

五粮液 000858.SZ

# 业绩惊喜将渐次兑现

- 2010 年五粮液销量放量存在内外因基础。
  1. 我们预计公司 09 年饮用级五粮液销量 0.98 万吨左右, 同比小幅下降, 原因主要是主动控货;
  2. 2010 年公司将结束实行近两年的控货政策, 五粮液商品酒产量将近 1.3 万吨, 随着经济回暖带来的消费回升、公司积极主动的放量、加之 09 年对经销商的未兑现供货, 我们预计销量将在 1.2 万吨以上, 同比增长近 30%。
- 我们判断公司产品提价势在必行。贵州茅台提出在明年元月提价 13% 后, 市场对此褒贬不一, 我们的观点是积极的, 理由主要是看好高端酒在 2010 年的恢复性增长, 考量高端酒的特性: 一是提价是维持高端酒品牌形象所需要的; 二是随着消费者收入的增长, 厂商提价可以推高终端价, 进一步维持产品的消费档次; 三是从历史数据观察, 高端酒提价一般不影响其销量。我们认为五粮液跟进提价可以使公司产品 and 竞争产品同处一条价格线, 有助于巩固产品的市场地位, 我们预计公司 52° 五粮液提价幅度在 30-50 元/瓶, 提价时间不会超过两个月。
- 管理体制进一步理顺是公司业绩起飞的基础。体现在关联交易的解决和上级考核机制的变化上。2009 年公司和集团通过成立新销售公司, 解决了关联交易造成的 80% 利润流失, 由此可增加 2010 年收入 25 亿元左右, 由此增加的净利润有望超过 9 亿元。由于公司和集团管理层人员重叠, 上级对业绩的考核主要集中在集团层面, 我们认为这是公司关联交易长期存在或者说管理层未能积极解决该问题的重要原因, 随着关联交易的逐步解决, 对上市公司和集团的考核将分开, 对公司股价相关的市值考核也有望实现。
- 公司股价将追随业绩惊喜渐次的兑现而上行。随着公司高端酒销量逐步赶超茅台以及关联交易逐步解决带来的利润回流, 其市值相对茅台近 50% 的折价局面有望改变, 考虑到公司庞大的规模和中高端与中端酒相对茅台系列酒的强势, 市值超茅台又何妨。
- 团购取得突破性进展。唐桥董事长上任后, 其对团购业务异常重视, 军队、高校和企业是公司团购业务的最大客户群。今年团购收入将达到 11.55 亿元, 同比增长超过 18%, 占收入比重将达 12%。公司对经销商返点政策也积极体现出产品的战略方向, 未来公司会加强团购和中端酒以上产品的销售, 团购方面, 销售 200 万以上的经销商都有返点, 比例在 2% 以上, 最高达到 4.5%。而对 10 元以下的低端酒销售不予返点。
- 调高 2010 年的盈利预测, 维持“买入”评级。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.82 元、1.24 元和 1.55 元, 以当前 27.74 元的价格计算, 对应的动态 PE 分别为 34X、22X 和 18X, 考虑到业绩快速增长和估值较低的因素, 维持“买入”的投资评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888 × 6075

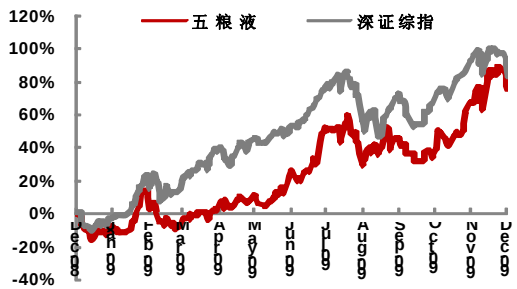
shijiangang@orientsec.com.cn

何浪

研究主管

|                       |                         |
|-----------------------|-------------------------|
| 投资评级                  | <b>买入</b> 增持 中性 减持 (维持) |
| 股价 (2009 年 12 月 18 日) | 27.74                   |
| 目标价格 (6 个月)           | 40.00                   |
| 总股本/A 股 (亿股)          | 37.96/37.96             |
| 国家/地区                 | 中国                      |
| 行业                    | 白酒                      |
| 报告日期                  | 2009 年 12 月 21 日        |

股价表现



| 评价周期  | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月  |
|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现% | 4.96%  | 27.73% | 82.25% |
| 相对表现% | 11.42% | 25.57% | 17.26% |

