

增 持 维持

五粮液 (000858)

2011 年 3 月 3 日

销售收入高速增长 营销效率好于预期

食品饮料行业分析师: 赵 勇
SAC 执业证书编号: S0850209090682
zhaoyongl@htsec.com
0755-82775282食品饮料行业: 卢媛媛
lyy5991@htsec.com
021-23219610联系人: 齐 莹
qiy@htsec.com
021-232191662011 年 3 月 2 日收盘于: 32.78 元
6 个月目标价: 45.9 元

事件:

3 月 3 日五粮液发布业绩快报。公司 2010 年实现销售收入 155.10 亿元, 同比增长 39.36%。实现营业利润 60.47 亿元, 同比增长 31.84%。实现净利润 43.45 亿元, 同比增长 33.91%。每股收益 1.145 元/股。总资产 287.62 亿元, 同比增长 37.95%。归属上市公司所有者权益 180.19 亿元, 同比增长 26.22%。

一系列规章制度颁布预示着唐桥时代的到来。在业绩快报发布同时, 公司公布了一系列的规章制度, 包括:《投资者关系管理制度》、《董事会战略委员会实施细则》、《独立董事制度》、《董事、监事和高级管理人员买卖公司股票的管理制度》、《董事会议事规则》、《应对突发事件管理制度暨应急预案》、《总经理工作细则》、《提名委员会实施细则》、《薪酬与考核委员会实施细则》、《审计委员会实施细则》、《审计委员会工作规程》、《内幕信息知情人管理制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》、《接待和推广工作制度》、《募集资金管理办法》、《关于防止控股股东或实际控制人及关联方占用公司资金的制度》、《独立董事年报工作制度》、《董事会秘书工作细则》、《重大信息内部报告制度》、《信息披露管理制度》、《监事会议事规则》、《股东大会议事规则》、《关联交易管理制度》和《董事及高级管理人员行为准则》。

董事会第十三次会议审议通过《五粮液酒包装生产流水线年新增 2 万吨包装能力技改项目》、《五粮液酿酒工艺技术装备机械化、自动化的研究与应用立项的议案》、《关于 2011 年费用预算及管理的议案》。

点评:

销售收入略高于预期, 净利润略低于预期: 公司 2010 年销售收入和净利润数据与我们的预期略有差异, 但基本在合理的范围内。4 季度费用提高, 拉低全年利润率水平, 我们估算 4 季度新增预收账款 27 亿, 2010 年底合计预收账款在 70-80 亿元左右, 由此奠定了 2011 年业绩基础, 预计公司 1 季度销售收入增长 50%。2010 年公司销售五粮液约 1.2 万吨, 公司总销量接近 10 万吨, 收入的增长主要来自于中档酒五粮春和五粮醇的放量以及团购突破。2011 年, 五粮液销售仍将保持稳定增长增速在 15%-20%, 五粮春和五粮醇继续放量, 我们预计增速达到 50%以上。明年高档酒的营销重点在永福酱酒, 自今年 9 月推出以来市场反应平淡, 明年加大永福酱酒的营销力度。

高档酒销量提升来源于团购的拓展。估计 2010 年公司五粮液销量在 1.2 万吨左右, 销量增量部分基本来自于团购。团购销量由 2009 年的 300 多吨上升到 2010 年的 2000 多吨, 估计销售额在 17-20 亿元左右。鉴于公司在高档白酒的行业地位, 预计未来团购销量继续维持高速增长的趋势, 今后公司会加大力度扶持, 争取团购销售收入占比达到 40%-50%, 届时公司盈利能力也将有所提升。

集团董事长王国春退休，唐桥时代或将来临。据《南方都市报》3月1日报道，五粮液掌门人的更替进入正式程序。日前，五粮液集团厂区门口，张贴公示唐桥成为五粮液集团董事长人选，并征询群众意见，这是人事任免的第一个程序。今天公司发布的一系列规章制度也暗示了这一点。唐桥掌权意味着五粮液将更重视企业管理制度建设，未来企业管理将更加规范。未来，预计王国春将被返聘回上市公司做首席顾问。唐桥和王国春的协调将统一企业发展战略和思路，有助于公司今后更好发展。另外，公司账面现金超过100亿元，公司进行行业并购的意愿较大。

市值管理和高管激励是业绩增长的制度保证。三季报应付职工薪酬项目高达3.48亿元几乎是2009年该项目的10倍，由此看出公司高管和职工的激励基本到位。另外，公司市值管理要求市值每年的增长要高于白酒行业上市公司的加权平均市值，这就保证了公司每年业绩的稳定增长。

盈利预测与投资建议。公司主品牌产品增长趋势明确，集团公司人事变动，或成公司业绩超预期动因。综合以上分析，预计2011-2012年公司每股收益分别为1.53、1.86元。“增持”评级。

主要不确定因素。团购拓展不利，永福酱酒不受市场认可。

信息披露

分析师声明

赵 勇：食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：古井贡酒、五粮液、贵州茅台、水井坊、洋河股份、山西汾酒、泸州老窖、青岛啤酒、燕京啤酒、重庆啤酒、张裕、金枫酒业、古越龙山、保龄宝

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。