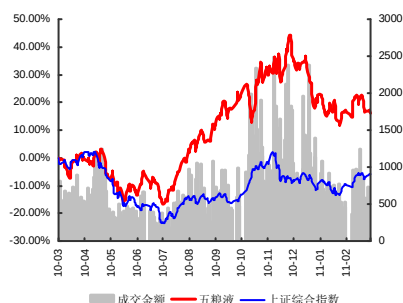


2011 年 3 月 3 日

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 周纪庚

执业证书编号：S0590210100011

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 年业绩快报分析

经营数据：

公司发布业绩快报，2010 年实现营业收入 155.1 亿元，同比增长 39.36%；实现营业利润 60.5 亿元，同比增长 31.84%；归属于上市公司股东的净利润 43.45 亿元，同比增长 33.91%；实现每股收益 1.145 元。

分析结论：

● 全年收入增长符合预期，四季度增速全年最低

2010 年公司酒类销售继续保持旺盛的势头，产品销量增加且吨酒均价增长，导致收入增长近 40%，符合我们之前的预期；其中第四季度实现收入 38.95 亿元，同比仅增长 30%，全年最低，主要原因是公司去年收购资产和成立销售公司（并提高持股比例至 98%）导致四季度基数较高。

● 净利润增速低于预期，四季度净利润零增长

公司全年实现净利润 43 亿元，同比增长 33.91%，低于市场和我们的预期，其中四季度实现净利润 9.5 亿元，同比仅增长 0.43%；四季度营业利润率仅次于二季度（季节性最低，节后吨酒均价下调），主要原因是公司在 10 月初提高团购渠道的出厂价 40 元，但其他渠道的出厂价并没有提升，同时由于公司加大了对团购渠道的销售力度，营销费用上升明显，再加上四季度农产品价格的快速上涨。

● 永福酱酒成为公司新的增长点

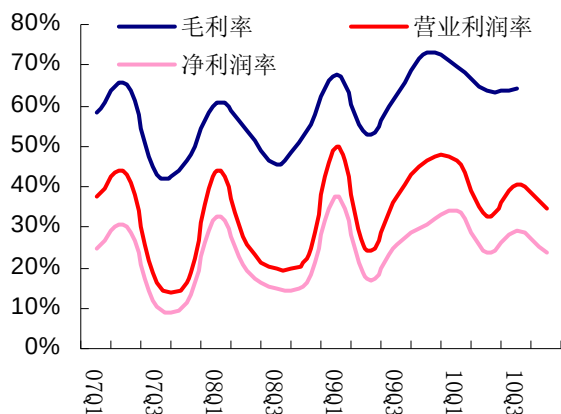
公司“永福酱酒”目前已经全面上市，终端零售价为 1280 元，定位高于茅台（限价），出厂价 600 元左右，2011 年销售目标在 500 吨左右，预计给公司带来 6 亿元的收入；未来 3 至 5 年将达到 3000 至 4000 吨，每年可增加收入 12 亿元，永福酱酒将成为五粮液新的增长点。

● 维持“推荐”评级

我们预计公司 10-12 年每股收益分别为 1.145 元、1.54 和 1.86 元，对应目前股价 PE 分别为 28.6 倍、21.3 倍和 17.7 倍，考虑到公司业绩的确定性以及终端提价后存在出厂价上调的可能，维持“推荐”评级。

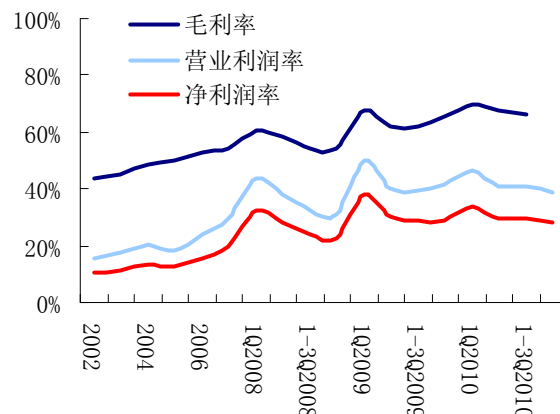
单位：百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	11,129	15,510	19,764	22,964
YOY	40.3%	39.4%	27.4%	16.2%
归属母公司净利润	3,245	4,345	5,835	7,047
EPS(元)	0.85	1.145	1.54	1.86
P/E	41.8	28.6	21.3	17.7
P/B	9.5	6.9	6.0	5.1

图表 1: 公司单季度盈利能力



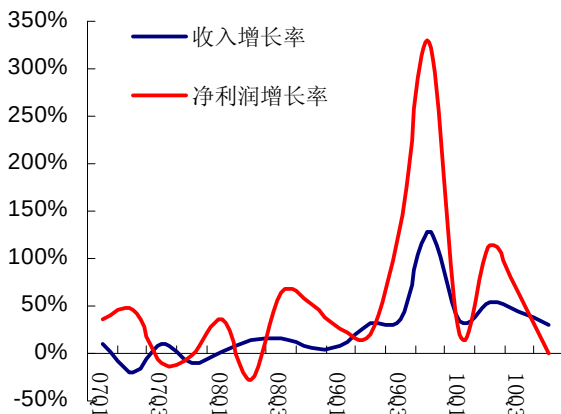
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司盈利能力保持稳定



