

公司研究

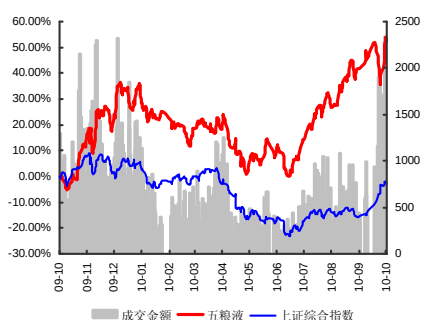
三季度延续高增长，酱酒缔造新增长点

食品饮料

2010 年 10 月 22 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所食品饮料小组

组长 强系璧

执业证书编号：S0590208070088

联系人

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

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）2010 年三季度报分析

经营数据：

公司 2010 年前三季度实现营业收入 114.71 亿元，同比增长 42.87%；实现营业利润 46.6 亿元，同比增长 47.93%；实现归属母公司的净利润 33.95 亿元，同比增长 47.67%；实现每股收益 0.894 元；基本符合我们的预期。

分析结论：

● 低基数效应消失导致三季度收入、净利润增速均有所回落

公司第三季度收入和净利润继续保持较快增速，实现收入 38.95 亿元，同比增长 44.87%，实现净利润 11.34 亿元，同比增长 63.28%，环比增速均出现回落，主要原因是公司去年收购资产和成立销售公司所导致的上半年的低基数效应消失。

● 放量团购市场，终端价飞涨，提价将如期而至

公司加大了对团购渠道的销售力度，使得产品在商超、餐饮渠道流通量减少，终端价格出现快速上升，渠道价差持续扩大，达到近年高位，有效地刺激了经销商的积极性。与此同时，随着终端价格的飞涨，公司在 10 月初提高团购渠道的出厂价 40 元，预计其他渠道的出厂价也将跟随提价。

● 永福酱酒成为公司新的增长点

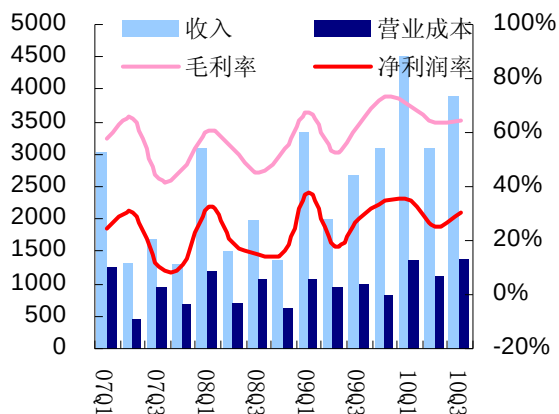
公司在秋季糖酒会期间推出“永福酱酒”，终端零售价大约在 1198 元至 1398 元之间，出厂价 600 元左右，定位高于茅台，今年销售目标在 500 吨左右，预计给公司带来 6 亿元的收入；未来 3 至 5 年将达到 3000 至 4000 吨，每年可增加收入 12 亿元，永福酱酒将成为五粮液新的增长点。

● 维持“推荐”评级

我们预计公司 10-12 年每股收益分别为 1.21 元、1.52 和 1.85 元，对应目前股价 PE 分别为 29.5 倍、23.5 倍和 19.3 倍，考虑到公司业绩的确定性、年底或年初存在提价可能以及估值转向 11 年，维持“推荐”评级。

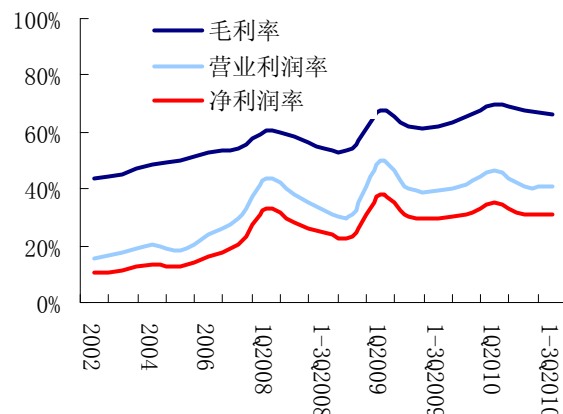
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	11,129	15,445	19,064	22,964
YOY	40.3%	38.8%	23.4%	20.5%
归属母公司净利润	3,245	4,598	5,781	7,036
EPS(元)	0.85	1.21	1.52	1.85
ROE(%)	22.7%	26.3%	27.6%	28.7%
P/E	41.8	29.5	23.5	19.3
P/B	9.5	7.8	6.5	5.5

