



食品饮料/必需消费

五粮液 (000858)

平滑 10 年业绩 保证 11 年增长

——五粮液 2010 年业绩快报点评



胡春霞

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

S0880511010015

本报告导读:

10 年 eps1.145, 同比增长 34%。公司收入增速 39%略超预期, 提前确认销售费用可能是导致业绩增速低于收入的主要原因, 但平滑业绩保证了 11 年稳定增长。

事件:

- **2010 年业绩快报摘要:** 营业收入 155 亿元, 同比增长 39%; 归属上市公司股东净利润 4.34 亿, EPS1.145 元, 同比增长 34%。
- **经营业绩和财务状况情况说明:** 报告期内公司继续保持旺盛的发展势头, 酒类产品销量增加, 且吨酒平均售价增长; 公司营业收入增长, 吨酒价格上扬的同时, 受原辅材料、人工成本上涨, 营销费用增长, 税收政策变化等不利因素的综合影响, 公司净利润增长 33.91%。

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 46.50

上次预测: 46.50

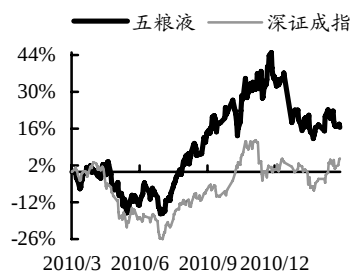
当前价格: 32.78

2011.03.03

交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.20-41.48
总市值 (百万元)	124,432
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,796/3,796
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	25
日均成交值 (百万元)	891

52 周内股价走势图



相关报告

《确定性增长下孕育超预期的可能》	2010.12.10
《五粮液公司 2010-12-07 调研提纲》	2010.12.03
《销售维持较快增速 业绩稳定增长可以...》	2010.10.21
《高档酒进入良性循环, 各领风骚十来年》	2010.09.26
《资产整合已见成效, 提价预期强烈》	2010.08.11

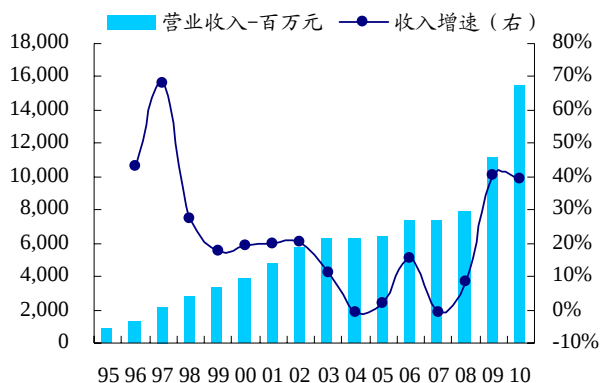
评论:

- **公司目前基本面稳定, 经营情况良好:** 2010 年实现营业收入 155 亿元, 同比增长 39%, 略超市场预期。公司整体经营情况稳定, 2010 年实现五粮液酒销售 12,000 吨; 10 年公司的生产状况是历史上最好的年份, 一级基酒出酒增长 15%, 保证了 11 年五粮液酒成功放量, 预计 11 年将实现五粮液酒销售 14,000 吨, 增长 15%。
- **公司存在平滑业绩的可能, 11 年业绩增长有保障:** 公司在 2010 年四季度确认收入 40 亿, 同比增长 30% 的情况下, 营业利润同比竟然下降了 3.5%, 归属母公司股东净利润同比仅增长 0.43%。联想到集团董事长处于换届期, 公司此前以 4.05 亿的大手笔中标了 2011 年央视新闻联播的报时广告, 我们认为公司有可能在 2010 年四季度提前确认了较多的营销费用, 预计公司未来可能会根据经营情况的节奏稳步释放业绩, 保证 11 年仍有稳定的增长。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

