

评级：强烈推荐（首次）

食品饮料

公司点评

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：晁岱秀

电 话：0755-82485059

邮 件：chaodaixiu@fcsc.cn

交易数据

52 周内股价区间(元): 22.2~41.48

总市值(百万元): 119041.52

流通股本(百万股): 3795.52

流通股比率(%): 100%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元): 18101.03

每股净资产(百万元): 4.77

市净率(%): 6.58

资产负债率(%): 35.9

公司股价近一年走势



相关报告

五粮液（000858）

——2011 年不仅要提价 还要走量

事件：

公司公布年报，2010 年销售五粮液系列酒比上年同期增长 23.67%；实现营业总收入 155.41 亿元，同比增长 39.64%；实现归属于母公司的净利润 43.95 亿元，比上年同期增长 35.46%，EPS1.16 元，同比增长 35.44%。每 10 股派现金 3 元（含税）。

点评：

- **营业收入符合预期** 10 年营业收入 155.41 亿元，同比增长 39.64%，酒类营业收入为 140.81 亿元同比增长 40.73%，毛利率为 74.6%增长 3.32 个百分点，其中高价位酒营业收入 109 亿元同比增长 51%，毛利率维持在 85.84%，中低价位酒营业收入 31.79 亿元，同比增加 13.97%，毛利率为 36.16%增加了 1.25 个百分点。据我们估计公司 10 年销售白酒 10.45 万吨同比增长 11%左右，其中五粮液、五粮醇、金六福、浏阳河销量都超过 1 万吨，其中新推出的六和液和永福酱酒都已达数百吨，并有 2 万多吨的散酒销售（随着公司重点发展中等价位白酒，散酒销量将逐渐减少）。
- **四季度期间费用率大幅增加拉低利润率** 四季度营业收入为 40.7 亿元同比增加 31.3%，而归属上市公司股东的净利润为 10 亿元同比增长仅有 5.77%远低于全年平均增长率 35%，源于销售费用、管理费用分别增加了 95.98%和 114.94%。
- **出厂价预计将会择机上调** 近期各白酒企业纷纷提高出厂价，1 月 30 日公司已将终端指导价上调 100 元至 889 元，而出厂价仍然维持在 509 元，我们预计五粮液出厂价择机将上调 100 元左右。
- **2011 年白酒销量增长高于 20%** 年报显示 2011 年度经营计划力争实现营业收入、净利润、销售量不低于 20%的增长，公司首次对白酒销量提出增长要求，将重点发力中价位白酒和次高价位白酒，在未来几年内将打造几个中价位品牌的销量突破 5 万吨销量，其中六和液、五粮春、五粮醇都为重点培养对象，并计划另外开发几款新品牌。
- **给予“强烈推荐”** 我们预计 11~13 年 EPS 分别为 1.55（20X）、2.16（15X）、2.73（12X），公司未来几年盈利增长将维持在 25%以上，而 PE 处于历史地位，给予“强烈推荐”。



单位：亿元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	111.29	155.41	209.81	262.26	327.82
同比（%）	40.3%	39.6%	35.0%	25.0%	25.0%
营业毛利	72.69	106.78	146.47	194.05	242.64
同比（%）	68.4%	46.9%	37.2%	32.5%	25.0%
归属母公司净利润	32.45	43.95	58.94	81.84	103.66
同比（%）	79.2%	35.5%	34.1%	38.9%	26.7%
总股本（亿股）	37.96	37.96	37.96	37.96	37.96
每股收益（元）	0.85	1.16	1.55	2.16	2.73
ROE	22.7%	24.3%	25.8%	26.4%	25.0%
P/E（倍）	36.7	27.1	20.2	14.5	11.5

