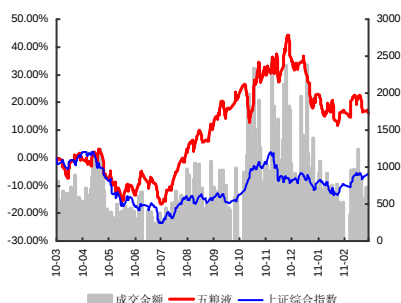


2011 年 3 月 30 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

周纪庚

电话：021-38991500-895

Email: zhoujg@glsc.com.cn

执业证书编号：S0590210100011

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 年年报分析

经营数据：

公司发布 2010 年报，实现营业收入 155.4 亿元，同比增长 39.64%；实现营业利润 60.94 亿元，同比增长 32.88%；归属于上市公司股东的净利润 43.95 亿元，同比增长 35.46%；实现每股收益 1.158 元。拟每 10 股派现金 3.00 元（含税）。

分析结论：

● 四季度净利润增速个位数，远低于收入增速

公司四季度实现净利润 10 亿元，同比仅增长 5.77%，高于此前业绩预告水平，但远低于收入增幅；主要原因是公司 09 年用酒类销售公司替代进出口公司，实现利润回归，导致去年四季度基数较高，同时公司加大团购渠道的销售力度，营销费用率上升明显。

● 高价位酒增长迅速，放量是主因

2010 年公司高价位酒销售继续保持旺盛的势头，产品销量增加且吨酒均价增长（年初提价），导致收入增长 51%，五粮液主品牌实现销量 12800 吨，同比增长 23%，中低价酒收入同比增长 14%。

● 预收账款创新高显示 11 年业绩有空间

公司 2010 年年末预收账款余额达到 71 亿元，环比增加 19 亿元，同比增加 62.41%。我们认为预收账款快速增加有两个原因：一是公司放缓收入确认以平滑 10 年业绩；二是经销商预期年后产品提价提前打款。

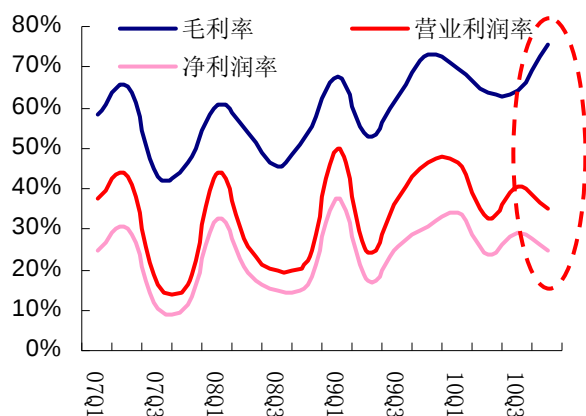
● 维持“推荐”评级

我们预计公司 11-13 年每股收益分别为 1.54 元、1.86 和 2.17 元，对应目前股价 PE 分别为 20.4 倍、16.8 倍和 14.5 倍，考虑到公司业绩的确定性、年内存在提价可能性以及中低端酒营销效果释放，股价具备较好的安全边际同时不乏增长空间，维持“推荐”评级。

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,541	19,664	23,364	26,860
YOY	39.6%	26.5%	18.8%	15.0%
归属母公司净利润	4,395	5,844	7,073	8,230
EPS(元)	1.16	1.54	1.86	2.17
ROE(%)	24.3%	26.3%	26.8%	26.9%
P/E	27.1	20.4	16.8	14.5
P/B	6.6	5.4	4.5	3.9

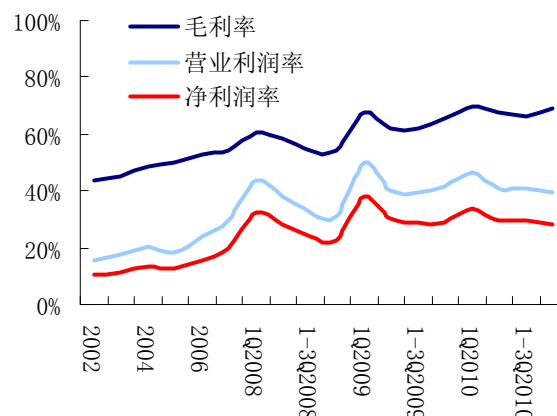
数据来源：国联证券研究所

图表 1: 公司四季度毛利率和净利率出现背离



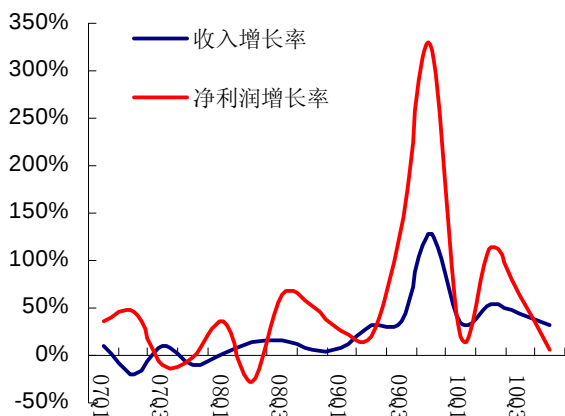
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司盈利能力保持稳定