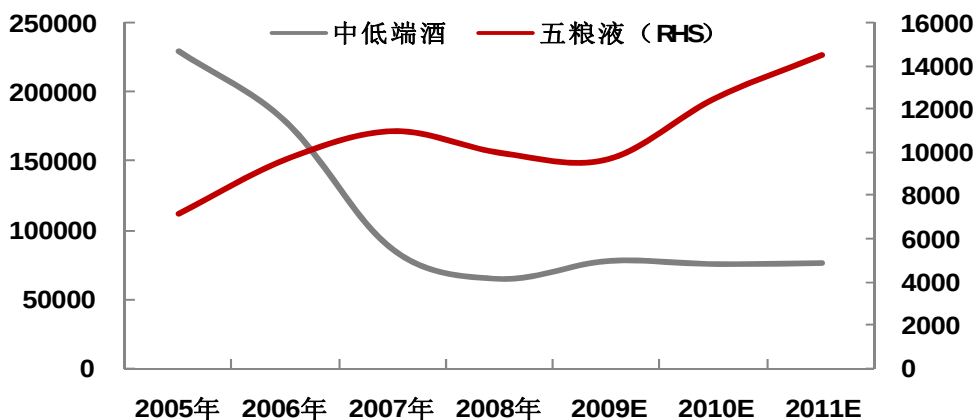
财务预测 (百万)

|          | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 7933  | 10035 | 13360 | 16303 |
| 同比%      | 8.2%  | 26.5% | 33.1% | 22.0% |
| 归属母公司净利润 | 1811  | 3114  | 4697  | 5877  |
| 同比%      | 23.3% | 72.0% | 50.8% | 25.1% |
| 毛利率%     | 54.4% | 62.0% | 68.8% | 69.9% |
| ROE%     | 15.9% | 25.9% | 32.9% | 33.3% |
| EPS      | 0.48  | 0.82  | 1.24  | 1.55  |
| PE       | 58    | 34    | 22    | 18    |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

