

2009 年 10 月 19 日

五粮液 2009 年三季报分析

评级：推荐

公司基本资料

股价	21.41 元
总市值(亿元)	833.97 亿
流通市值(亿元)	833.97 亿
市盈率(倍)	44.9
市净率(倍)	7.2

52 周走势

季报数据:

五粮液 2009 年三季报显示，公司前三季度实现营业收入 80.30 亿元，同比增长 22.06%，三季度实现主营收入 26.89 亿元，同比增长 35.70%；前三季度实现归属于上市公司股东的净利润 229,930 万元，同比增长 44.67%；其中第三季度净利 69,477 万元，同比增 136.64%。前三季度实现每股收益 0.606 元。

分析结论:

● 酒类销售公司和资产收购促使收入大幅上升

公司前三季度收入增长主要基于以下两个原因：一是公司新设立酒类销售公司开始营业，减少了关联交易，将大部分原属于五粮液进出口公司的销售收入纳入到上市公司；二是公司收购的酒类相关资产三季度收入开始并入上市公司，导致公司销售收入增长。

报告作者

食品饮料行业研究员 周纪庚
电话：0510-82832380
Email: zhoujg@glsc.com.cn

● 毛利率同比提升明显

公司前三个季度的销售毛利率为 62.3%，同比上升了 7.8 个百分点。毛利率上升的主要原因在于以下几个方面：一是公司 08 年 8 月份对主品牌进行了提价；二是因为酒类销售公司 80% 的权益注入；三是收购了酒类相关资产，降低了产品的成本；四是公司进一步优化产品结构，加大对外促销，使产品盈利能力持续稳定增长。

相关报告

● 消费税影响甚微、期间费用平稳

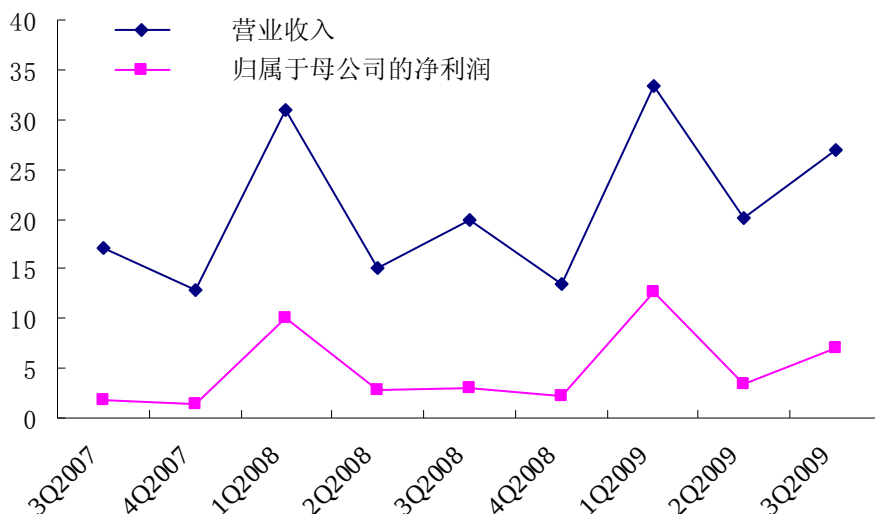
消费税对公司的影响甚微，三季度公司的营业税金率仅为 6.7%，同比略有下降，而从此前公布三季报的泸州老窖来看，其营业税金率也在 6.7% 左右，同比也有所下降，与此前市场对销售税的预期有所不同。

