

2010 年 3 月 19 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所综合组  
 组长 强系璧  
 执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚  
 电话：021-58766036-208  
 Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

利润回归上市公司，业绩超预期  
 ——五粮液 2009 年三季报分析  
 2009-10-19  
 量价齐升真正起步——五粮液调价点评  
 2010-1-15

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。

## 五 粮 液（000858.SZ）09 年年报点评

### ● 年报数据

2009 年，公司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%；实现利润总额 46.05 亿元，同比增长 91.97%；实现归属于母公司股东净利润 32.32 亿元，同比增长 76.29%；每股收益 0.855 元。

### ● 公司 09 年业绩出现大幅增长的原因：

#### （1）公司产品结构不断优化，毛利率提升明显

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，高价位酒收入占比下降了 10 个百分点，除了分类标准提升之外，公司其他业务收入增长较快也是占比下降的原因。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增长 48.36%，毛利率同比提高 18.26%。

#### （2）收购集团酒类资产

公司 2009 年 4 月收购了五粮液集团下属的与酒类相关的 5 家包装类公司，2009 年这 5 家企业共计实现收入超过 10 亿元，实现净利润 2.12 亿元，按照股权比例和并表期限，收购的 5 家企业给公司带来 1.59 亿元净利润。

#### （3）与集团合资成立酒类销售公司

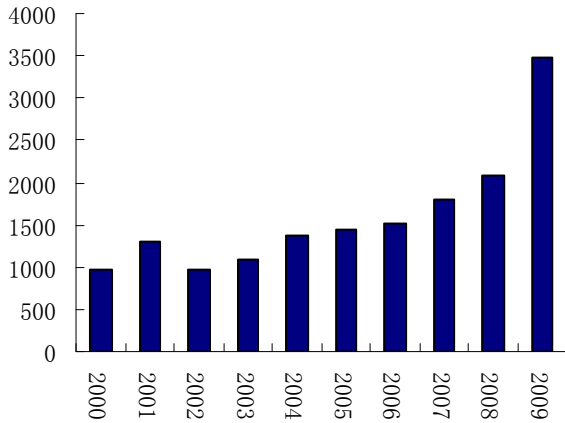
公司 2009 年 7 月与集团合资设立酒类销售公司，公司占比 80%，后于 09 年底加大了在酒类销售公司的股权比例至 95%。2009 年酒类销售公司实现净利润 9.68 亿，按照股权比例和并表期限，酒类销售公司给公司带来 3.87 亿元净利润。

### ● 预收账款和存货大幅增长

公司 2009 年末预收账款较 08 年同比增长 300%以上，我们认为主要原因在以下三个方面：一是 2010 年春节比 09 年晚，09 年春节的销售很多都在 08 年底已经发出，而 10 年春节销售则推迟到了一月份；二是公司成立

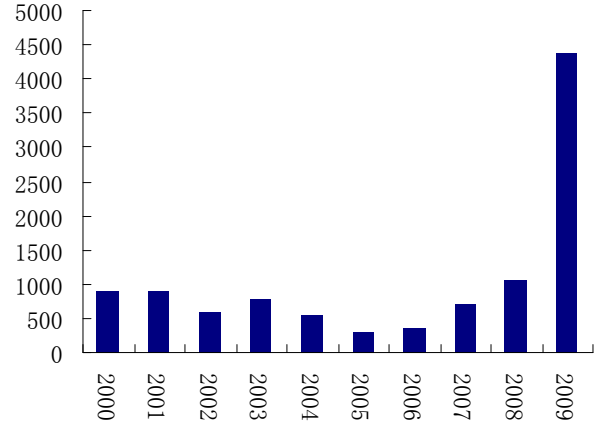
了销售公司后，其所取得的预收款通过并表也计入了公司；三是 09 年年底预期高端白酒涨价，因此经销商预定的较多。

图表 1: 公司 2000 年以来存货情况 (百万元)



资料来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司 2000 年以来年末预收账款情况 (百万元)



资料来源: WIND 国联证券研究所

与预收账款大幅增长相对应的是，公司 09 年底存货同样出现了大幅增长，公司 09 年生产一级酒 13000 吨左右，实际销售 9500 吨左右。

这其中有一个现象值得关注，从历年数据来看公司年末都是存货数量高于预收账款，而 09 年年末公司预收账款数量反超，一方面显示了白酒行业景气回升后，经销商对未来销量持乐观态度；另一方面也反映出公司将在 10 年改变以往的控量政策，因而预收的账款较多。总的来看，存货和预收账款的大幅增加预示着公司 10 年业绩仍将保持快速增长。

### ● 10 年关注提价、放量以及关联交易解决带来的业绩高速增长延续

2010 年公司业绩将延续 09 年的高增长，原因主要在于：

公司从 2010 年 1 月 16 日起对“五粮液”酒出厂价上调 8.50%-10.30%，将提升公司整体的毛利率水平。2009 年一级酒五粮液销量大概在 9500 吨，预计公司 10 年销量增长 20%~25%至 12000 吨左右。这两部分将使得公司高端五粮液酒收入增长 30%以上。

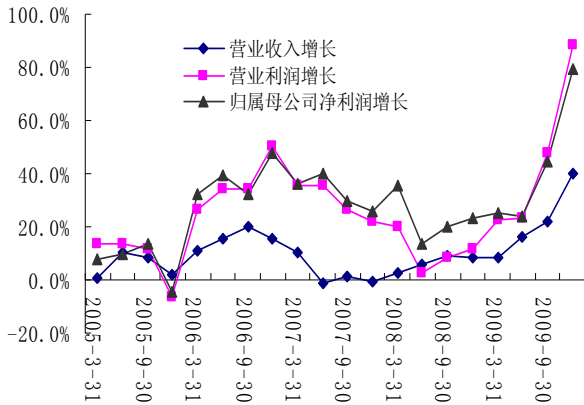
收购的酒类相关资产同比多贡献一个季度的利润，五粮液酒类销售公司全年并表，且股份公司持股比例上升 15%，按照 09 年的业绩表现，将给公司带来 11.32 亿元利润，同比多增 5.86 亿元。

