

收入首破百亿大关 继续强推

——五粮液（000858）09 年报点评

2010 年 3 月 18 日

强烈推荐/维持

五粮液

财报点评

食品饮料行业分析师

刘家伟 010-66507309 Email: liujw@dxzq.net.cn MSN: ynynljw999@hotmail.com 执业证书编号: S148020712000046

王昕 010-66507312 Email: wangxin@dxzq.net.cn MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件:

3 月 18 日晚间公司发布 09 年报: 全年营业收入、净利润分别为 111.29 亿元和 32.45 亿元, 分别比上年同期增长 40.29%和 79.18%, 09 年销售五粮液系列酒 8.45 万吨, 比上年同期增长 11.48%; 每股收益 0.86 元, 同比增长 79.25%。分配方案: 每 10 股派现金 1.5 元。

表 1 公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入 (百万元)	3086.15	1511.13	1981.40	1354.39	3338.85	2002.04	2688.79	3099.54
增长率 (%)	2.53%	13.36%	16.54%	5.36%	8.19%	32.49%	35.70%	128.85%
毛利率 (%)	60.76%	53.74%	45.25%	53.97%	67.45%	52.92%	62.76%	73.23%
期间费用率 (%)	10.73%	19.93%	18.17%	24.17%	10.88%	22.45%	18.53%	18.79%
营业利润率 (%)	43.79%	25.76%	19.77%	22.06%	49.70%	24.15%	37.49%	46.33%
净利润 (百万元)	1015.71	292.44	295.94	225.61	1269.28	350.62	762.81	1083.96
增长率 (%)	36.30%	-26.90%	62.99%	54.60%	24.97%	19.90%	157.76%	380.45%
每股盈利 (季度, 元)	0.266	0.076	0.077	0.058	0.332	0.091	0.183	0.249
资产负债率 (%)	14.61%	12.43%	14.79%	15.12%	11.46%	22.42%	27.78%	30.07%
净资产收益率 (%)	9.54%	2.67%	2.64%	1.97%	9.97%	2.72%	5.58%	7.43%
总资产收益率 (%)	8.15%	2.34%	2.25%	1.67%	8.83%	2.11%	4.03%	5.20%

资料来源: 公司 09 年报, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- **收入首次突破百亿大关。**09年公司各项基础工作再上新台阶, 生产指标创新高, 实现历史性突破, 为下一年销售打下了坚实基础; 销售收入大幅增长, 首次突破百亿元大关。2009年共销售五粮液系列酒8.45万吨, 比上年同期增长11.48%;
- **各项基础工作再上新台阶。**以资源综合利用为特色的循环经济模式走在同行业前列, 荣获“四川省环境资源综合利用协会先进会员单位”称号, 公司两位领导获“中国环境科学学会优秀环境科技实业家”称号。五粮液酒国家标准样品通过审定, 具有国内先进水平; 白酒系列新产品工艺技术创新与应用项目获得“食品工业科技进步优秀奖”; 2009年11月, 公司技术中心通过了国家发改委第十六批国家级企业技术中心认定, 公司数名高管分别获得“自主创新企业家”、“食品工业科技进步先进科技带头人”、中国环境科学学会优秀环境科技实业家、国家和省级代表性传承人等荣誉称号;

- **09年五粮液品牌价值再度提升，保持行业之首。**2009年12月3日，“2009年度中国最有价值品牌”在美国纽约发布，“五粮液”品牌价值472.06亿元，居白酒制造业第一位，居中国最有价值品牌第4位。“五粮液”品牌比去年增长了21.2亿元，继续稳居中国食品饮料行业第一品牌位置，这也是五粮液连续15年成为中国食品行业最具价值的品牌第一位置，荣获“中国企业长青品牌”大奖；
- **若干财务指标有较大变动。**财务费用比上年下降31.40%，主要系银行同期利率下调引起。资产总额比期初增长54.48%，主要系酒类相关资产收购完成后新增资产；销售费用比上年增长30.68%，本年度销售收入费用率为10.06%、较上年同期11.23%下降了1.17个百分点；管理费用比上年增长42.44%，主要系新增五家并表单位增加的管理费用和职工工资增长共同引起。

