



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 26 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

推荐

五粮液(000858.CH)

2010 年一季度业绩低于预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
主营业务收入	7,386	7,329	7,933	11,129	13,924	16,315
(+/-%)	15.1	-0.8	8.2	40.3	25.1	17.2
主营业务利润	3,213	3,368	3,749	6,470	8,350	10,431
(+/-%)	33.1	4.8	11.3	72.6	29.1	24.9
净利润	1,170	1,469	1,811	3,245	4,600	6,206
(+/-%)	47.9	25.5	23.3	79.2	41.8	34.9
每股收益 (元)	0.43	0.39	0.48	0.85	1.21	1.63
(+/-%)	47.9	-10.3	23.3	79.2	41.8	34.9
每股经营现金流 (元)	0.49	0.44	0.52	1.59	1.68	1.69
市盈率 (倍)	67.2	74.9	60.8	33.9	23.9	17.7
市净率 (倍)	9.5	11.4	9.6	7.6	5.7	4.3
股价/经营现金流	58.9	66.1	55.8	18.2	17.3	17.2
EV/EBITDA (倍)	35.2	30.3	28.6	15.1	11.7	8.9
净资产收益率 (%)	14.2	15.4	15.9	22.7	24.4	24.9
投入资本回报率 (%)	13.9	14.8	15.1	23.5	24.3	24.7
股息收益率 (%)	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1

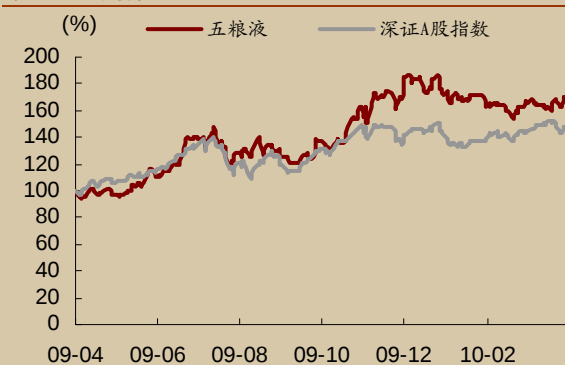
股票信息

	A股
股票代码	000858 CH
当前股价	人民币 29
日成交量 (百万股)	27.18
52周最高价/最低价	人民币 32.65/15.91
总市值 (百万元)	110,083
发行股数 (百万股)	3,796
其中:流通股 (百万股)	3,796
主要股东 (持股比例)	宜宾市国有资产经营有限公司 (56.07%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
五粮液	0.0%	3.3%	-2.1%	-8.4%
深证A股指数	-2.0%	2.0%	3.7%	0.3%
中金食品饮料指数	1.6%	6.2%	0.5%	0.6%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

2010 年一季度业绩低于预期:

2010 年一季度收入达到 44.9 亿元, 同比增长 34.6%, 净利润同比增长 20.8%, 每股收益 0.4 元, 低于我们预期。

正面:

- 经营性现金流同比大幅提高 74.8%。销售商品、提供劳务收到的现金提高 29.5 亿元, 同比大增 88.7%。

负面:

- 销售与盈利均未体现销售公司并表效应, 例如: (1) 毛利率仅同比提高 2 个百分点, 环比下降 3.4 个百分点。在不考虑 2010 年五粮液酒提价的情况下, 销售公司股权注入后的实际毛利率应达到 72.8% ($(1-67.4\%) / (1+20\%) = 72.8\%$), 高出报表水平近 3 个百分点; (2) 销售和管理费用率同比分别提升 1.8 和 2.8 个百分点, 并未再现去年四季度费用率同比下降的合理态势; (3) 销售商品、提供劳务所收到的现金同比提高 29.5 亿元, 而公司报表收入仅同比提高 11.6 亿元 (即便在没有提价效应的 09 年四季度, 公司销售收入同比依然提高 17.5 亿元), 一季度收入增幅显然不正常。

发展趋势:

管理层暗示将会平滑处理 2010 年各季度盈利。 尽管在销售公司股权并入效应最为明显的 2010 年一季度, 净利润增速仅为 20.8%, 但公司管理层表示未来各季度利润将会平滑处理, 也就是说今年一季度不会成为各季度利润增幅高点。

