

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）	1315
流通市值（亿元）	1315

公司股价走势图



相关报告

- 《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
- 《五粮液（000858）季报点评：量价齐升 酱酒上市.doc》
2010年10月22日
- 《五粮液（000858）半年报点评：淡季不淡 提价在望.doc》
2010年8月18日
- 《通胀&升级 酒香四溢》
2010年12月28日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003
 联系电话：010-68858132
 Email: ranlingli@cnpsc.com

淡季却出彩 估值望提升

——五粮液（000858）调研简报

事件：

近日我们参加了五粮液的投资者交流会。

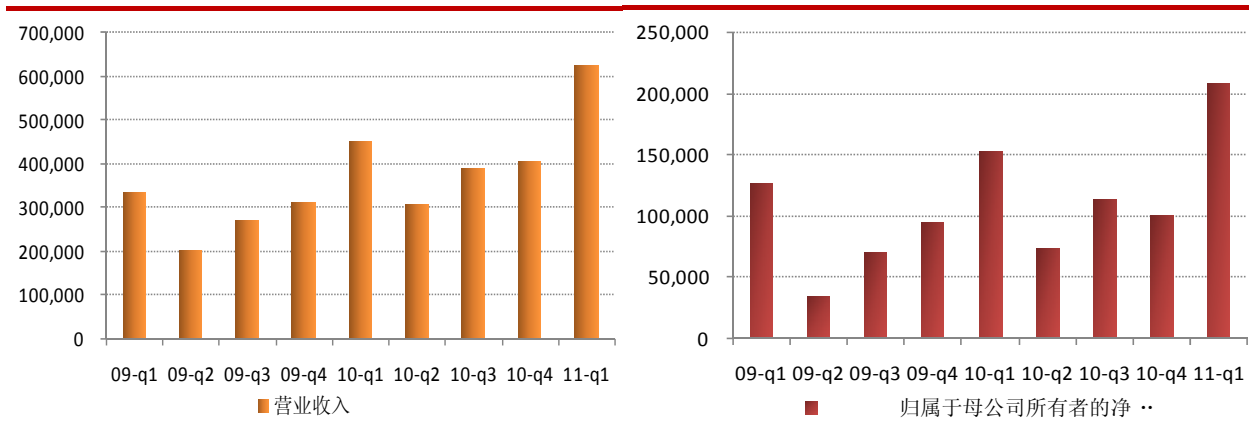
点评：

- **淡季出彩，中报可期。**公司1季度共销售3.67万吨系列酒，同比增长23.34%；其中，销售五粮液4818万吨，同比增长20.6%；五粮春2337吨，同比增长22.03%；永福酱酒235吨；六和液316吨，同比增长111.7%；五粮醇2253吨，基本持平。公司二季度淡季销售出彩，据了解，五粮液供货紧张、提货困难。1-5月，公司系列酒销售继续保持良好态势，增幅应在两位数以上，五粮液的情况最好。预计二季度末的预收账款会继续增加，公司中报业绩可期，而增长动力主要来源于销量增加和团购比例的增加。
- **下半年上调出厂价是大概率事件。**上半年，为了响应政府的物价调控，公司产品没有提价。目前五粮液出厂价509元，团购价569元，一批价740元，零售价889元，渠道利润丰厚。另外，贵州茅台和泸州老窖在去年底都进行了提价，目前出厂价格都为619元，公司出厂价被拉开了距离。据此，我们认为，公司产品在下半年提价是大概率事件，提价幅度有望达20%而与茅台和老窖保持一致。
- **证监会处罚尘埃落定，有利于公司书写新篇章。**近日，公司收到证监会的《行政处罚决定书》，表明证监会对公司自2009年9月开始的调查结束。2009年9月以来，公司积极整改，积极改善治理结构。整改过程中，上市公司没有受到较大的经济损失，而且治理结构持续改观。2010年，公司关联交易总额18.74亿元，同比下降68.13%。我们认为，证监会处罚结果公布，以及集团公司换届完成，有利于公司主营业务经营和资本运作，有利于公司书写新篇章。

单位：百亿元	2010A	2011E	2012E
营业收入	15,541	18,822	22,504
(+/-)	39.64%	21.11%	19.56%
营业利润	6,095	8,060	10,114
(+/-)	32.88%	32.25%	25.47%
归属于母公司的净利润	4,395	5,864	7,358
(+/-)	35.46%	33.41%	25.47%
每股收益（元）	1.16	1.54	1.94
市盈率（倍）	30	22	18