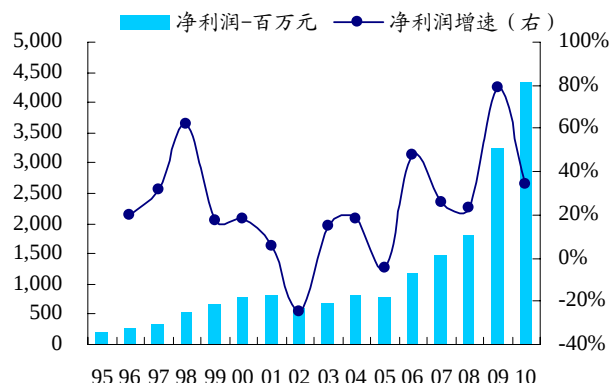
- **上调终端指导价先行, 强化出厂价提价预期:** 公司于 2011 年 1 月 31 日上调了五粮液酒的终端指导价 100 元, 至 889 元; 目前出厂价未变, 仍维持在 509 元, 终端指导价与出厂价价差高达 74%。从茅台和国窖 1573 已经提高出厂价 20% 左右来看, 五粮液提价预期越来越强烈, 上调终端指导价的行为旨在稳定经销商利润、为提价预热。
- **1-2 月销售情况非常好:** 公司从去年下半年进入旺季以来, 五粮液酒一直供不应求; 进入 2011 年以来, 直到春节后的 2 月底, 包装生产线在加班加点生产仍不能满足市场需求。一季报存在超预期的可能, 但我们很难把握公司释放利润的节奏。

图 1: 营业收入及增速 (年度)



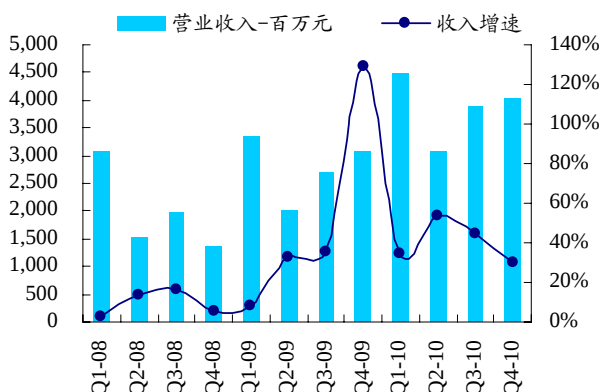
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 2: 归属母公司股东净利润及增速 (年度)



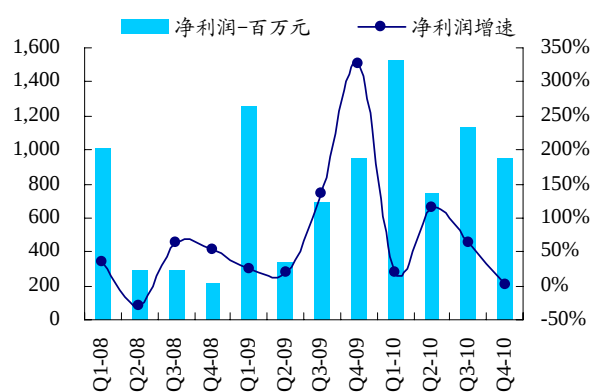
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 3: 营业收入及增速 (单季度)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 归属母公司股东净利润及增速 (单季度)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

- **盈利预测与投资建议:** 公司 10 年业绩略低于我们和市场的一致预期, 但考虑到公司目前整体经营情况非常不错, 我们暂时维持 11-12 年 EPS 预测 1.55 元、1.91 元, 对应于目前的估值分别为 21 倍、17 倍, 2010 年公司 PE 运行区间为 21 倍-35 倍。短期内来看, 公司调节业绩释放的节奏可能会对公司在资本市场中的形象构成一定的影响, 但从目前的估值角度来看, PE 已经落到了历史估值区间的下限, 如果公司股价超跌至 30 元以下则为估值提供了充分的安全边际, 考虑到公司业绩稳定增长, 我们认为短期股价下跌则会提供比较好的买入机会。给予 11 年 30 倍 PE, 目标价 46.5 元, 维持增持评级。

作者简介:**胡春霞:**

S0880511010015

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔（贡献作者）:

S0880110090037

021-38674752

zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，2010 年进入国泰君安，现从事食品饮料行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		