

公司评级

推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	379597
流通股本（万股）	379552
总市值（亿元）	1412
流通市值（亿元）	1412

公司股价走势图



相关报告

- 《提价时点和幅度超预期》  
2011年8月31日
- 《业绩淡季出彩 上调盈利预测》  
2011年8月16日
- 《淡季却出彩 估值望提升-五粮液（000858）调研简报》  
2011年6月10日
- 《季报业绩喜人 估值处于低位-五粮液（000858）季报点评》  
2011年4月28日
- 《高端酒已放量 中端酒待发力-五粮液（000858）年报》  
2011年3月30日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

# 进入新阶段 提价保增长

## ——五粮液（000858）三季度报点评

事件：

公司公布三季度报。

点评：

- **业绩概况。**2011年1-9月，公司实现营业收入156.49亿元，同比增长36.41%；归属于上市公司股东的净利润48.18亿元，同比增长41.91%；每股收益1.27元。
- **三季度单季增速放缓。**2011年7-9月，公司实现营业收入50.54亿元，同比增长29.8%；归属于上市公司股东的净利润14.55亿元，同比增长28.3%。收入和净利润增速均低于上半年的39.8%和48.7%，我们认为原因是为配合9月提价，公司8月份暂停经销商打款所致。
- **财务指标分析。**(1) 毛利率微降。前三季度公司综合毛利率66.01%，下降0.32个百分点，第三季度毛利率65.78%，下降0.86个百分点。我们认为这主要是原材料成本上升所致；(2) 销售费用率上升。1-9月，因公司大力开拓五粮醇等中档产品，公司销售费用率上升0.42个百分点，但管理费用率和财务费用率分别下降1.18个百分点和0.59个百分点，合计使期间费用率下降1.34个百分点；(3) 预收账款微降，但维持高位。9月底，公司预收账款78.99亿元，较6月底减少3.4亿元。
- **提价将保证公司明年业绩快增。**9月10日起，公司52度五粮液出厂价提价至659元，团购价提价至689元，终端指导价调整至1109元，幅度均在20%以上，这为公司明年业绩快速增长奠定基础。
- **内外兼修进入新阶段。**公司今年加大了团购和定制酒的推广力度，效果明显，进行销售改革，五粮醇等中价位酒销量增长迅速。公司货币资金充裕，将立足酒业，发挥产能和多酒种优势，加快资本运作。公司计划十二五期间实现收入400亿元，销量20万吨。

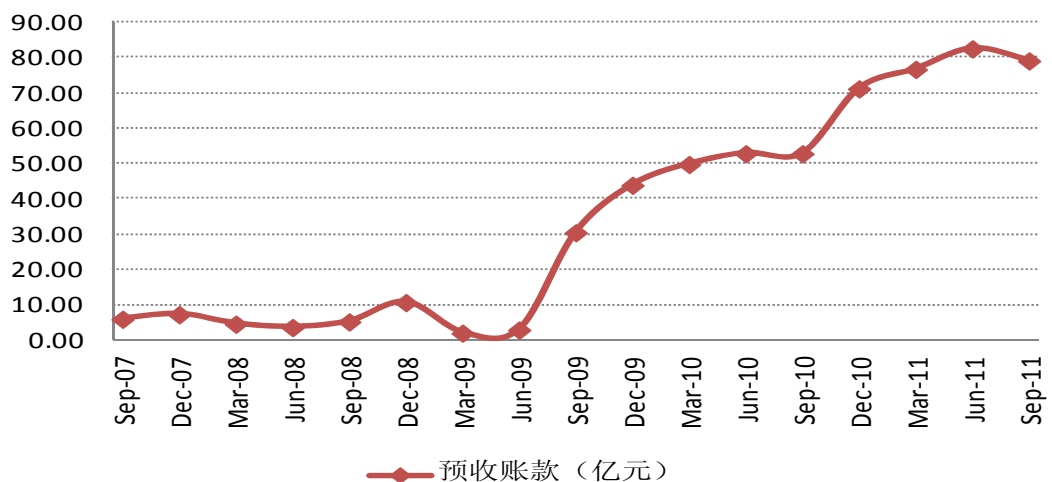
- **盈利预测和评级。**预计公司 2011 年和 2012 年五粮液的销量分别为 1.4 万吨和 1.6 万吨，EPS 分别为 1.66 元和 2.33 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 22X 和 16X，公司估值仍处于行业的低位、历史的底部，且增长确定性强，维持“推荐”的评级，建议投资者继续持有。
- **风险提示。**(1) 新品推广不达预期的风险；(2) 食品安全的风险；(3) 明年基酒生产尚不确定的风险；(4) 三公消费削减的风险。

图表 1：公司毛利率和费用率情况

	2,008	2,009	2,010	2010年1-9月	2011年1-9月	变动
毛利率	54.39%	65.31%	68.71%	66.33%	66.01%	下降0.32个百分点
销售费用率	11.23%	10.46%	11.60%	9.04%	9.46%	上升0.42个百分点
管理费用率	7.42%	7.54%	10.05%	9.21%	8.03%	下降1.18个百分点
财务费用率	-2.02%	-0.99%	-1.24%	-0.92%	-1.50%	下降0.59个百分点
期间费用率	16.64%	17.01%	20.41%	17.33%	15.99%	下降1.34个百分点

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司预收账款情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	793,307	1,112,922	1,554,130	1,985,355	2,621,427
增长率	8.25%	40.29%	39.64%	27.75%	32.04%
减：营业税金及附加	56,575	79,859	139,217	172,726	228,064
销售费用	89,083	116,415	180,323	208,462	301,464
管理费用	58,899	83,897	156,185	178,682	214,957
财务费用	(15,995)	(10,973)	(19,247)	(15,883)	(20,971)
期间费用率	16.64%	17.01%	20.41%	18.70%	18.90%
资产减值损失	(17)	855	1,504	0	0
加：公允价值变动净收益	0	1,552	(691)	0	0
投资净收益	158	312	338	0	0
<b>营业利润</b>	243,113	458,667	609,475	869,907	1,217,170
增长率(%)	11.35%	88.66%	32.88%	42.73%	39.92%
加：营业外收入	145	2,072	5,074	0	0
减：营业外支出	3,342	181	7,524	0	0
<b>利润总额</b>	239,916	460,559	607,024	869,907	1,217,170
增长率(%)	10.14%	91.97%	31.80%	43.31%	39.92%
利润率(%)	30.24%	41.38%	39.06%	43.82%	46.43%
减：所得税费用	56,946	113,892	150,819	217,477	304,293
实际税负比率(%)	23.74%	24.73%	24.85%	25.00%	25.00%
<b>净利润</b>	182,970	346,667	456,206	652,430	912,878
归属母公司所有者的净利润	181,069	324,475	439,536	630,900	882,753
增长率	23.27%	79.20%	35.46%	43.54%	39.92%
净利润率(%)	23.06%	31.15%	29.35%	32.86%	34.82%
少数股东损益	1,901	22,192	16,670	21,530	30,125
总股本(万股)	379,597	379,597	379,597	379,597	379,597
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.85</b>	<b>1.16</b>	<b>1.66</b>	<b>2.33</b>

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

---

### 股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

### 行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

### 可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。