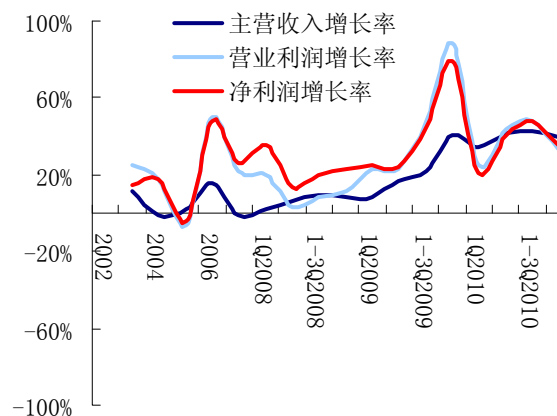
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司净利润增速波动大于收入



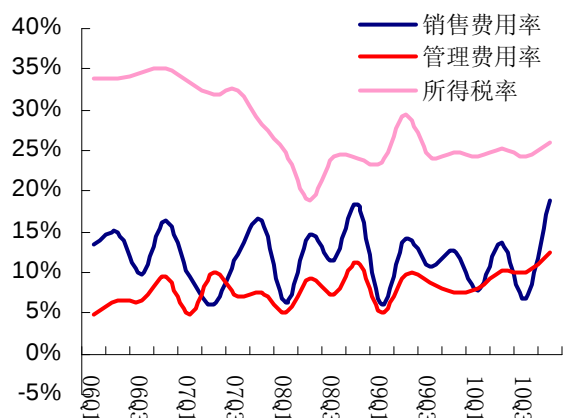
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司主要成长性指标走势



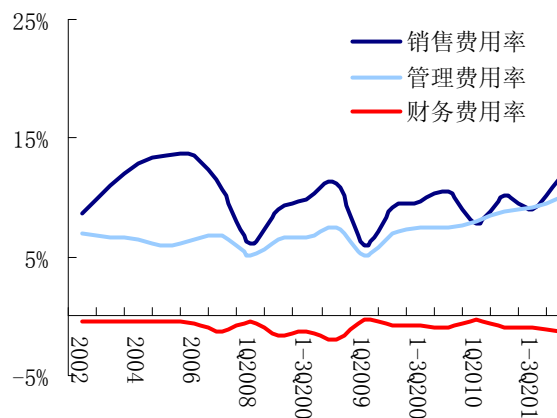
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司四季度销售费用率上升明显