股权激励计划或使今年盈利增幅预期存在变数。 当前管理层释放业绩动力较弱可能与五粮液正在筹措股权激励计划有关。我们在前期报告中曾经分析指出, 五粮液 2010 年实际每股收益有望达到 1.45 元, 因此一旦公司具备业绩释放动力, 其盈利弹性仍值得期待。

盈利预测调整及投资建议:

下调 2010-2011 年每股收益预测 8.4% 和 1.1%。2010-2011 年预测市盈率分别为 23.9 倍和 17.7 倍, 我们提示公司长期盈利弹性, 且即便考虑盈利预测下调, 公司当前市盈率仍处在板块低端, 同时五粮液接受证监会调查一事的解决也将为公司股价提供正面催化剂, 所以我们维持“推荐”评级。

图表 1：2010 年一季度业绩分析

业绩同比				中金评论
(人民币：百万元)	2010年一季度	2009年一季度	同比变化	
销售收入	4494	3339	34.6%	提价和放量效应导致五粮液酒收入出现快速上涨，而销售公司股权注入并未在报表中予以充分体现
毛利率	69.9%	67.4%	2.4%	
销售税金	362	229	58.0%	毛利率的提升仅体现提价效应，销售公司股权注入并未体现
销售税金/销售收入	8.1%	6.9%		
生产成本	1354	1087	24.6%	成本同比上升主要由于五粮液酒的销量增加
营业费	352	201	74.6%	
营业费/销售收入	7.8%	6.0%	1.8%	销售费用率同比提升，显示销售公司利润并未体现
管理费	357	173	106.2%	
管理费/销售收入	7.9%	5.2%	2.8%	管理费用率同比提升，显示销售公司利润并未体现
营业利润	2079	1659	25.3%	
营业利润率	46.3%	49.7%	-3.4%	费用率高于预期导致净利润提升幅度低于预期
所得税率	24.4%	23.6%	0.8%	
净利润	1523	1261	20.8%	
净利润率	33.9%	37.8%	-3.9%	
每股收益	0.40	0.33	20.8%	
经营活动产生的现金流	2139	1227	74.2%	

资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整表

(人民币：百万元)	调整后	2010E		调整后	2011E	
		调整后	同比变化		调整后	同比变化
销售收入	13005	13924	7.1%	15203	16315	7.3%
毛利率	70.0%	68.7%	-1.3%	72.2%	72.7%	0.5%
主营业务税金	1138	1210	6.4%	1330	1425	7.1%
营销费用	833	1319	58.3%	878	1297	47.8%
营销费用/销售收入	6.4%	9.5%	3.1%	5.8%	8.0%	2.2%
管理费用	499	968	94.1%	533	985	85.0%
管理费用/销售收入	3.8%	7.0%	3.1%	3.5%	6.0%	2.5%
息税前利润	6630	6063	-8.6%	8237	8148	-1.1%
息税前利润率	51.0%	43.5%	-7.4%	54.2%	49.9%	-4.2%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	5021	4600	-8.4%	6274	6206	-1.1%
净利润率	38.6%	33.0%	-5.6%	41.3%	38.0%	-3.2%
每股收益 (人民币元)	1.32	1.21	-8.4%	1.65	1.63	-1.1%

资料来源：中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	7386	7329	7933	11129	13924	16315
主营业务利润	3213	3368	3749	6470	8350	10431
营业费用	(1005)	(783)	(891)	(1164)	(1319)	(1297)
管理费用	(472)	(498)	(589)	(839)	(968)	(985)
营业利润	1739	2087	2269	4467	6063	8148
财务费用	50	92	160	110	135	214
税前利润	1786	2178	2399	4606	6197	8362
净利润	1,170	1,469	1,811	3,245	4,600	6,206
每股盈利 (元)	0.43	0.39	0.48	0.85	1.21	1.63
每股股利 (元)	0.06	-	0.05	0.02	0.02	0.03
现金流量表						
经营活动现金流净额	1336	1666	1973	6054	6364	6398
投资活动现金流净额	(250)	(243)	(106)	4257	0	0
融资活动现金流净额	(271)	(148)	(3)	(179)	(57)	(81)
货币资金增加额	815	1275	1865	1618	6307	6317
货币资金期初余额	1971	2786	4061	5925	7544	13850
货币资金期末余额	2786	4061	5925	7544	13850	20168
资产负债表						
货币资金	2786	4061	5925	7544	13850	20168
应收款项	676	531	602	1842	2305	2700
存货	1508	1806	2077	3477	2630	2810
长期投资合计	26	26	27	30	30	30
固定资产合计	5212	4994	4662	7154	6629	6096
无形资产及其他资产	65	62	61	376	357	338
资产合计	10,334	11,572	13,496	20,849	26,228	32,569
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付帐款	36	30	38	239	270	276
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1,211	942	828	221	221	221
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	2,711	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备和未分配利润	5,546	5,773	7,584	10,479	15,022	21,147
负债和所有者权益合计	10,334	11,572	13,496	20,849	26,228	32,569

