

食品饮料行业

报告原因: 公司调研

2010 年 3 月 15 日

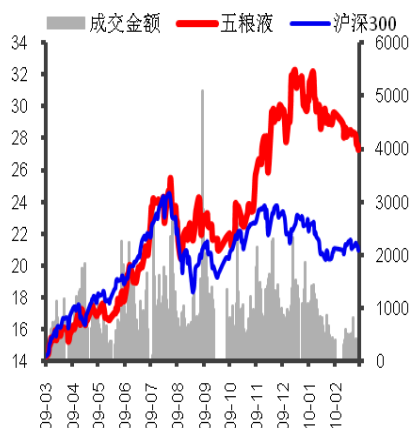
市场数据: 2010 年 3 月 14 日

收盘价(元)	27.22
一年内最高/最低(元)	32.65/14.08
市净率	7.2
市盈率(2009)	31.8
流通 A 股市值(百万元)	103,314

基础数据: 2009 年 12 月 31 日

每股收益(元)	0.86
营业收入(百万元)	11,065.42
净利润(百万元)	3,249.26
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

MSN: luo_yin@hotmail.com

研究员: 张旭

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

五粮液 (000858)

10 年高速增长可期, 永福酱酒全面启动

买入

维持评级

公司研究/调研简报

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	7933	8.2	1,811	0.8	0.48	22.8	15.8	57.1
2009A	11065	39.5	3,249	79.4	0.86	29.4	22.6	31.8
2010E	15010	37.4	4,727	58.4	1.25	31.5	24.7	21.9
2011E	17316	15.4	5,743	21.5	1.51	33.2	23.1	18.0

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **五粮液供不应求, 12000 吨目标锁定。**2009 年在控量保价策略下, 公司共销售五粮液酒 9800 吨。随着宏观经济的逐渐回暖, 被控销量将逐步释放, 10 年公司五粮液酒销售目标设定为 12000-13000 吨, 增幅高达 20%-30%。从年初以来的销售情况来看, 预计公司锁定 12000 吨销量无忧:

(1) 产品需求旺盛, 销售势头良好, 相当于小批发形式的整箱购买价格高达 630 元/瓶仍供不应求; (2) 终端价格稳定, 提价后五粮液出厂价与终端价格差仍在 100 元以上, 经销商利润有保障, 积极性较高; (3) 09 年五粮液一级基酒产量达近 13000 吨, 且 10 年新增基酒仍可保证 11 年 13000-14000 吨销量水平, 充裕的基酒储备为 10 年的放量销售奠定了坚实基础。

● **五粮醇实现突破, 带动万吨产能恢复。**09 年伴随白酒行业中端产品的迅速崛起, 公司五粮醇系列也迎来了销售拐点, 销量从往年的 6000-7000 吨跃升至 11000 吨水平, 销售态势喜人。2010 年公司计划在 09 年基础上再实现 20% 的销售增长, 预计销量 15000 吨, 可为公司贡献收入 7.7 亿元。作为以销量提升为增长点的中价位品种, 五粮醇的销售突破对公司发展意义重大: (1) 有益于进一步推动公司构建橄榄型的产品结构, 合理化产品体系; (2) 有助于提高公司产能利用率, 降低生产成本。受五粮醇销量突破推动, 公司 2010 年将恢复部分闲置基酒产能, 规模约在 10000 吨左右, 近期已完成招工培训, 预计新聘制酒工人等可在 3 月中旬正式上岗。

● **酱香 10 年培育, 即将全面启动。**早在 1999 年公司就已策略性地布局产品多元化体系, 设计投产旗下酱香型白酒, 并在 03 年进一步加大投入力度, 将酱香白酒产能由最初的年产 2000 吨扩建至 20000 吨水平, 至今

为止，公司的酱香培育已达 10 年之久。所谓十年磨一剑，近期五粮液酱香白酒销售即将全面启动。2 月 26 日，公司邀请了中国白酒业内权威人士沈怡方、季克良、高景炎等一行 12 人组成的专家委员会，参加了五粮液酱酒的品鉴会，相关专家对五粮液酱香白酒给予了较高评价。3 月 17 日，公司将在成都糖酒会上举办新闻发布会，将酱香型白酒正式投入市场，我们也将持续跟踪。此次，五粮液酱香白酒将定名为“永福酱酒”，并推出多品种产品，定位在中高价位水平，2010 年预计销量 5000 吨。

● **账面资金达到历史高点，数项目准备启动。**2009 年，公司销售收入突破 110 亿元，现金流充裕，账面资金额达到历史高点，在此背景下公司近期将有 4 大项目准备启动：（1）建设五粮液工业园区，相关方案已逐级上报；（2）构建名酒金三角（四川宜宾、泸州、遵义为代表），相关方案已获批准，将进入实质性阶段，预计将以五粮液为龙头，牵头进行；（3）建设大型酱酒库，以满足酱香型白酒更为苛刻的储存要求；（4）建立全国第一流的科技中心。此外，公司还将在各中心城市进一步完善市场建设，以增强对消费者尤其是团购消费者的服务力度。

● **投资建议：**2010 年公司一方面受益于五粮液提价放量带来的收入增长，另一方面将持续享受 09 年销售公司成立带来的利润分享，在两方面因素的共同推动下，业绩有望获得进一步提升，全年增长可达 50% 以上。我们看好五粮液的持续发展，预计公司 2010 年 EPS 为 1.25 元，对应动态市盈率仅为 21.9 倍，估值优势显著，维持“买入”评级。

● **风险提示：**严惩酒驾政策影响长期化；调查事件处理结果公布。

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。