 67.2%    |
| 净利润率(%)   | 20.0%   | 22.8%   | 26.5%    | 28.3%    | 28.5%    |
| 每股收益(元)   | 0.39    | 0.48    | 0.78     | 1.03     | 1.20     |
| 每股净资产(元)  | 2.54    | 3.02    | 3.78     | 4.69     | 5.62     |
| 市盈率       | 49.9    | 40.5    | 24.7     | 18.7     | 16.0     |
| 市净率       | 7.6     | 6.4     | 5.1      | 4.1      | 3.4      |
| 净资产收益率(%) | 15.3%   | 16.0%   | 24.3%    | 26.0%    | 25.2%    |
| ROIC(%)   | 25.1%   | 30.0%   | 61.8%    | 62.4%    | 66.8%    |
| EV/EBITDA | 27.1    | 24.9    | 14.3     | 10.5     | 8.7      |
| 股息收益率     | 0.2%    | 0.0%    | 0.8%     | 1.6%     | 2.5%     |

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：** **25.75 元**

期限： 12 个月 上次预测： 25.75 元

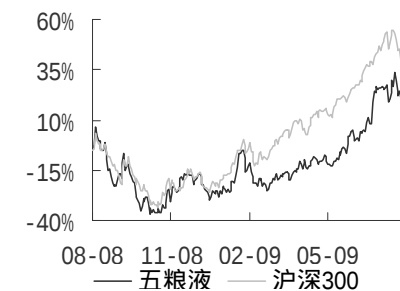
现价： 20.40 元

**报告日期：** **2009-08-17**

### 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 77,437.72     |
| 流通市值(百万元)  | 77,428.59     |
| 总股本(百万股)   | 3,795.97      |
| 流通股本(百万股)  | 3,795.52      |
| 12 个月最高/最低 | 11.69/25.50 元 |
| 十大流通股东(%)  | 14.58%        |
| 股东户数       |               |

### 12 个月股价表现



| %    | 一个月     | 三个月   | 十二个月    |
|------|---------|-------|---------|
| 相对收益 | (3.86)  | 6.16  | (21.18) |
| 绝对收益 | (14.64) | 18.47 | 7.12    |