消极因素：

- 行业内厂家间的竞争激烈，地方保护依然严重；
- 外来“洋酒”对白酒的挤压，国内白酒企业面临国外“洋酒”品牌的进入竞争和国际资本与业外资本进入的挑战；
- 预收账款大幅降低。公司2008年预收款为10.53亿元左右，而09年仅为4.38亿元，下降近六成。

业务展望：

- **1. 打造中高价产品，推出新品牌。**强化市场营销提高市场占有率，加快新品牌的研发和推出，重点打造高中价位产品，做强做大主品牌。
- **2. 力争净利润20%增长。**提高系列酒销售量，力争实现主营业务收入、净利润20%增长。

盈利预测及投资建议

公司在09年9月9日被证监会“立案调查”以来，治理结构得到飞速改善，与集团公司在关联交易和利益分享方面已经基本了断，预计2010年新产品酱酒会较快推出并逐步贡献业绩（据了解产量达27000吨位国内之冠），加之五粮液放量提价，将成为业绩增长亮点。我们预计2010-2011年EPS约1.34元和1.72元，与目前股价27.31元对应PE仅为20倍，若以白酒通常的35倍PE测算，股价可达46.81元，还有70%以上空间，故维持强烈推荐评级。

表2 公司业绩预测表

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	793,306.87	1,112,922.05	1613736.98	1952621.75	2304093.66
(+/-)	8.25%	40.29%	45.00%	21.00%	18.00%
经营利润（EBIT）	243,112.83	458,667.42	698321.15	887217.02	1099261.89
(+/-)	11.35%	88.66%	52.25%	27.05%	23.90%
净利润	182,969.99	346,666.84	507692.82	651166.81	814479.45
(+/-)	23.27%	79.20%	46.45%	28.26%	25.08%
每股净收益（元）	0.48	0.86	1.34	1.72	2.15

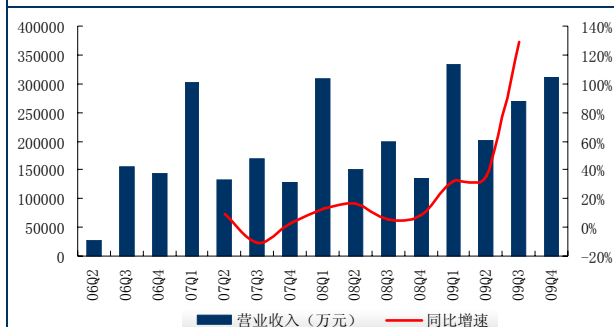
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表 3 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	资产总额较上年增加 54.48%	酒类相关资产收购完成后新增资产
2	财务费用较上年减少 31.4%	银行同期利率下调
3	所得税较上年同期增加 100%	利润总额增加

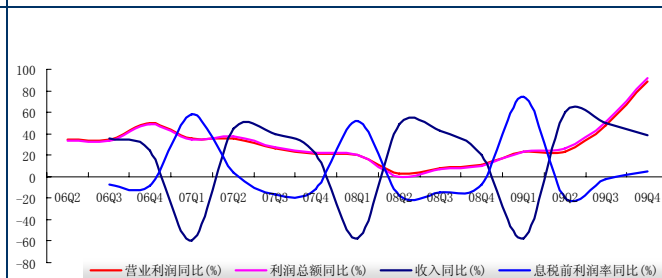
资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

图 1：06Q2-2009 公司收入变动情况



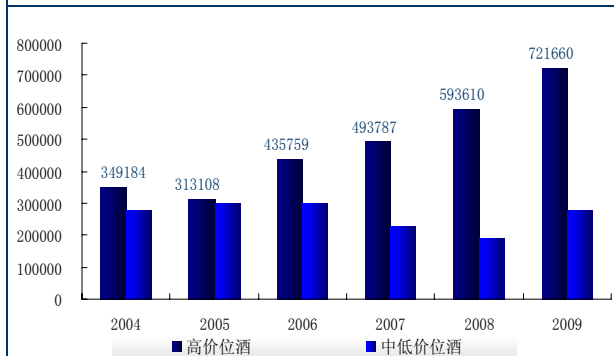
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 2：06Q2-2009 公司营业利润等指标变动情况