### ● 酱酒新品成为 10 年的亮点

公司新开发的酱酒将于近期推出，而此前该市场主要被茅台所垄断。我们

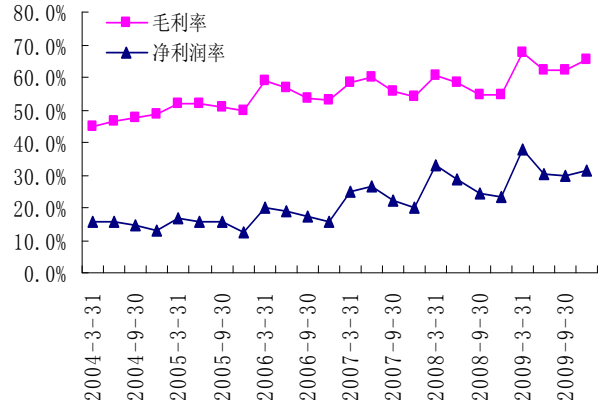
暂不考虑公司的酱酒到底如何，仅从消费心理来看，必然会有消费者选择尝试新品，因此我们认为这一块在 10 年收入是值得期待的。

图表 3: 公司成长能力指标 (%)



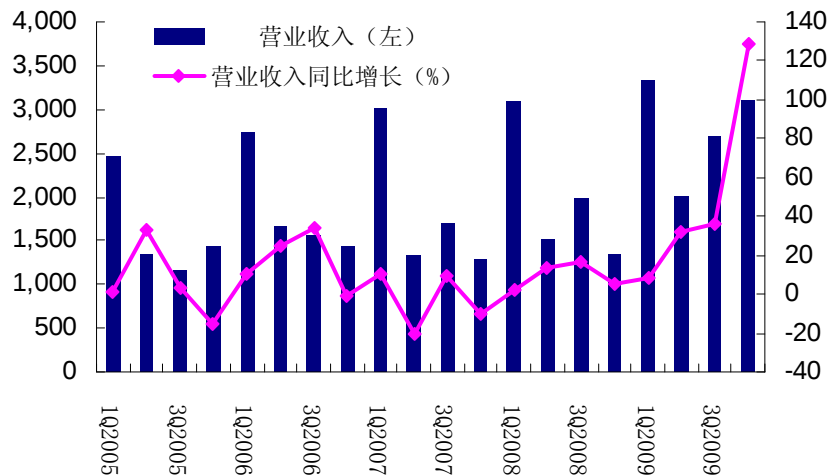
资料来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司盈利能力指标走势



资料来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 单季度收入表现



数据来源: WIND

### ● 盈利预测及投资建议

综合上面的分析，我们预计公司 10~11 年的收入分别为 151 亿元和 184 亿元，实现净利润 48.58 亿元和 60.72 亿元，对应每股收益分别为 1.28 和 1.60 元。根据目前的股价，公司 10~11 年的市盈率分别为 21.33 倍和 17 倍，维持“推荐”评级。

| 百万元        | 2007     | 2008     | 1Q2009   | 1H2009   | 2009      | 2010E  | 2011E  |
|------------|----------|----------|----------|----------|-----------|--------|--------|
| 营业收入       | 7,328.56 | 7,933.07 | 3,338.85 | 5,340.89 | 11,129.22 | 15,136 | 18,696 |
| 营业成本       | 3,377.98 | 3,618.07 | 1,086.95 | 2,029.59 | 3,860.66  | 5,103  | 6,011  |
| 营业税金及附加    | 582.63   | 565.75   | 229.2    | 353.02   | 798.59    | 1,294  | 1,583  |
| 销售费用       | 782.76   | 890.83   | 201.34   | 484.68   | 1,164.15  | 1,206  | 1,624  |
| 管理费用       | 497.94   | 588.99   | 173.04   | 368.92   | 838.97    | 1,005  | 1,281  |
| 财务费用       | -92.23   | -159.95  | -10.97   | -40.65   | -109.73   | -156   | -222   |
| 营业利润       | 2,183.42 | 2,431.13 | 1,659.29 | 2,142.76 | 4,586.67  | 6,684  | 8,419  |
| 加：营业外收入    | 1.89     | 1.45     | 1.15     | 16.21    | 20.72     | 20     | 20     |
| 减：营业外支出    | 6.96     | 33.42    | 0.01     | 1.15     | 1.81      | 2      | 8437   |
| 利润总额       | 2,178.35 | 2,399.16 | 1,660.44 | 2,157.83 | 4,605.59  | 6,702  | 8,064  |
| 减：所得税      | 705.56   | 569.46   | 391.16   | 537.92   | 1,138.92  | 1,620  | 2,109  |
| 净利润        | 1,472.78 | 1,829.70 | 1,269.28 | 1,619.90 | 3,466.67  | 5,081  | 6,328  |
| 减：少数股东损益   | 3.86     | 19.01    | 8.62     | 15.38    | 221.92    | 223    | 256    |
| 归属于母公司的净利润 | 1,468.92 | 1,810.69 | 1,260.66 | 1,604.52 | 3,244.75  | 4,858  | 6,072  |
| 每股收益：      |          |          |          |          |           |        |        |
| 基本每股收益(元)  | 0.387    | 0.477    | 0.332    | 0.423    | 0.855     | 1.28   | 1.60   |

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<br>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% |
|            | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 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。