

食品饮料行业

报告原因：年报点评

2011年3月30日

市场数据：2011年3月29日

收盘价（元）	31.36
一年内最高/最低（元）	41.48/20.2
市净率	6.6
市盈率	27.1
流通A股市值（百万元）	119,028

基础数据：2010年12月31日

每股收益（元）	1.158
营业收入（百万元）	15,541.3
净利润（百万元）	4,395.36
总股本/流通A股（百万）	3795/3795

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：

罗胤

执业证书编号：S0760511010012

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人：

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

五粮液

(000858)

买入

超高端中价位双管齐下，为业绩增长添动力

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	15,541	39.6	4,395	35.5	1.16	28.3	23.9	27.1
2011E	18,354	18.1	5,771	31.3	1.52	31.4	25.8	20.6
2012E	21,775	18.6	6,996	21.2	1.84	32.1	25.6	17.0
2013E	25,873	18.8	8,374	19.7	2.21	32.4	25.3	14.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **业绩略低于预期。**2010年公司销售五粮液系列酒比上年同期增长23.67%；共实现营业收入1,554,130.05万元，同比增长39.64%；实现净利润439,535.55万元，同比增长35.46%；每股收益1.158元。

● **四季度销售管理费用率高企蚕食当期收益。**四季度公司的销售、管理费用率分别高达18.84%和12.4%，比上年同期上升6.22和4.83个百分点，费用率高企大幅蚕食公司当期收益，使得公司营业利润率比上年同期下降11.09个百分点，在录得31.3%收入增长的情况下，仅取得了5.77%的利润增长，显著低于预期。

● **高价位酒增长迅速，预收账款保障未来业绩。**在五粮液酒提价放量及关联销售整合因素带动下，公司高价位酒实现迅速增长，增速高达51.07%。在当前五粮液酒渠道价差放大的背景下，公司具有较强提价预期，提价将推动公司高价位酒进一步实现业绩提升。同时，在产品热销的情况下，公司预收账款大幅增长，期末余额创历史高点，高达71亿元，比上年同期增加27亿元，比三季度增加18亿元，将为11年业绩提供有效保障。

● **超高端中价位双管齐下，为业绩增长添动力。**在维持“1+9+8”产品体系不变的基础上，公司一方面加大中价位产品的开发力度，设立华东营销中心，重点打造五粮春、五粮醇、永福酱酒等产品；另一方面则大力拓展五粮液主品牌以上超高端产品系列，如五粮液老酒、五粮液封坛酒等。超高端中价位的双管齐下，将推动公司产品结构向“纺锤型”转变，为业绩增长再添动力。

● **投资建议：**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为1.52、1.84和2.21元，对应动态市盈率分别为20.6、17.0和14.2倍，估值仍具持续提升空间，维持“买入”评级。

表 1：五粮液单季利润表

单位：百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	同比变化
一、营业总收入	3,339	2,002	2,689	3,100	4,494	3,083	3,895	4,070	31.30
营业收入	3,339	2,002	2,689	3,100	4,494	3,083	3,895	4,070	31.30
二、营业总成本	1,680	1,516	1,681	1,685	2,412	2,064	2,324	2,643	56.86
营业成本	1,087	943	1,001	830	1,354	1,117	1,391	1,001	20.66
营业税金及附加	229	124	181	264	362	277	311	442	67.42
销售费用	201	283	288	391	352	422	263	767	95.98
管理费用	173	196	235	235	357	313	387	505	114.94
财务费用	-11	-30	-25	-44	-12	-65	-28	-87	99.57
资产减值损失	0	0	-0	8	0	0	0	15	
三、其他经营收益	0	-2	0	21	-2	-9	0	7	
投资净收益	0	-2	0	5	0	-4	0	7	
四、营业利润	1,659	483	1,008	1,436	2,079	1,010	1,572	1,434	(0.14)
加：营业外收入	1	15	0	5	14	14	2	21	
减：营业外支出	0	1	0	0	7	1	5	63	
五、利润总额	1,660	497	1,008	1,440	2,087	1,023	1,569	1,391	(3.38)
减：所得税	391	147	245	356	509	258	380	362	1.70
六、净利润	1,269	351	763	1,084	1,578	765	1,190	1,029	(5.04)
减：少数股东损益	9	7	68	139	55	27	55	29	(78.85)
归属于母公司所有者净利润	1,261	344	695	945	1,523	738	1,134	1,000	5.77
七、每股收益：	0.33	0.09	0.18	0.25	0.40	0.19	0.30	0.26	5.77
收入增长率(%)	8.19	32.49	35.70	128.85	34.59	53.99	44.87	31.30	(97.55)
毛利率(%)	67.45	52.92	62.76	73.23	69.87	63.77	64.29	75.40	2.17
营业利润率(%)	49.70	24.15	37.49	46.33	46.28	32.75	40.35	35.23	(11.09)
净利率(%)	37.76	17.18	25.84	30.50	33.88	23.95	29.12	24.57	(5.93)
销售费用率(%)	6.03	14.15	10.72	12.62	7.82	13.68	6.76	18.84	6.22
管理费用率(%)	5.18	9.78	8.75	7.58	7.94	10.17	9.93	12.40	4.83
归属于母公司净利润增长率(%)	25.05	19.54	136.64	327.15	20.78	114.72	63.28	5.77	(321.38)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	15,541.30	18,354.33	21,775.14	25,872.64
营业收入	15,541.30	18,354.33	21,775.14	25,872.64
二、营业总成本	9,443.02	10,395.07	12,127.13	14,324.71
营业成本	4,863.19	5,696.36	6,661.57	7,830.68
营业税金及附加	1,392.17	1,560.12	1,742.01	2,069.81
销售费用	1,803.23	1,945.56	2,308.16	2,742.50
管理费用	1,561.85	1,376.57	1,633.14	1,940.45
财务费用	-192.47	-183.54	-217.75	-258.73
资产减值损失	15.04	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.38	3.00	3.00	3.00
投资净收益	3.38	3.00	3.00	3.00
四、营业利润	6,094.75	7,962.26	9,651.01	11,550.93
加：营业外收入	50.74	1.50	1.50	1.50
减：营业外支出	75.24	10.00	10.00	10.00
五、利润总额	6,070.24	7,953.76	9,642.51	11,542.43
减：所得税	1,508.19	1,964.58	2,381.70	2,850.98
六、净利润	4,562.06	5,989.18	7,260.81	8,691.45
减：少数股东损益	166.70	218.61	265.02	317.24
归属于母公司所有者的净利润	4,395.36	5,770.58	6,995.79	8,374.21
七、每股收益：	1.16	1.52	1.84	2.21
净利润增长率(%)	35.46	31.29	21.23	19.70

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。