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

图表 4: 盈利预测及其主要假设

(人民币: 百万元)	2007	2008	2009	2010E	2010E
销售收入	7,329	7,933	11,129	13,924	16,315
五粮液	4,938	5,936	6,736	9,286	10,726
中低价酒	2,284	1,880	3,432	4,531	5,482
销量(吨)	98,000	76,000	99,578	119,493	130,839
平均单价(元/吨)	74,934	104,658	111,764	116,526	124,694
五粮液	n.a.	n.a.	670,206	770,000	847,000
中低价酒	n.a.	n.a.	38,340	42,173	46,391
毛利率	53.9%	54.4%	65.3%	68.7%	72.7%
五粮液	72.0%	66.7%	77.0%	80.0%	82.0%
中低价酒	16.5%	16.7%	22.0%	40.0%	50.0%
营业费用	783	891	1,164	1,319	1,297
营业费用率	10.7%	11.2%	10.5%	9.5%	8.0%
管理费用	498	589	839	968	985
管理费用率	6.8%	7.4%	7.5%	7.0%	6.0%
税前利润	2,178	2,399	4,606	6,197	8,362
税前利润率	29.7%	30.2%	41.4%	44.5%	51.3%
所得税率	32.4%	23.7%	24.7%	25.0%	25.0%
净利润	1,469	1,811	3,245	4,600	6,206
净利润率	20.0%	22.8%	29.2%	33.0%	38.0%