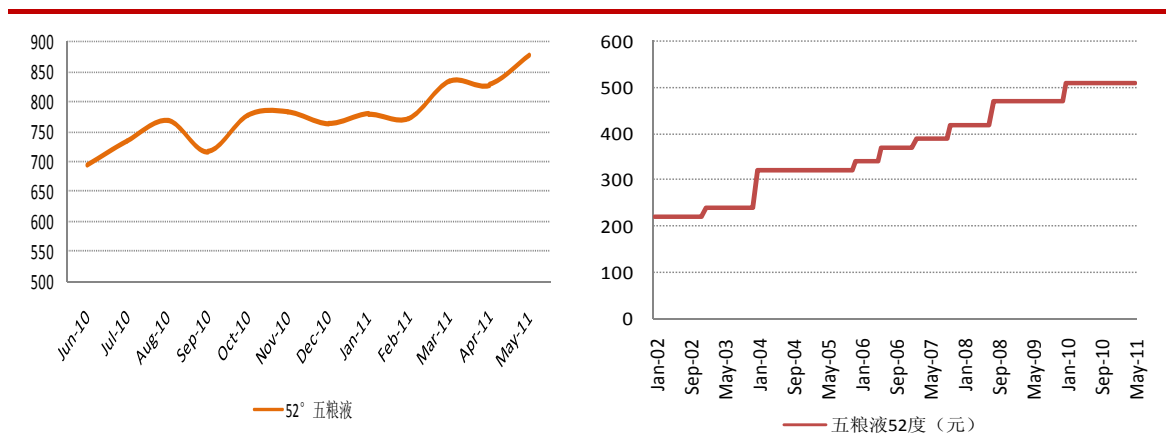
- **中价位酒和酱香型的运作，有望形成新亮点。**公司未来将做精做强超高端酒、做强做大中价位酒、做实做稳低端酒。今年开始转变增长方式，实现发展转型，重点打造中价位产品。今年一季度六和液的增速超过三位数，五粮醇尽管一季度增幅持平，但是随着淡雅新品的推广和央视广告的投放，销售形势良好。永福酱酒一季度销售 200 多吨，今年销量有望大幅增长。公司下半年公司今年还将推出一款零售价格低于茅台的新品永福酱酒，以其走量，酱酒的品牌梯度将进一步丰满。
- **华东营销中心运作良好。**中心得到公司在人力、物力和财力上的支撑，目前已基本完成资源整理和渠道梳理，实现了两位数以上的增长，并推动五粮液增长超过 20%。
- **1-5 月基酒生产形势良好，为明年销售奠定基础，我们预计明年五粮液销量可达到 1.6 万吨以上。**
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.54 元和 1.94 元，以最新收盘价 34.65 元计算，对应的动态市盈率分别为 22X 和 18X，公司估值处于行业的低位、历史的底部，维持“推荐”的评级。
- **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) 白酒政务消费受控的风险。

图表 1：公司分季度收入与净利润情况



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 2：52 度五粮液零售价与出厂价



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3: 证监会对公司的行政处罚决定

	违法事项	处罚结果	公司整改
1	关于四川省宜宾五粮液投资（咨询）有限责任公司（以下简称投资公司）对成都智溢塑胶制品有限公司（以下简称智溢塑胶）在亚洲证券有限责任公司（以下简称亚洲证券）的证券投资款的《澄清公告》存在重大遗漏	对五粮液公司进行了警告以及罚款60万的处罚，对相关的高管分别进行了3-25万元的罚款处罚	1. 治理结构不断改观，关联交易下降；2. “证券投资”事项上市公司未受到经济损失
2	在中国科技证券有限责任公司（以下简称中科证券）的证券投资信息披露不及时、不完整		
3	2007年年度报告存在录入差错未及时更正		
4	未及时披露董事被司法羁押事项		

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3: 公司关联交易额度

	关联交易金额（亿元）	YOY（%）
2008	46	
2009	58.81	27.85%
2010	18.74	-68.13%
2011E	19.26	2.77%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 5: 公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	793,307	1,112,922	1,554,130	1,882,244	2,250,399
增长率	8.25%	40.29%	39.64%	21.11%	19.56%
减：营业税金及附加	56,575	79,859	139,217	154,344	184,533
销售费用	89,083	116,415	180,323	216,458	258,796
管理费用	58,899	83,897	156,185	169,402	184,533
财务费用	(15,995)	(10,973)	(19,247)	(15,058)	(18,003)
期间费用率	16.64%	17.01%	20.41%	19.70%	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
营业利润	243,113	458,667	609,475	806,046	1,011,381
增长率(%)	11.35%	88.66%	32.88%	32.25%	25.47%
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
利润总额	239,916	460,559	607,024	806,046	1,011,381
增长率(%)	10.14%	91.97%	31.80%	32.79%	25.47%
利润率(%)	30.24%	41.38%	39.06%	42.82%	44.94%
减：所得税费用	56,946	113,892	150,819	201,512	252,845
实际税负比率(%)	23.74%	24.73%	24.85%	25.00%	25.00%
净利润	182,970	346,667	456,206	604,535	758,536
归属母公司所有者的净利润	181,069	324,475	439,536	586,398	735,780
增长率	23.27%	79.20%	35.46%	33.41%	25.47%
净利润率(%)	23.06%	31.15%	29.35%	32.12%	33.71%
少数股东损益	1,901	22,192	16,670	18,136	22,756
总股本(万股)	379,597	379,597	379,597	379,597	379,597
每股收益(元)	0.48	0.85	1.16	1.54	1.94

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。