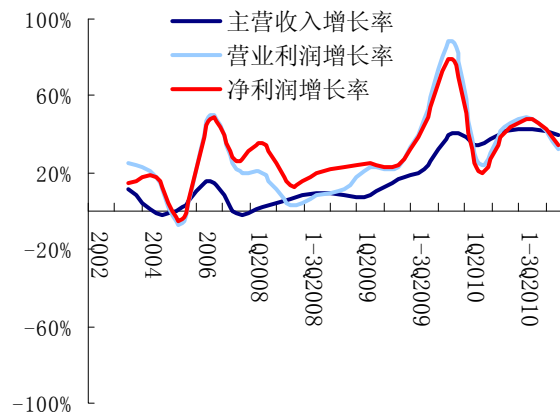
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司三季度净利润增速有所回落



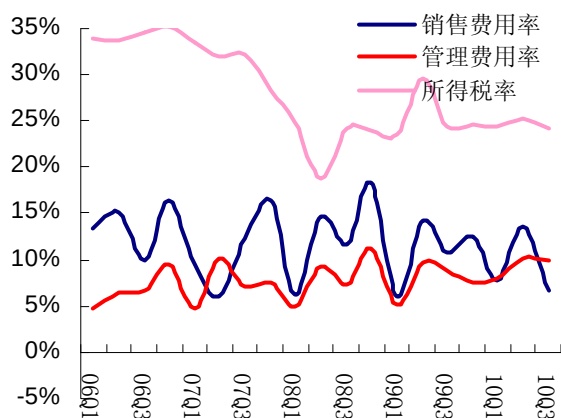
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司主要成长性指标走势



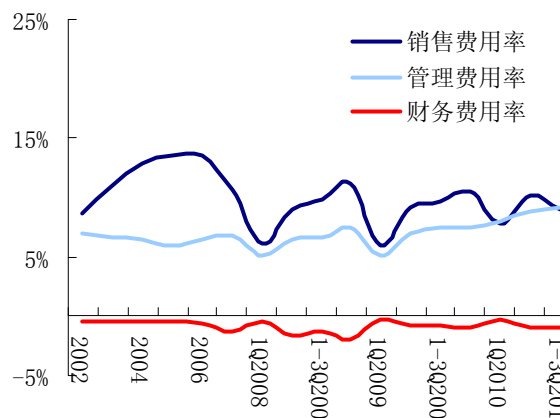
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司单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: 单季度损益表情况

单位: 百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	3338.85	2002.04	2688.79	3099.54	4493.63	3082.92	3895.16	4038.11
二、营业总成本	1679.56	1516.16	1680.79	1684.68	2412.45	2064.20	2323.74	
其中: 营业成本	1086.95	942.64	1001.32	829.75	1354.05	1116.88	1391.08	
营业税金及附加	229.20	123.82	181.44	264.13	362.05	277.39	310.52	
销售费用	201.34	283.34	288.27	391.20	351.59	421.82	263.15	
管理费用	173.04	195.88	235.21	234.84	356.75	313.40	386.93	
财务费用	(10.97)	(29.68)	(25.37)	(43.71)	(11.99)	(65.29)	(27.95)	
资产减值损失		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		(2.41)	0.03	5.50	0.13	(3.99)	0.35	
四、营业利润	1659.29	483.47	1008.04	1435.88	2079.49	1009.66	1571.76	1386.26
加: 营业外收入	1.15	15.06		4.51	13.85	13.62	2.31	
减: 营业外支出	0.01	1.14	0.20	0.46	6.66	0.51	4.58	
五、利润总额	1660.44	497.39	1007.84	1439.93	2086.68	1022.77	1569.49	1337.30
减: 所得税	391.16	146.77	245.03	355.97	508.60	257.68	379.90	
六、净利润	1269.28	350.62	762.81	1083.96	1578.09	765.10	1189.59	
减: 少数股东损益	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	1260.66	343.87	694.77	945.46	1522.64	738.33	1134.39	949.53
EPS	0.33	0.09	0.18	0.25	0.40	0.19	0.30	0.25
收入增长率	8%	32%	36%	129%	35%	54%	45%	30.28%
毛利率	67%	53%	63%	73%	70%	64%	64%	
营业利润率	50%	24%	37%	46%	46%	33%	40.35%	34.33%
净利润率	37.76%	17.18%	25.84%	30.50%	33.88%	23.95%	29.12%	23.51%
营业税金率	7%	6%	7%	9%	8%	9%	8%	
销售费用率	6%	14%	11%	13%	8%	14%	7%	
管理费用率	5%	10%	9%	8%	8%	10%	10%	
所得税率	24%	30%	24%	25%	24%	25%	24%	
净利润增长率	25%	20%	137%	327%	21%	115%	63%	0.43%

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。