### 研究员

**独孤南薰** 高级行业分析师  
 021-68765195 dugunx@essence.com.cn  
**李铁** 行业分析师  
 010-66581633 litie2@essence.com.cn

### 前期研究成果

**五粮液：内外兼修** 2009-07-28  
**五粮液：一季报符合预期，全年充满挑战** 2009-04-23  
**五粮液：标杆企业的过冬术** 2009-02-27

**财务报表预测和估值数据汇总**
**单位**      **百万元**      **模型更新时间**      **2009-6-22**

| 利润表               | 2007            | 2008            | 2009E           | 2010E           | 2011E           | 财务指标           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>7,328.6</b>  | <b>7,933.1</b>  | <b>11,209.5</b> | <b>13,887.3</b> | <b>16,048.0</b> | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 3,378.0         | 3,618.1         | 3,904.4         | 4,579.3         | 5,269.6         | 营业收入增长率        | -0.9%       | 8.2%        | 41.3%        | 23.9%        | 15.6%        |
| 营业税费              | 582.6           | 565.7           | 781.3           | 902.7           | 1,043.1         | 营业利润增长率        | 21.6%       | 11.3%       | 87.7%        | 33.3%        | 16.4%        |
| 销售费用              | 782.8           | 890.8           | 1,244.3         | 1,458.2         | 1,685.0         | 净利润增长率         | 25.8%       | 23.3%       | 63.9%        | 32.3%        | 16.5%        |
| 管理费用              | 497.9           | 589.0           | 818.3           | 1,006.8         | 1,163.5         | EBITDA 增长率     | 15.6%       | 5.8%        | 72.7%        | 31.7%        | 15.4%        |
| 财务费用              | -92.2           | -160.0          | -106.4          | -147.1          | -199.1          | EBIT 增长率       | 19.9%       | 8.6%        | 96.2%        | 33.2%        | 16.0%        |
| 资产减值损失            | -0.9            | -0.2            | -2.3            | 5.8             | 5.7             | NOPLAT 增长率     | 22.6%       | 20.9%       | 104.3%       | 32.1%        | 16.0%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -0.2            | -               | -8.1            | -               | -               | 投资资本增长率        | 0.9%        | -0.6%       | 30.7%        | 8.4%         | -0.8%        |
| 投资和汇兑收益           | 3.2             | 1.6             | 1.0             | 1.1             | 1.5             | 净资产增长率         | 16.0%       | 19.0%       | 25.3%        | 24.0%        | 20.0%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>2,183.4</b>  | <b>2,431.1</b>  | <b>4,562.8</b>  | <b>6,082.7</b>  | <b>7,081.6</b>  | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -5.1            | -32.0           | 17.0            | -6.0            | -2.0            | 毛利率            | 53.9%       | 54.4%       | 65.2%        | 67.0%        | 67.2%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>2,178.3</b>  | <b>2,399.2</b>  | <b>4,579.8</b>  | <b>6,076.7</b>  | <b>7,079.6</b>  | 营业利润率          | 29.8%       | 30.6%       | 40.7%        | 43.8%        | 44.1%        |
| 减: 所得税            | 705.6           | 569.5           | 1,087.7         | 1,458.4         | 1,699.1         | 净利率            | 20.0%       | 22.8%       | 26.5%        | 28.3%        | 28.5%        |
| <b>净利润</b>        | <b>1,468.9</b>  | <b>1,810.7</b>  | <b>2,968.3</b>  | <b>3,925.6</b>  | <b>4,573.4</b>  | EBITDA/营业收入    | 34.9%       | 34.1%       | 41.7%        | 44.3%        | 44.3%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2007</b>     | <b>2008</b>     | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | EBIT/营业收入      | 28.5%       | 28.6%       | 39.8%        | 42.7%        | 42.9%        |
| 货币资金              | 4,060.8         | 5,925.4         | 8,256.1         | 11,360.2        | 15,189.4        | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | 8.1             | 8.1             | -               | -               | -               | 固定资产周转天数       | 242         | 204         | 137          | 107          | 89           |
| 应收帐款              | 34.4            | 31.1            | 46.1            | 62.0            | 69.5            | 流动营业资本周转天数     | 16          | 28          | 54           | 78           | 79           |
| 应收票据              | 523.9           | 601.7           | 829.2           | 1,331.7         | 1,538.8         | 流动资产周转天数       | 283         | 345         | 324          | 352          | 403          |
| 预付帐款              | 7.6             | 45.5            | 63.0            | 86.8            | 110.6           | 应收帐款周转天数       | 0           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 存货                | 1,805.9         | 2,076.9         | 2,128.7         | 2,743.6         | 3,154.0         | 存货周转天数         | 82          | 89          | 68           | 64           | 67           |
| 其他流动资产            | 43.2            | 52.8            | 98.7            | 134.8           | 168.3           | 总资产周转天数        | 538         | 569         | 474          | 468          | 499          |
| 可供出售金融资产          | -               | -               | -               | -               | -               | 投资资本周转天数       | 272         | 251         | 205          | 195          | 175          |
| 持有至到期投资           | -               | -               | -               | -               | -               | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | 26.4            | 27.5            | 27.1            | 24.7            | 29.6            | ROE            | 15.3%       | 16.0%       | 24.3%        | 26.0%        | 25.2%        |
| 投资性房地产            | -               | -               | -               | -               | -               | ROA            | 12.7%       | 13.6%       | 21.8%        | 23.0%        | 22.0%        |
| 固定资产              | 4,670.7         | 4,334.4         | 4,198.3         | 4,047.5         | 3,881.0         | ROIC           | 25.1%       | 30.0%       | 61.8%        | 62.4%        | 66.8%        |
| 在建工程              | 322.9           | 327.7           | 318.2           | 255.3           | 205.1           | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 62.5            | 60.9            | 56.9            | 53.2            | 49.8            | 销售费用率          | 10.7%       | 11.2%       | 11.1%        | 10.5%        | 10.5%        |
| 其他非流动资产           | 5.3             | 4.4             | 9.8             | 10.4            | 12.0            | 管理费用率          | 6.8%        | 7.4%        | 7.3%         | 7.3%         | 7.3%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>11,571.7</b> | <b>13,496.4</b> | <b>16,032.1</b> | <b>20,110.3</b> | <b>24,408.0</b> | 财务费用率          | -1.3%       | -2.0%       | -0.9%        | -1.1%        | -1.2%        |
| 短期债务              | -               | -               | -               | -               | -               | 三费/营业收入        | 16.2%       | 16.6%       | 17.5%        | 16.7%        | 16.5%        |
| 应付帐款              | 96.2            | 122.3           | 120.3           | 133.0           | 157.4           | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -               | -               | -               | -               | -               | 资产负债率          | 16.8%       | 15.1%       | 10.5%        | 11.5%        | 12.5%        |
| 其他流动负债            | 1,846.7         | 1,918.2         | 2,699.3         | 3,177.3         | 3,809.4         | 负债权益比          | 20.2%       | 17.8%       | 11.7%        | 13.0%        | 14.3%        |
| 长期借款              | -               | -               | -               | -               | -               | 流动比率           | 3.34        | 4.28        | 6.81         | 6.79         | 6.61         |
| 其他非流动负债           | 2.5             | -               | -               | -               | -               | 速动比率           | 2.40        | 3.26        | 5.53         | 5.60         | 5.57         |
| <b>负债总额</b>       | <b>1,945.4</b>  | <b>2,040.5</b>  | <b>1,677.7</b>  | <b>2,315.3</b>  | <b>3,061.8</b>  | 利息保障倍数         | -22.67      | -14.20      | -41.90       | -40.34       | -34.56       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>56.9</b>     | <b>75.9</b>     | <b>599.7</b>    | <b>1,292.4</b>  | <b>2,099.5</b>  | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 3,796.0         | 3,796.0         | 3,796.0         | 3,796.0         | 3,796.0         | DPS(元)         | 0.04        | -           | 0.16         | 0.31         | 0.48         |
| 留存收益              | 5,773.4         | 7,584.1         | 9,958.7         | 12,706.6        | 15,450.7        | 分红比率           | 11.1%       | 0.0%        | 20.0%        | 30.0%        | 40.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>9,626.2</b>  | <b>11,455.9</b> | <b>14,354.4</b> | <b>17,795.0</b> | <b>21,346.2</b> | 股息收益率          | 0.2%        | 0.0%        | 0.8%         | 1.6%         | 2.5%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2007</b>     | <b>2008</b>     | <b>2009E</b>    | <b>2010E</b>    | <b>2011E</b>    | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 净利润               | 1,472.8         | 1,829.7         | 2,968.3         | 3,925.6         | 4,573.4         | EPS(元)         | 0.39        | 0.48        | 0.78         | 1.03         | 1.20         |
| 加: 折旧和摊销          | 468.7           | 436.1           | 215.0           | 218.8           | 221.9           | BVPS(元)        | 2.54        | 3.02        | 3.78         | 4.69         | 5.62         |
| 资产减值准备            | -0.9            | -0.2            | -2.3            | 5.8             | 5.7             | PE(X)          | 49.9        | 40.5        | 24.7         | 18.7         | 16.0         |
| 公允价值变动损失          | 0.2             | -               | -8.1            | -               | -               | PB(X)          | 7.6         | 6.4         | 5.1          | 4.1          | 3.4          |
| 财务费用              | -               | -               | -               | -106.4          | -147.1          | P/FCF          | 51.7        | 39.7        | 57.6         | 22.1         | 15.8         |
| 投资收益              | -3.2            | -1.6            | -1.0            | -1.1            | -1.5            | P/S            | 10.0        | 9.2         | 6.5          | 5.3          | 4.6          |
| 少数股东损益            | 3.9             | 19.0            | 523.8           | 692.7           | 807.1           | EV/EBITDA      | 27.1        | 24.9        | 14.3         | 10.5         | 8.7          |
| 营运资金的变动           | -291.2          | -305.5          | 424.1           | -708.5          | -32.4           | CAGR(%)        | 46.4%       | 43.3%       | -49.9%       | -            | -            |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>1,665.5</b>  | <b>1,972.6</b>  | <b>4,013.5</b>  | <b>3,986.2</b>  | <b>5,375.1</b>  | PEG            | 1.1         | 0.9         | -0.5         | -0.2         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-243.4</b>   | <b>-105.5</b>   | <b>-61.6</b>    | <b>1.5</b>      | <b>-5.6</b>     | ROIC/WACC      |             |             |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-147.7</b>   | <b>-2.5</b>     | <b>-487.3</b>   | <b>-1,030.5</b> | <b>-1,630.2</b> | REP            |             |             |              |              |              |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