主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21,369.7	27,779.9	38,710.0	52,555.4	一、营业收入	15,541.3	20,980.8	26,225.9	32,782.4
货币资金	14,134.5	18,791.4	28,711.0	39,980.6	减: 营业成本	4,863.2	6,333.9	6,821.4	8,518.2
交易性金融资产	20.8	20.8	20.8	20.8	营业税金及附加	1,392.2	1,885.9	2,516.4	3,146.5
应收款项	2,269.9	2,576.6	3,144.7	3,914.4	销售费用	1,803.2	2,307.9	2,884.9	3,606.1
预付款项	328.4	479.5	465.7	701.3	管理费用	1,561.9	2,284.4	2,776.7	3,375.1
存货	4,514.8	5,874.0	6,330.1	7,900.7	财务费用	-192.5	-71.1	-101.0	-146.3
其他流动资产	101.4	37.7	37.7	37.7	资产减值损失	15.0	13.0	13.6	23.3
非流动资产	7,303.8	6,010.2	5,231.2	4,452.2	加: 公允价值变动收益	-6.9	0.0	0.0	0.0
股权投资	32.5	32.5	32.5	32.5	投资收益	3.4	9.1	9.1	9.1
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	2.5	9.1	9.1	9.1
固定资产	6,373.5	5,594.5	4,815.5	4,036.5	二、营业利润	6,094.7	8,235.8	11,323.0	14,268.6
在建工程	514.6	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	50.7	52.3	53.8	55.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	75.2	273.6	308.0	346.6
无形及递延性资产	371.8	371.8	371.8	371.8	三、利润总额	6,070.2	8,014.5	11,068.9	13,977.4
其它非流动资产	11.4	11.4	11.4	11.4	减: 所得税费用	1,508.2	2,003.6	2,767.2	3,494.4
资产总计	28,673.5	33,790.1	43,941.2	57,007.7	四、净利润	4,562.1	6,010.8	8,301.7	10,483.1
流动负债	10,288.3	11,047.5	12,897.0	15,480.4	归属母公司净利润	4,395.4	5,893.7	8,184.5	10,365.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	166.7	117.2	117.2	117.2
应付账款	211.9	477.1	482.5	731.3	五、总股本(百万股)	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0
预收帐款	7,107.6	8,529.5	10,508.0	13,114.1	EPS (元)	1.16	1.55	2.16	2.73
其它流动负债	2,968.8	2,040.9	1,906.4	1,635.0	主要财务比率				
非流动负债	19.1	19.1	19.1	19.1	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
专项及预计负债	1.0	1.0	1.0	1.0	营业收入	39.6%	35.0%	25.0%	25.0%
其它非流动负债	18.1	18.1	18.1	18.1	营业毛利	46.9%	37.2%	32.5%	25.0%
负债合计	10,307.4	11,066.6	12,916.0	15,499.4	主业盈利	32.6%	38.0%	37.4%	25.9%
少数股东权益	265.1	382.2	499.4	616.6	母公司净利	35.5%	34.1%	38.9%	26.7%
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	获利能力				
资本公积与其它	3,712.7	3,712.7	3,712.7	3,712.7	毛利率	68.7%	69.8%	74.0%	74.0%
留存收益	10,592.3	15,347.2	23,531.7	33,897.6	主业盈利/收入	38.1%	38.9%	42.8%	43.1%
股东权益合计	18,101.0	22,855.9	31,040.4	41,406.3	ROS	29.4%	28.6%	31.7%	32.0%
负债和股东权益	28,673.5	33,790.1	43,941.2	57,007.7	ROE	24.3%	25.8%	26.4%	25.0%
现金流量表					ROIC	25.2%	26.3%	26.7%	25.3%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	35.9%	32.8%	29.4%	27.2%
经营活动现金流	7,703.1	6,001.1	9,809.6	11,114.2	利息保障倍数	-23.7	-84.6	-82.2	-71.7
净利润	4,562.1	6,010.8	8,301.7	10,483.1	速动比率	1.63	1.98	2.51	2.88
折旧摊销	778.4	792.0	792.6	802.3	经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
财务费用	0.0	-71.1	-101.0	-146.3	营运能力				
投资损失	3.5	-9.1	-9.1	-9.1	总资产周转率	0.54	0.62	0.60	0.58
营运资金变动	2,365.7	-721.6	825.4	-15.7	应收款天数	52.58	44.21	43.17	42.99
其它变动	-6.6	0.0	0.0	0.0	存货天数	334.21	333.86	334.08	333.90
投资活动现金流	-464.5	72.8	9.1	9.1	每股指标 (元)				
资本支出	-461.4	0.0	0.0	0.0	主业盈利/股本	1.56	2.15	2.96	3.72
长期投资	0.8	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	2.03	1.58	2.58	2.93
其它变动	-4.0	72.8	9.1	9.1	每股净资产	4.70	5.92	8.05	10.75
筹资活动现金流	-647.8	-1,417.0	101.0	146.3	估值比率				
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	27.08	20.20	14.54	11.48
权益融资	13.0	0.0	0.0	0.0	P/B	6.67	5.30	3.90	2.92
其它变动	-660.8	-1,417.0	101.0	146.3	P/S	7.66	5.67	4.54	3.63
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	15.77	11.27	7.60	5.36
现金净增加额	6,590.9	4,656.9	9,919.6	11,269.6					

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120