图表 1: 公司单季度盈利能力



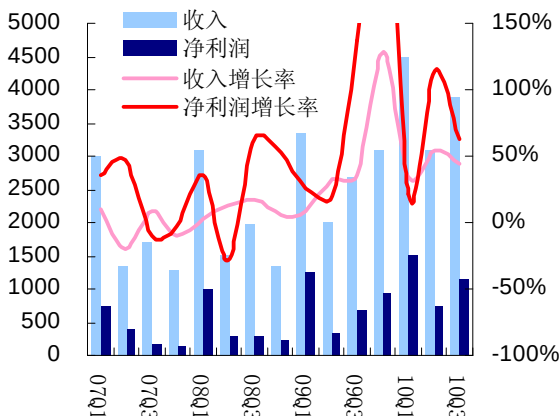
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司盈利能力保持稳定



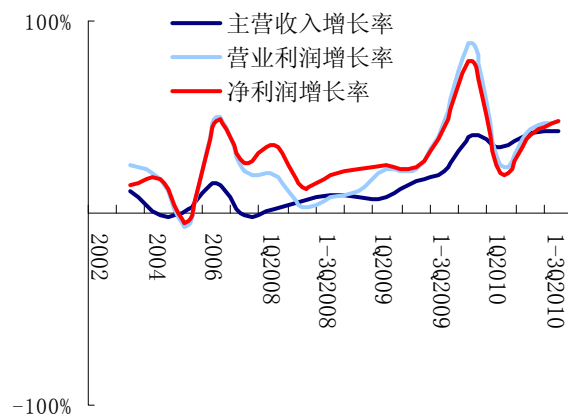
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司三季度净利润增速有所回落



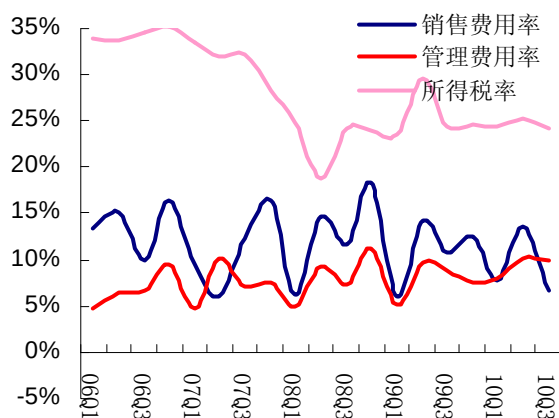
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司主要成长性指标走势



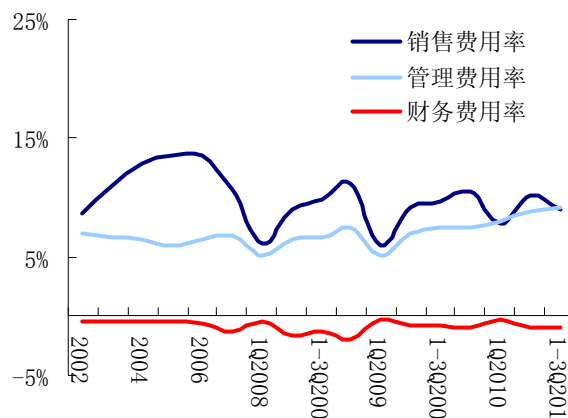
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司三季度销售费用率下降明显