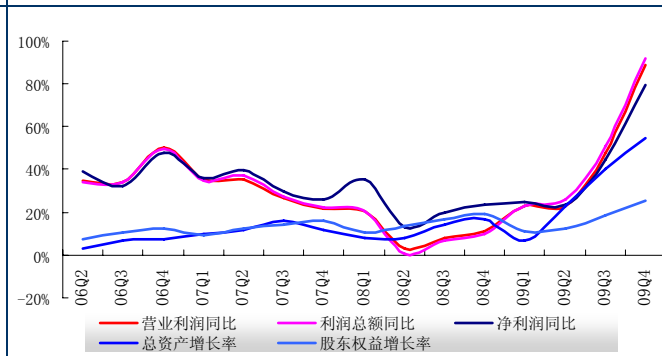
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：2004-2009 公司产品结构变化情况



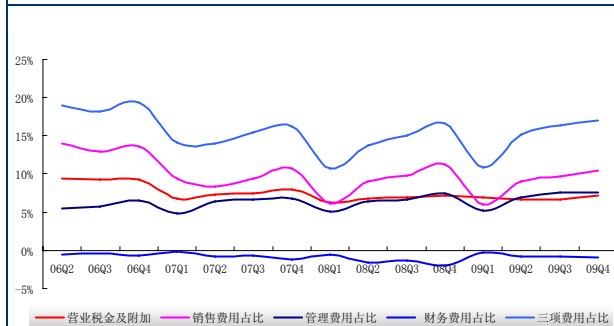
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：06Q2-2009 公司成长能力变动情况



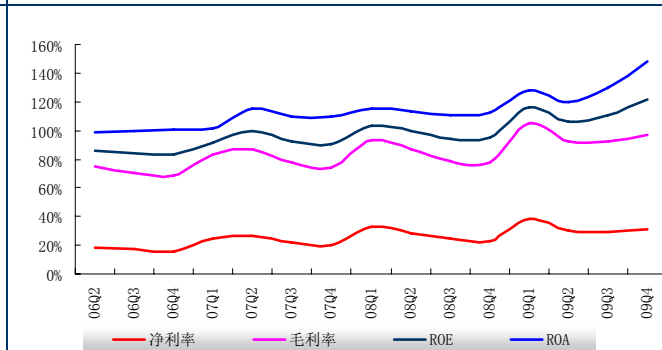
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：06Q2-2009 公司税金及各项费用占比变化情况



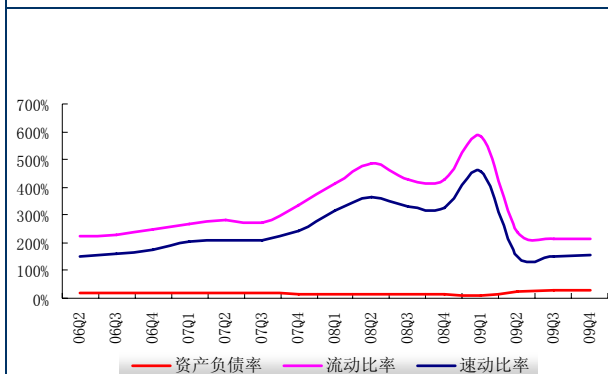
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：06Q2-2009 公司盈利质量与盈利能力变动情况



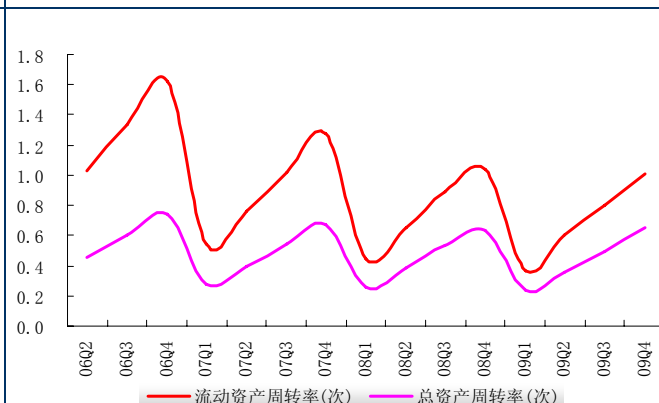
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：06Q2-2009 公司资本结构与偿债能力变化情况