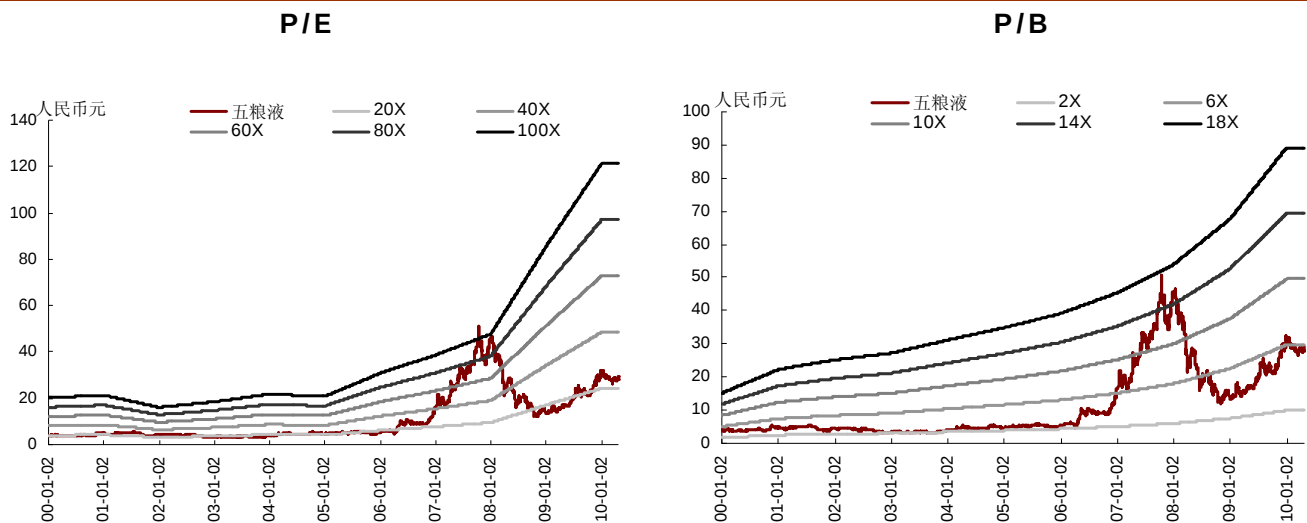
资料来源: 中金公司研究部

图表 5：可比公司估值

公司 (收盘于2010-4-23)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	31.5	21.7	17.0	9.3	6.8	5.1	29.8	31.9	30.8	0.8	0.8	1.2	20.5	14.3	11.2
五粮液	000858.SZ	推荐	33.9	23.9	17.7	7.6	5.7	4.3	22.7	24.4	24.9	0.1	0.1	0.1	15.1	11.7	8.9
泸州老窖	000568.SZ	推荐	28.3	22.9	17.4	11.1	9.7	8.3	39.4	42.6	47.9	3.5	4.9	6.4	24.6	20.7	14.7
水井坊	600779.SH	审慎推荐	36.5	27.1	19.3	7.8	7.2	6.4	21.5	26.6	33.6	2.3	2.6	3.6	22.4	17.8	12.8
山西汾酒	600809.SH	推荐	56.3	27.4	19.0	11.2	8.6	7.0	21.5	33.7	38.9	1.1	2.6	3.7	27.7	17.6	12.1
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	51.9	29.0	11.3	3.5	2.3	1.9	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	31.9	12.7	11.0
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	34.6	27.9	22.5	12.8	10.3	8.2	37.1	36.8	36.5	1.6	2.5	2.0	25.2	19.8	15.9
金枫酒业	600616.SH	中性	44.8	37.1	27.8	6.7	6.1	5.3	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	32.4	26.8	20.3
古越龙山	600059.SH	中性	88.8	56.4	55.3	5.0	4.8	4.6	5.7	8.6	8.4	1.0	2.1	2.2	32.3	20.0	19.3
可选消费类平均			45.2	30.4	23.0	8.3	6.8	5.7	22.2	25.4	28.6	1.3	1.9	2.3	25.8	17.9	14.0
可选消费类平均(剔除古越龙山)			39.7	27.1	19.0	8.7	7.1	5.8	24.2	27.5	31.1	1.3	1.8	2.3	25.0	17.7	13.4
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	64.8	42.2	28.0	6.1	5.5	4.6	9.5	13.2	16.6	1.7	0.0	0.0	52.2	30.6	21.5
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	56.9	34.7	26.1	11.9	10.4	8.9	21.5	31.0	35.4	1.0	1.7	2.3	32.3	22.0	17.2
青岛啤酒	600600.SH	中性	41.1	31.1	25.9	6.3	5.3	4.8	15.2	17.1	18.4	0.4	1.6	1.9	21.2	14.0	14.0
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	45.5	28.7	24.1	4.1	3.9	3.5	8.5	12.2	13.1	0.7	1.1	1.3	19.7	13.7	11.9
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.6	28.2	25.0	10.4	8.9	7.8	31.0	31.7	31.2	2.0	2.4	2.7	19.8	16.7	14.5
*ST伊利	600887.SH	推荐	43.8	29.8	22.0	8.6	7.0	5.6	19.7	23.5	25.4	0.5	0.7	0.9	21.2	14.6	10.6
光明乳业	600597.SH	回避	95.9	79.8	71.2	5.6	5.2	5.0	5.8	6.5	7.0	0.0	0.4	0.7	23.1	19.9	18.3
低价快消类平均			54.5	39.2	31.8	7.6	6.6	5.7	15.9	19.3	21.0	0.9	1.1	1.4	27.1	18.8	15.4
低价快消类平均(剔除光明乳业)			47.6	32.4	25.2	7.9	6.9	5.9	17.6	21.5	23.3	1.0	1.2	1.5	27.7	18.6	14.9
A股覆盖总体平均			49.3	34.2	26.8	8.0	6.7	5.7	19.4	22.8	25.3	1.1	1.5	1.9	26.3	18.3	14.6
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)			43.1	29.4	21.6	8.4	7.0	5.8	21.4	24.9	27.8	1.2	1.6	1.9	26.2	18.1	14.0

资料来源：万德资讯，中金公司研究部

图表 6：历史 P/E 和 P/B



资料来源：万德资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。