



10年将维持快速增长

——五粮液（000858）年报点评

分析师

郭怡娴

☎ (0755) 83515613

✉ guoyx@cgws.com

要点:

- 2009年共销售五粮液系列酒8.45万吨，比上年同期增长11.48%；实现营业总收入111.29亿元，比上年同期增长40.29%；实现净利润32.45亿元，比上年同期增长79.18%；实现每股收益0.855元。
- **产品结构继续优化：**公司09年将高价位酒的价格划分底线从70元提高到了120元，重新划分之后，公司高价位酒营业收入同比增长21.57%，毛利率同比提高18.64%，中低价位酒营业收入同比下降43.86%，毛利率同比提高18.26%。
- **毛利率提升带动销售净利率上升：**4月1日酒类相关资产收购和7月1日五粮液销售公司成立，以及出厂价格上调使得报告期内公司毛利率同比上升10.9%，销售费用率同比下降0.8%，管理费用率同比基本持平，财务费用率由于收购上游资产而同比上升1%，销售净利率同比提升6.3%。
- **关联交易解决增厚业绩9.87亿元：**2009年7月1日并表的宜宾五粮液酒类销售有限责任公司实现净利润96873.57万元；4月1日并表的酒类相关资产实现净利润21215万元。两者合计增厚2009年净利润9.87亿元。
- **10年关注毛利率提升和销量增长：**2010年公司毛利率将继续提升，原因主要在于：五粮液酒类销售公司全年并表，且股份公司持股比例上升15%；酒类相关资产同比多贡献第一个季度的利润；从2010年1月16日起对“五粮液”酒出厂价上调8.50%-10.30%。09年五粮液销量大概在9500吨，预计公司10年销量增长20%至11500吨。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司10和11年EPS分别为1.26元、1.56元，对应PE分别为21.7倍和17.5倍，给予公司强烈推荐的投资评级。

投资评级：强烈推荐（维持）

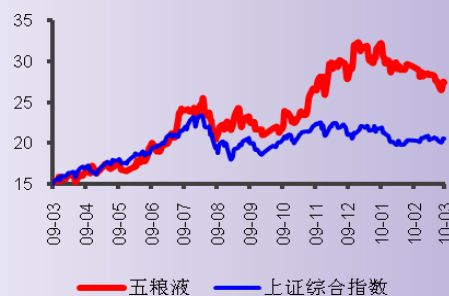
市场数据

总市值（亿元）	1036.69
流通市值（亿元）	1036.69
总股本（万股）	379597
流通股本（万股）	379597
12个月最高/最低	14.45/32.65
十大流通股（%）	59.63%
股东总数	400756

公司盈利预测

单位：万元	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1112922	1560000	1872000
(+/-%)	40.3%	40.2%	20.0%
净利润	324475	477825	592516
(+/-%)	79.2%	47.3%	24.0%
摊薄每股收益	0.855	1.259	1.561
PE	31.9	21.7	17.5

食品饮料行业相对大盘走势



独立声明

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，特此声明。



盈利预测

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E
营业收入	1112922	1560000	1872000	成长性			
营业成本	386066	530400	617760	营业收入增长	40.3%	40.2%	20.0%
销售费用	116415	157560	187200	营业成本增长	6.7%	37.4%	16.5%
管理费用	83897	117000	140400	营业利润增长	88.7%	43.2%	24.0%
财务费用	-10973	-6851	-11071	利润总额增长	92.0%	42.6%	24.0%
投资净收益	312	0	0	净利润增长	79.2%	47.3%	24.0%
营业利润	458667	656804	814455	盈利能力			
营业外收支	1891	0	0	毛利率	65.3%	66.0%	67.0%
利润总额	460559	656804	814455	销售净利率	29.2%	30.6%	31.7%
所得税	113892	164201	203614	ROE	22.3%	24.5%	23.1%
少数股东损益	22192	14778	18325	ROIC	51.1%	69.8%	97.4%
净利润	324475	477825	592516	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	10.5%	10.1%	10.0%
流动资产	1328292	2143198	2986916	管理费用/营业收入	7.5%	7.5%	7.5%
货币资金	754359	1345639	2047654	财务费用/营业收入	-1.0%	-0.4%	-0.6%
应收帐款	10276	14040	16848	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%
应收票据	184213	265200	318240	所得税/利润总额	24.7%	25.0%	25.0%
存货	347684	477669	556344	应收帐款周转率	206.23	128.31	121.21
非流动资产	756617	691252	625885	存货周转率	1.39	1.29	1.19
固定资产	715439	651049	586660	流动资产周转率	1.01	0.90	0.73
资产总计	2084909	2834450	3612801	总资产周转率	0.65	0.63	0.58
流动负债	626375	883313	1050823	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	30.1%	31.2%	29.1%
应付款项	23907	32845	38255	流动比率	2.12	2.43	2.84
非流动负债	488	488	488	速动比率	1.57	1.89	2.31
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	626863	883801	1051311	EPS	0.855	1.259	1.561
股东权益	1458046	1950649	2561490	每股净资产	3.84	5.14	6.75
股本	379597	379597	379597	每股经营现金流	1.59	1.55	1.85
留存收益	1047905	1525730	2118246	每股经营现金/EPS	1.9	1.2	1.2
少数股东权益	30544	45322	63647	估值	2009A	2010E	2011E
负债和权益总计	2084909	2834450	3612801	PE	31.9	21.7	17.5
现金流量表 (万元)				PEG	#REF!	#REF!	#REF!
经营活动现金流	605401	588912	702015	PB	7.1	5.3	4.0
其中营运资本减少	131571	30942	25806	EV/EBITDA	20.13	14.49	11.93
投资活动现金流	-425702	2368	0	EV/SALES	9.32	6.65	5.54
其中资本支出	-98516	0	0	EV/IC	14.03	15.74	17.91
融资活动现金流	-17880	0	0	ROIC/WACC	5.56	7.59	10.60
净现金总变化	161819	591280	702015	REP	2.52	2.07	1.69



研究员介绍及个人承诺:

郭怡娴: 武汉大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 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的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>