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

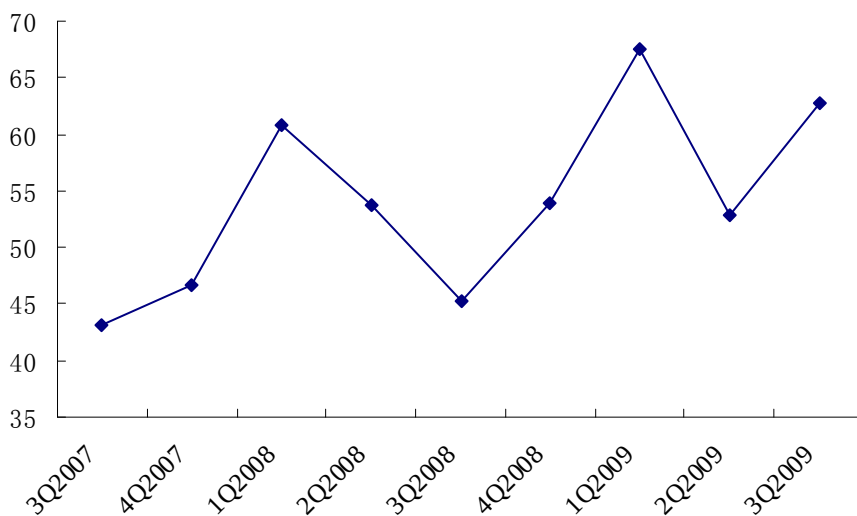
费用方面，公司前三季度销售费用同比增长 20.4%，低于主营收入的增速，销售费用率下降 0.2 个百分点至 9.6%；管理费用同比增长 37.9%，管理费用率 7.5%，同比提高了 0.8 个百分点。但总体来看，期间费用率同比仅上升 1.2 个百分点。

图表 1: 公司单季度主营收入和净利润 (亿元)



数据来源: WIND

图表 2: 公司单季度毛利率变化情况



数据来源: WIND

● 预收帐款大幅增加

公司 09 年三季度预收帐款出现大幅上升。上半年公司预收帐款 2.8 亿元，三季报预收帐款猛增至 30.3 亿元，增长 27.5 亿元。增长如此迅速的原因可能在于，由于公司 8 月份提高了五粮液 52 度、39 度和 1618 的渠道批发价和终端价格，经销商担心厂商提高出厂价，因此纷纷提前囤货，导致公司预收帐款出现了大幅增加。由此我们判断，公司在接下来的四季度中，销售仍将维持较快的增长。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 09~10 年 EPS 分别为 0.76 元和 1.02 元，对应目前 21.41 元的价格，市盈率分别为 28.17 倍和 20.99 倍。近期白酒行业的市场走势比较弱，究其原因，基本面上，从已公布三季报的几家白酒企业来看，业绩基本符合市场预期，那么问题在哪？我们认为，一方面下半年来一直存在的白酒提价预期迟迟没有得到落实，二是五粮液本身由于虚假披露而被证监会调查，而至目前尚无定论，市场对此产生担心。但这并不影响公司的长期业绩和投资价值，我们认为在这个时点，正好是资金介入良机，给予公司“推荐”评级。

	2007	2008	1Q2009	1H2009	3Q2009	2009F	2010F
营业收入	7,328.56	7,933.07	3,338.85	5,340.89	8,029.68	11,025.43	13,994.36
营业成本	3,377.98	3,618.07	1,086.95	2,029.59	3,030.91	4,433.25	5,522.15
营业税金及附加	582.63	565.75	229.2	353.02	534.46	871.01	1,189.52
销售费用	782.76	890.83	201.34	484.68	772.95	1,023.25	1,133.54
管理费用	497.94	588.99	173.04	368.92	604.13	815.88	984.61
财务费用	-92.23	-159.95	-10.97	-40.65	-66.02	-125.28	-156.00
营业利润	2,183.42	2,431.13	1,659.29	2,142.76	3,150.80	4,007.32	5,320.54
加：营业外收入	1.89	1.45	1.15	16.21	16.21	17.00	18.00
减：营业外支出	6.96	33.42	0.01	1.15	1.35	2.00	2.50
利润总额	2,178.35	2,399.16	1,660.44	2,157.83	3,165.66	4,022.32	5,336.04
减：所得税	705.56	569.46	391.16	537.92	782.95	993.51	1,242.70
净利润	1,472.78	1,829.70	1,269.28	1,619.90	2,382.71	3,028.81	4,093.34
减：少数股东损益	3.86	19.01	8.62	15.38	83.41	145.20	223.23
归属于母公司的净利润	1,468.92	1,810.69	1,260.66	1,604.52	2,299.30	2,883.61	3,870.11
每股收益：							
基本每股收益(元)	0.387	0.477	0.332	0.423	0.606	0.76	1.02

资料来源：WIND 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。