

动态报告

食品饮料

饮料

五粮液(000858)

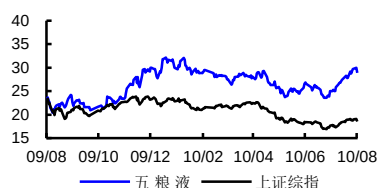
推荐

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 11 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	28.91
总股本/流通 A 股(百万股)	3,795.97/3,795.52
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	109,741.40/109,728.51
上证综指/深圳成指	2,595.27/10,715.39
12 个月最高/最低 (元)	32.20/20.40

财务数据

净资产值(百万元)	15,952.22
每股净资产(元)	4.20
市净率	6.88
资产负债率	29.71%
息率	0.52%

相关研究报告:

《五粮液 09 年报点评: 利润回流 估值已处于底部》——2010-3-19

《五粮液 09 年业绩快报: 四季度利润实现正常化 业绩释放提速》——2010-2-1

《五粮液 09 年三季报点评: 未来业绩依赖高端放量能力》——2009-10-20

分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080407

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期 增长有待量价齐升

●上半年 EPS 同比增长 41%

五粮液上半年实现收入 76 亿, 同比增长 42%; 净利润 23.4 亿, 合 EPS0.60 元, 同比增长 41%。利润快速增长主要是由于销售公司的注入、高端产品的提价和原材料采购成本的下降。我们上半年的业绩符合我们和市场的预期。

●业绩增长点仍然资产注入和高端提价放量

由于高价位产品的划分标准变化, 以及销售公司的加入, 使得中报的可比较性不高。我们粗略估计, 上半年增加的 20 亿收入中, 增加销售公司带来了 20 个亿; 高端酒提价和放量有约 10 个亿, 但 09 年 4 季度比预期多确认了约 10 个亿; 中低端酒销售的增长也被预收账款增加 9 个亿所抵消。

●预收款显著增加 关联交易仍有规模

公司上半年公司现金回款比销售收入要多出 16%, 其中预收款增长 9 亿, 显示公司收入确认留有较大余地。公司暂停 6-7 两个月发货, 改先行发出 8 月提价后产品是预收增加的一个重要原因。另外, 公司公告以后每年将向集团多支付 2 个亿的土地租赁费, 上半年集团的五粮液代理出口仍有近 1 个亿的差价流出。

●提价预期强烈 业绩释放有待于量价齐升

目前公司已将高度普五的终端价格从 698 元提升到 738 元, 而近期将出厂价上调 8-12% 的概率较大。不过对于毛利率超过 90% 的高端酒, 提价带来的杠杆效应已显著弱化, 未来业绩的增长还有赖于量价的同步提升。

●风险提示

经济增长放缓或使高端酒放量承受阻力, 消费税征收政策有微调的可能性。

●维持“推荐”评级

我们假设 10-12 年五粮液内销价格分别提升 37%、9%和 7%, 销量增长 15%、10%和 8%, 估计 EPS 分别为 1.22、1.54 和 1.88 元, 动态市盈率分别为 24、19 和 15 倍。股价仍有吸引力, 我们维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7,933.07	11,129.22	14,762	17,204	19,443
(+/-%)	8.25%	40.29%	32.6%	16.5%	13.0%
净利润(百万元)	1,810.69	3,244.75	4636	5858	7134
(+/-%)	23.27%	79.20%	42.9%	26.4%	21.8%
每股收益 (元)	0.48	0.85	1.22	1.54	1.88
EBIT Margin			41.6%	44.9%	48.2%
净资产收益率 (ROE)	15.91%	22.73%	25.4%	27.7%	28.9%
市盈率 (PE)	60.61	33.82	23.67	18.73	15.38
EV/EBITDA			16.83	13.39	11.19
市净率 (PB)	9.64	7.69	6.02	5.19	4.44

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	7544	9203	12960	16900
应收款项	2014	1618	1508	1705
存货净额	3477	4283	3652	3934
其他流动资产	225	148	172	194
流动资产合计	13283	15262	18302	22743
固定资产	7154	9363	9080	8718
无形资产及其他	308	298	288	277
投资性房地产	74	74	74	74
长期股权投资	30	32	35	38
资产总计	20849	25029	27778	31849
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	239	48	47	51
其他流动负债	6025	6291	5990	6342
流动负债合计	6264	6339	6037	6393
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
长期负债合计	5	5	5	5
负债合计	6269	6344	6042	6398
少数股东权益	305	470	592	740
股东权益	14275	18215	21144	24711
负债和股东权益总计	20849	25029	27778	31849

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.85	1.22	1.54	1.88
每股红利	0.05	0.18	0.77	0.94
每股净资产	3.76	4.80	5.57	6.51
ROS	29%	31%	34%	37%
ROE	23%	25%	28%	29%
毛利率	65%	69%	74%	76%
EBIT Margin	40%	42%	45%	48%
EBITDA Margin	46%	47%	50%	53%
收入增长	40%	33%	17%	13%
净利润增长率	79%	43%	26%	22%
资产负债率	32%	27%	24%	22%
息率	0.2%	0.6%	2.7%	3.3%
P/E	33.8	23.7	18.7	15.4
P/B	7.7	6.0	5.2	4.4
EV/EBITDA	22.7	16.8	13.4	11.2

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11129	14762	17204	19443
营业成本	3861	4567	4408	4684
营业税金及附加	799	1230	1445	1641
销售费用	1164	1666	2273	2217
管理费用	839	1164	1358	1535
财务费用	(110)	(209)	(299)	(403)
投资收益	3	3	2	2
资产减值及公允价值变动	7	7	7	7
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4587	6354	8029	9778
营业外净收支	19	0	0	0
利润总额	4606	6354	8029	9778
所得税费用	1139	1525	1927	2347
少数股东损益	222	193	244	297
归属于母公司净利润	3245	4636	5858	7134

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3245	4636	5858	7134
资产减值准备	9	(9)	0	0
折旧摊销	654	765	926	1017
公允价值变动损失	(7)	(7)	(7)	(7)
财务费用	(110)	(209)	(299)	(403)
营运资本变动	1260	(267)	415	(145)
其它	200	173	122	149
经营活动现金流	5360	5291	7314	8148
资本开支	(3154)	(2947)	(626)	(638)
其它投资现金流	(16)	14	0	0
投资活动现金流	(3172)	(2936)	(628)	(641)
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(190)	(695)	(2929)	(3567)
其它融资现金流	(201)	0	0	0
融资活动现金流	(570)	(695)	(2929)	(3567)
现金净变动	1618	1659	3757	3940
货币资金的期初余额	5925	7544	9203	12960
货币资金的期末余额	7544	9203	12960	16900
企业自由现金流	2906	2213	6583	7352
权益自由现金流	2705	2372	6811	7658

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	