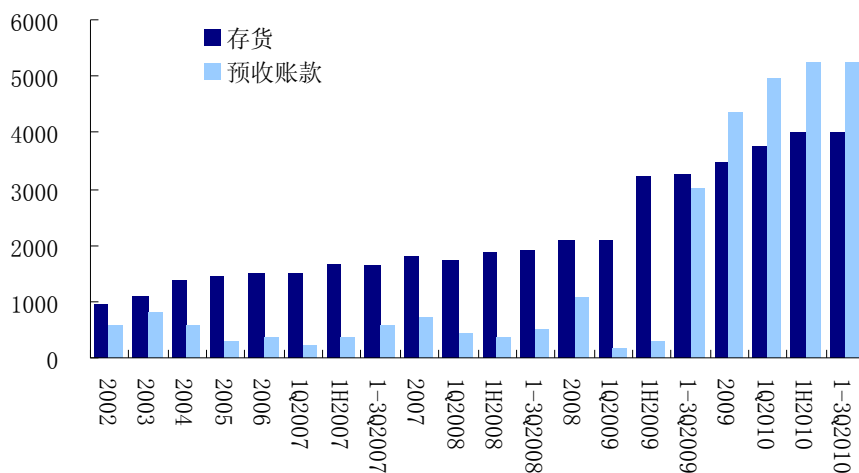
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司期间费用率情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 公司预收账款持续超出存货



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 8: 单季度损益表情况

单位: 百万元	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
一、营业总收入	1354.39	3338.85	2002.04	2688.79	3099.54	4493.63	3082.92	3895.16
二、营业总成本	1058.09	1679.56	1516.16	1680.79	1684.68	2412.45	2064.20	2323.74
其中: 营业成本	623.38	1086.95	942.64	1001.32	829.75	1354.05	1116.88	1391.08
营业税金及附加	106.28	229.20	123.82	181.44	264.13	362.05	277.39	310.52
销售费用	248.78	201.34	283.34	288.27	391.20	351.59	421.82	263.15
管理费用	150.76	173.04	195.88	235.21	234.84	356.75	313.40	386.93
财务费用	(72.23)	(10.97)	(29.68)	(25.37)	(43.71)	(11.99)	(65.29)	(27.95)
资产减值损失	1.14		0.15	(0.08)	8.47			0.01
三、其他经营收益								
公允价值变动净收益					15.52	(1.81)	(5.08)	(0.02)
投资净收益	2.51		(2.41)	0.03	5.50	0.13	(3.99)	0.35
四、营业利润	298.80	1659.29	483.47	1008.04	1435.88	2079.49	1009.66	1571.76
加: 营业外收入	0.22	1.15	15.06		4.51	13.85	13.62	2.31
减: 营业外支出	1.95	0.01	1.14	0.20	0.46	6.66	0.51	4.58
五、利润总额	297.08	1660.44	497.39	1007.84	1439.93	2086.68	1022.77	1569.49
减: 所得税	71.47	391.16	146.77	245.03	355.97	508.60	257.68	379.90
六、净利润	225.61	1269.28	350.62	762.81	1083.96	1578.09	765.10	1189.59
减: 少数股东损益	4.27	8.62	6.76	68.03	138.50	55.45	26.77	55.19
七、归属母公司所有者净利润	221.34	1260.66	343.87	694.77	945.46	1522.64	738.33	1134.39
EPS	0.06	0.33	0.09	0.18	0.25	0.40	0.19	0.30
收入增长率	5%	8%	32%	36%	129%	35%	54%	45%
毛利率	54%	67%	53%	63%	73%	70%	64%	64%
营业利润率	22%	50%	24%	37%	46%	46%	33%	40%
净利润率	17%	38%	18%	28%	35%	35%	25%	31%
营业税金率	8%	7%	6%	7%	9%	8%	9%	8%
销售费用率	18%	6%	14%	11%	13%	8%	14%	7%

管理费用率	11%	5%	10%	9%	8%	8%	10%	10%
财务费用率	24%	24%	30%	24%	25%	24%	25%	24%
所得税率	53%	25%	20%	137%	327%	21%	115%	63%
净利润增长率	5%	8%	32%	36%	129%	35%	54%	45%

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

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