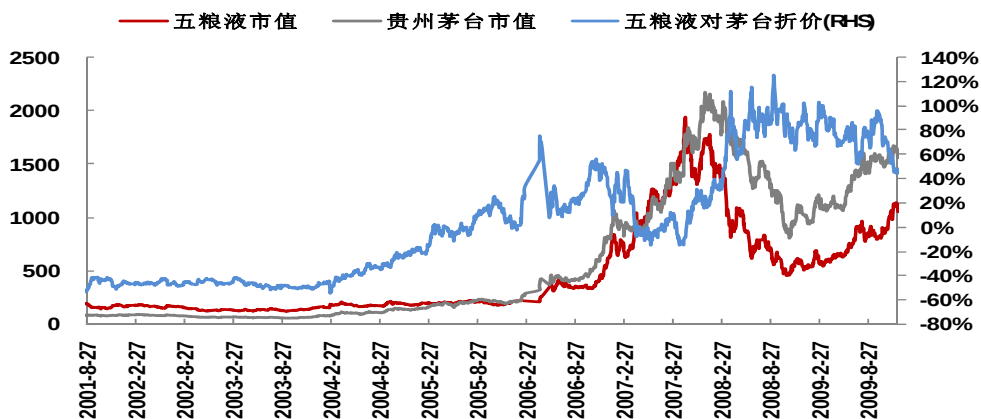
相关研究报告

图 1：五粮液及中低端酒销量预测（吨）



资料来源：东方证券研究所

图 2：五粮液相对贵州茅台的市值折价将逐步减小（亿元）



资料来源：东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |        |       |       |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|-------|-------|--------|
|                | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |                 | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E  |
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |        |       |       |        |
| <b>流动资产</b>    | 8742  | 11089 | 14224 | 17234 | <b>营业收入</b>     | 7933   | 10035 | 13360 | 16303  |
| 现金             | 5925  | 8028  | 10688 | 13043 | 营业成本            | 3618   | 3810  | 4174  | 4903   |
| 应收账款           | 5     | 7     | 9     | 11    | 营业税金及附加         | 566    | 682   | 1002  | 1223   |
| 其他应收款          | 26    | 33    | 44    | 54    | 营业费用            | 891    | 973   | 1309  | 1598   |
| 预付账款           | 45    | 38    | 42    | 49    | 管理费用            | 589    | 702   | 935   | 1141   |
| 存货             | 2077  | 2157  | 2363  | 2775  | 财务费用            | -160   | -129  | -149  | -199   |
| 其他流动资产         | 663   | 826   | 1078  | 1302  | 资产减值损失          | -0     | -0    | -0    | -0     |
| <b>非流动资产</b>   | 4755  | 4464  | 4153  | 3827  | 公允价值变动收益        | 0      | 0     | 0     | 0      |
| 长期投资           | 27    | 27    | 27    | 27    | 投资净收益           | 2      | 2     | 2     | 2      |
| 固定资产           | 4334  | 4207  | 3979  | 3697  | <b>营业利润</b>     | 2431   | 3998  | 6091  | 7639   |
| 无形资产           | 61    | 57    | 53    | 49    | 营业外收入           | 1      | 18    | 3     | 3      |
| 其他非流动资产        | 332   | 174   | 94    | 55    | 营业外支出           | 33     | 2     | 2     | 2      |
| <b>资产总计</b>    | 13496 | 15553 | 18377 | 21062 | <b>利润总额</b>     | 2399   | 4014  | 6092  | 7640   |
| <b>流动负债</b>    | 2040  | 1999  | 2335  | 2637  | 所得税             | 569    | 923   | 1401  | 1757   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 1830   | 3091  | 4691  | 5883   |
| 应付账款           | 38    | 40    | 44    | 51    | 少数股东损益          | 19     | 32    | 49    | 61     |
| 其他流动负债         | 2002  | 1959  | 2291  | 2585  | <b>归属母公司净利润</b> | 1811   | 3114  | 4697  | 5877   |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 2     | 2     | 2     | EBITDA          | 2707   | 4268  | 6361  | 7874   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.48   | 0.82  | 1.24  | 1.55   |
| 其他非流动负债        | 0     | 2     | 2     | 2     |                 |        |       |       |        |
| <b>负债合计</b>    | 2040  | 2001  | 2337  | 2639  | <b>主要财务比率</b>   |        |       |       |        |
| 少数股东权益         | 76    | 108   | 157   | 218   |                 | 2008   | 2009E | 2010E | 2011E  |
| 股本             | 3796  | 3796  | 3796  | 3796  | <b>成长能力</b>     |        |       |       |        |
| 资本公积           | 953   | 953   | 953   | 953   | 营业收入            | 8.2%   | 26.5% | 33.1% | 22.0%  |
| 留存收益           | 6631  | 7277  | 9507  | 12917 | 营业利润            | 11.3%  | 64.5% | 52.3% | 25.4%  |
| 归属母公司股东权益      | 11380 | 12032 | 14261 | 17671 | 归属于母公司净利润       | 23.3%  | 72.0% | 50.8% | 25.1%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 13496 | 14140 | 16755 | 20528 | <b>获利能力</b>     |        |       |       |        |
|                |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 54.4%  | 62.0% | 68.8% | 69.9%  |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       | 净利率(%)          | 22.8%  | 31.0% | 35.2% | 36.0%  |
|                | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E | ROE(%)          | 15.9%  | 25.9% | 32.9% | 33.3%  |
| 单位:百万元         |       |       |       |       | ROIC(%)         | 31.9%  | 54.9% | 87.0% | 108.4% |
| <b>经营活动现金流</b> | 1973  | 3131  | 4875  | 5818  | <b>偿债能力</b>     |        |       |       |        |
| 净利润            | 1830  | 3091  | 4691  | 5883  | 资产负债率(%)        | 15.1%  | 14.1% | 13.9% | 12.9%  |
| 折旧摊销           | 436   | 399   | 419   | 434   | 净负债比率(%)        | 0.00%  | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 财务费用           | -160  | -129  | -149  | -199  | 流动比率            | 4.28   | 5.55  | 6.09  | 6.54   |
| 投资损失           | -2    | -2    | -2    | -2    | 速动比率            | 3.26   | 4.46  | 5.07  | 5.48   |
| 营运资金变动         | -294  | -283  | -141  | -357  | <b>营运能力</b>     |        |       |       |        |
| 其他经营现金流        | 163   | 55    | 57    | 58    | 总资产周转率          | 0.63   | 0.69  | 0.79  | 0.83   |
| <b>投资活动现金流</b> | -106  | -103  | -106  | -106  | 应收账款周转率         | 1326   | 1646  | 1632  | 1570   |
| 资本支出           | 109   | 110   | 110   | 110   | 应付账款周转率         | 105.81 | 97.59 | 99.58 | 102.89 |
| 长期投资           | 0     | -1    | 0     | 0     | <b>每股指标(元)</b>  |        |       |       |        |
| 其他投资现金流        | 4     | 7     | 4     | 4     | 每股收益(最新摊薄)      | 0.48   | 0.82  | 1.24  | 1.55   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -3    | -5    | -4    | -6    | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.52   | 0.82  | 1.28  | 1.53   |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.00   | 3.17  | 3.76  | 4.66   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |       |       |        |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | P/E             | 58.15  | 33.82 | 22.42 | 17.92  |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | P/B             | 9.25   | 8.75  | 7.38  | 5.96   |
| 其他筹资现金流        | -3    | -5    | -4    | -6    | EV/EBITDA       | 37     | 23    | 16    | 13     |
| <b>现金净增加额</b>  | 1865  | 2103  | 2660  | 2355  |                 |        |       |       |        |

资料来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

**施剑刚：食品饮料、农业高级分析师**

**何浪：研究主管**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)