**独孤南薰**，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。2005 年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。

**李铁**，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|                             |                                          |                             |                                         |
|-----------------------------|------------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| <b>朱贤</b><br>021-67865293   | <b>上海联系人</b><br>zhuxian@essence.com.cn   | <b>凌洁</b><br>021-68765237   | <b>上海联系人</b><br>lingjie@essence.com.cn  |
| <b>梁涛</b><br>021-68766067   | <b>上海联系人</b><br>liangtao@essences.com.cn | <b>李国瑞</b><br>021-68763872  | <b>上海联系人</b><br>ligr@essence.com.cn     |
| <b>南方</b><br>021-68765206   | <b>上海联系人</b><br>nanfang@essence.com.cn   | <b>张勤</b><br>021-68763879   | <b>上海联系人</b><br>zhangqin@essence.com.cn |
| <b>周蓉</b><br>010-66581676   | <b>北京联系人</b><br>zhourong@essence.com.cn  | <b>马正南</b><br>010-66581668  | <b>北京联系人</b><br>mazn@essence.com.cn     |
| <b>李昕</b><br>010-66581689   | <b>北京联系人</b><br>lixin@essence.com.cn     | <b>潘琳</b><br>0755-82558268  | <b>深圳联系人</b><br>panlin@essence.com.cn   |
| <b>张茜萍</b><br>0755-82558089 | <b>深圳联系人</b><br>zhangqp@essence.com.cn   | <b>王远洋</b><br>0755-82558087 | <b>深圳联系人</b><br>wangyy3@essence.com.cn  |
| <b>李瑾</b><br>0755-82558084  | <b>深圳联系人</b><br>lijin@essence.com.cn     |                             |                                         |

## 安信证券研究中心

**深圳**  
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

**上海**  
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

**北京**  
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034