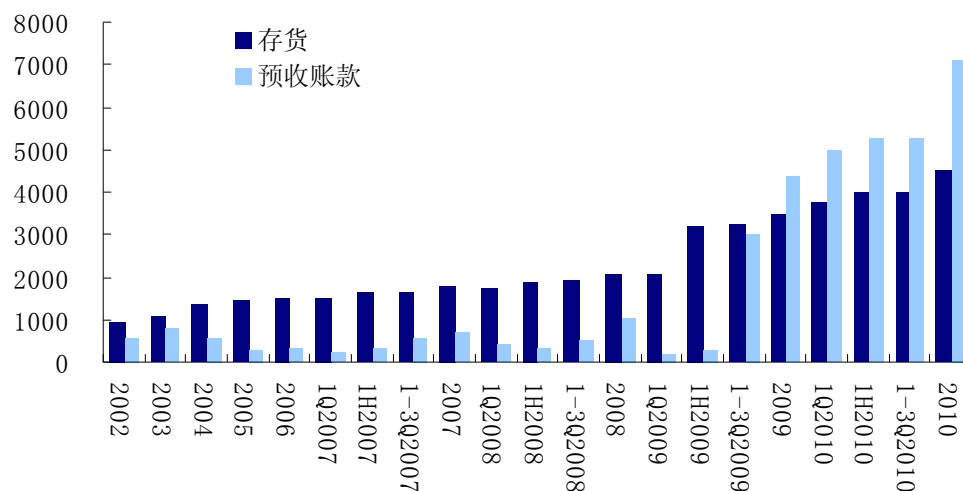
数据来源: WIND 国联证券研究所

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: 公司历年存货及预收账款情况



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	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	4069.59
二、营业总成本	1679.56	1516.16	1680.79	1684.68	2412.45	2064.20	2323.74	2642.63
其中: 营业成本	1086.95	942.64	1001.32	829.75	1354.05	1116.88	1391.08	1001.18
营业税金及附加	229.20	123.82	181.44	264.13	362.05	277.39	310.52	442.21
销售费用	201.34	283.34	288.27	391.20	351.59	421.82	263.15	766.67
管理费用	173.04	195.88	235.21	234.84	356.75	313.40	386.93	504.78
财务费用	(10.97)	(29.68)	(25.37)	(43.71)	(11.99)	(65.29)	(27.95)	(87.24)
资产减值损失		0.15	(0.08)	8.47			0.01	15.03
三、其他经营收益								
公允价值变动净收益				15.52	(1.81)	(5.08)	(0.02)	(0.01)
投资净收益		(2.41)	0.03	5.50	0.13	(3.99)	0.35	6.88
四、营业利润	1659.29	483.47	1008.04	1435.88	2079.49	1009.66	1571.76	1433.83
加: 营业外收入	1.15	15.06		4.51	13.85	13.62	2.31	20.96
减: 营业外支出	0.01	1.14	0.20	0.46	6.66	0.51	4.58	63.50
五、利润总额	1660.44	497.39	1007.84	1439.93	2086.68	1022.77	1569.49	1391.30
减: 所得税	391.16	146.77	245.03	355.97	508.60	257.68	379.90	362.01
六、净利润	1269.28	350.62	762.81	1083.96	1578.09	765.10	1189.59	1029.29
减: 少数股东损益	8.62	6.76	68.03	138.50	55.45	26.77	55.19	29.29
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	1000.00
EPS	0.33	0.09	0.18	0.25	0.40	0.19	0.30	0.26
收入增长率	8%	32%	36%	129%	35%	54%	45%	31.30%
毛利率	67%	53%	63%	73%	70%	64%	64%	75.40%
营业利润率	50%	24%	37%	46%	46%	33%	40.35%	35.23%
净利润率	37.76%	17.18%	25.84%	30.50%	33.88%	23.95%	29.12%	24.57%
营业税金率	7%	6%	7%	9%	8%	9%	8%	10.87%
销售费用率	6%	14%	11%	13%	8%	14%	7%	18.84%

管理费用率	5%	10%	9%	8%	8%	10%	10%	12.40%
所得税率	24%	30%	24%	25%	24%	25%	24%	26.02%
净利润增长率	25%	20%	137%	327%	21%	115%	63%	5.77%

资料来源：WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 11/03/29

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,541	19,664	23,364	26,864	现金	14,134	18,582	23,428	28,174
营业成本	4,863	5,807	6,675	7,505	应收款项净额	2,308	2,920	3,469	3,989
营业税金及附加	1,392	1,770	2,103	2,418	存货	4,515	4,978	5,800	6,589
销售费用	1,803	2,360	2,804	3,224	其他流动资产	392	496	589	678
管理费用	1,550	1,966	2,336	2,686	流动资产总额	21,370	26,997	33,307	39,451
EBIT	5,933	7,749	9,434	11,019	固定资产	6,373	7,062	7,219	7,354
财务费用	-192	-59	-76	-93	无形资产	300	288	276	264
资产减值损失	-22	0	0	0	长期股权投资	33	35	38	40
投资净收益	3	282	282	282	其他长期资产	84	84	84	84
营业利润	6,095	8,090	9,791	11,394	资产总额	28,674	34,651	41,156	47,435
营业外净收入	19	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
利润总额	6,070	8,090	9,791	11,394	应付款项	212	234	272	309
所得税	1,508	2,023	2,448	2,848	其他流动负债	10,076	11,770	13,817	15,772
净利润	4,562	6,068	7,343	8,545	流动负债	10,288	12,004	14,090	16,082
少数股东损益	-167	-224	-271	-315	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,395	5,844	7,073	8,230	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	19	33	47	62
主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	10,307	12,037	14,137	16,143
成长能力					少数股东权益	265	422	584	741
营业收入	39.6%	26.5%	18.8%	15.0%	股东权益	18,101	22,192	26,436	30,551
营业利润	32.9%	32.7%	21.0%	16.4%	负债和股东权益	28,674	34,651	41,156	47,435
净利润	35.5%	33.0%	21.0%	16.4%					
获利能力					现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	68.7%	70.5%	71.4%	72.1%	税后利润	4,395	5,844	7,073	8,230
净利率(%)	29.4%	30.9%	31.4%	31.8%	加：少数股东损益	142	156	162	157
ROE(%)	24.3%	26.3%	26.8%	26.9%	公允价值变动	22	0	0	0
ROA(%)	15.3%	16.9%	17.2%	17.4%	折旧和摊销	0	691	754	805
偿债能力					营运资金的变动	2,561	554	637	609
流动比率	2.08	2.25	2.36	2.45	经营活动现金流	7,120	7,246	8,626	9,802
速动比率	1.64	1.83	1.95	2.04	短期投资	3	0	0	0
资产负债率%	35.9%	34.7%	34.3%	34.0%	长期股权投资	-3	-3	-3	-3
营运能力					固定资产投资	257	-1,043	-948	-938
总资产周转率	54.2%	56.7%	56.8%	56.6%	投资活动现金流	258	-1,046	-951	-941
应收账款周转天数	54.20	54.20	54.20	54.20	股权融资	6,591	0	0	0
存货周转天数	263.44	263.44	263.44	263.44	负债净变化	0	0	0	0
每股收益	1.16	1.54	1.86	2.17	支付股利、利息	-661	-1,753	-2,829	-4,115
每股净资产	4.77	5.85	6.96	8.05	其它融资现金流	-6,056	0	0	0
P/E	27.1	20.4	16.8	14.5	融资活动现金流	-787	-1,753	-2,829	-4,115
P/B	6.6	5.4	4.5	3.9	现金净变动额	6,591	4,447	4,846	4,746

数据来源：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。