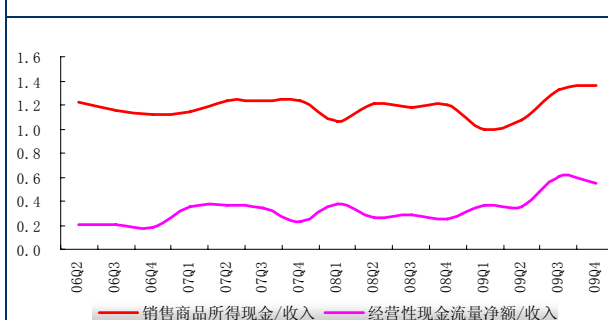
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：06Q2-2009 公司运营能力变化情况



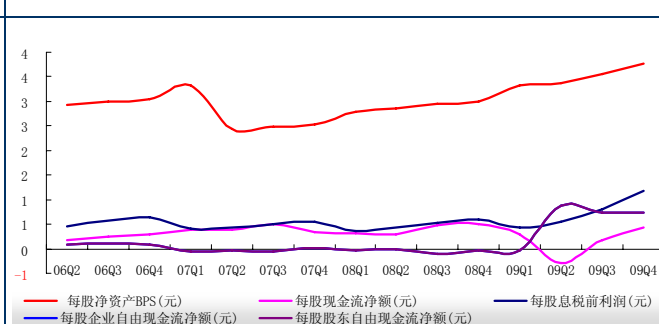
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：06Q2-2009 公司现金流变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：06Q2-2009 公司每股财务指标变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

附：近期报告一览

报告名称	评级	时间
稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	2010-1-01
“普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1 月 12 日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	2010-1-13
播“种”正当时，涨声响起——农林牧渔 1，2 月投资策略	看好	2010-1-15
继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（002329）调研快报	推荐	2010-1-19
五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1 月 15 日提价公告点评	强烈推荐	2010-1-19
自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地（002200）调研报告	推荐	2010-1-19
五粮液 09 年增长近 80% EPS0.856 元 维持“强推”——五粮液（000858）09 年业绩快报点评	强烈推荐	2010-2-02
净利润下降 27.34%，白酒种猪增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09 年报点评	推荐	2010-2-02
干旱影响 09 业绩，工程助力 10 发展，长期高成长性不改——绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2010-2-03
安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09 年报点评	推荐	2010-2-08
种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2010-2-10

玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2010-2-10
老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2010-2-11
食品饮料：1 月涨价未超预期 2 月继续看好	看好	2010-2-22
稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高 2010 年稻谷最低收购价政策点评	看好	2010-2-22
中外大股东深入合作有望提升积极面——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2010-2-23
内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2010-2-23
第七周食用农产品与生资价格小涨 ——商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-2-24
惠泉啤酒：增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09 年报点评	强烈推荐	2010-2-25
惠泉啤酒：四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2010-2-26
三全食品：09 年平稳增长 10 年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2010-2-26
燕京啤酒：驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（002329）09 年报点评	强烈推荐	2010-3-02
水井坊：外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	2010-3-02
第八周食用农产品价格降 1% 继续看好食品饮料-商务部 36 个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2010-3-04
洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09 年报点评	推荐	2010-3-05
金种子酒：增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	2010-3-08
农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	2010-3-08
第九周食用农产品价格降 0.6%继续看好食品饮料——商务部 36 个大中城市价格监测数据点评	看好	2010-3-10
2 月食品 CPI 上涨 6.2%略超预期 3 月可能回落——国家统计局 2 月份食品类价格数据点评	看好	2010-3-12
皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	2010-3-15
基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09 年报点评	强烈推荐	2010-3-17
求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	2010-3-18
中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	2010-3-18

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。