10 年业绩增长亮点明确

——五粮液(000858)调研简报

分析师
郭怡娴
☎ (0755) 83515613
✉ guoyx@cgws.com

投资评级：强烈推荐（维持）

要点：

- **2010年业绩增长亮点明确**：2009年7月1日并表的宜宾五粮液酒类销售有限责任公司实现净利润96873.57万元；4月1日并表的酒类相关资产实现净利润21215万元。按持股比例计算，两者合计增厚2009年净利润9.87亿元。而10年公司业绩增长明确：1、4月1日并表的酒类相关资产将在10年全年并表；2、7月1日五粮液销售公司成立，且股份公司对其持股比例在10年上升15%达到95%。3、自2010 年1月16日起，对“五粮液”酒产品出厂供货价上调8.5%-10.3%。
- **10年五粮液销量预计增长20%**：五粮液09年销量近一万吨，09年一基酒产量接近1.3万吨并在10年进入销售，对于10年的销量公司表示实现1.2万吨的销售目标很有信心，目前求购情况很踊跃，非销售领导批条在10箱以内，价格也很理想，一批价在610以上。
- **逐步形成纺锤体产品结构**：五粮醇 09 年销售 1.1 万吨，10 年有望增长 20%，突破了 7-8 千吨的瓶颈，进入上升拐点；五粮春销量状况也较好。公司 1 月份已经在筹划恢复产能，开始招募工人，恢复 1 万吨固态基酒产能，部分闲置产能开始恢复，这也是五粮醇销售放量之后带来的积极效果。
- **10年出厂价格上调化解消费税负面影响**：2009 年四季度主营业务税金及附加同比上升1.58亿，全年主营业务税金及附加率为7.2%，与08年基本持平；但四季度主营业务税金及附加与营业收入的比例上升明显为8.52%，同比上升0.67%。公司自2010 年1月16日起，对“五粮液”酒产品出厂供货价上调8.5%-10.3%，可基本化解消费税的负面影响。
- **永福酱酒3月17日上市**：酱酒是99年开始投产515车间的，当时非常具有超前意识，现在已经具备了大规模进入市场的能力。潜在产能有2万吨，品质相当好，得到季克良的认可，10年销售目标5千吨。
- **盈利预测和投资评级**：公司2009年末解决了大部分市场所关注的关联交易问题，同时也给市场以公司进一步完善内部治理结构，提高公司经营管理水平的积极信号，我们预计公司10和11年EPS分别为1.26元、1.56元，对应PE分别为22.3倍和18倍，给予公司强烈推荐的投资评级。

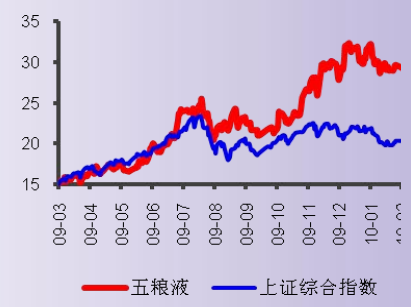
市场数据：当前股价 28.08

总市值（亿元）	1036.69
流通市值（亿元）	1036.69
总股本（万股）	379597
流通股本（万股）	379597
12 个月最高/最低	14.45/32.65

公司盈利预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
营业收入	1112922	1560000	1872000
(+/-%)	40.3%	40.2%	20.0%
净利润	324475	477825	592516
(+/-%)	79.2%	47.3%	24.0%
摊薄每股收益	0.855	1.259	1.561
PE	32.9	22.3	18.0

股价表现图



相关报告

《五粮液（000858）：10 年将维持快速增长》
2010.3.19

独立声明
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，特此声明。

3. 业绩预测

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E
营业收入	1112922	1560000	1872000
营业成本	386066	530400	617760
销售费用	116415	157560	187200
管理费用	83897	117000	140400
财务费用	-10973	-6851	-11071
投资净收益	312	0	0
营业利润	458667	656804	814455
营业外收支	1891	0	0
利润总额	460559	656804	814455
所得税	113892	164201	203614
少数股东损益	22192	14778	18325
净利润	324475	477825	592516
资产负债表（万元）			
流动资产	1328292	2143198	2986916
货币资金	754359	1345639	2047654
应收帐款	10276	14040	16848
应收票据	184213	265200	318240
存货	347684	477669	556344
非流动资产	756617	691252	625885
固定资产	715439	651049	586660
资产总计	2084909	2834450	3612801
流动负债	626375	883313	1050823
短期借款	0	0	0
应付款项	23907	32845	38255
非流动负债	488	488	488
长期借款	0	0	0
负债合计	626863	883801	1051311
股东权益	1458046	1950649	2561490
股本	379597	379597	379597
留存收益	1047905	1525730	2118246
少数股东权益	30544	45322	63647
负债和权益总计	2084909	2834450	3612801
现金流量表（万元）			
经营活动现金流	605401	588912	702015
其中营运资本减少	131571	30942	25806
投资活动现金流	-425702	2368	0
其中资本支出	-98516	0	0
融资活动现金流	-17880	0	0
净现金总变化	161819	591280	702015

主要财务指标	2009A	2010E	2011E
成长性			
营业收入增长	40.3%	40.2%	20.0%
营业成本增长	6.7%	37.4%	16.5%
营业利润增长	88.7%	43.2%	24.0%
利润总额增长	92.0%	42.6%	24.0%
净利润增长	79.2%	47.3%	24.0%
盈利能力			
毛利率	65.3%	66.0%	67.0%
销售净利率	29.2%	30.6%	31.7%
ROE	22.3%	24.5%	23.1%
ROIC	51.1%	69.8%	97.4%
营运效率			
销售费用/营业收入	10.5%	10.1%	10.0%
管理费用/营业收入	7.5%	7.5%	7.5%
财务费用/营业收入	-1.0%	-0.4%	-0.6%
投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	24.7%	25.0%	25.0%
应收帐款周转率	206.23	128.31	121.21
存货周转率	1.39	1.29	1.19
流动资产周转率	1.01	0.90	0.73
总资产周转率	0.65	0.63	0.58
偿债能力			
资产负债率	30.1%	31.2%	29.1%
流动比率	2.12	2.43	2.84
速动比率	1.57	1.89	2.31
每股指标（元）			
EPS	0.855	1.259	1.561
每股净资产	3.84	5.14	6.75
每股经营现金流	1.59	1.55	1.85
每股经营现金/EPS	1.9	1.2	1.2
估值	**2009A**	**2010E**	**2011E**
PE	32.9	22.3	18.0
PEG	0.94	0.63	0.51
PB	7.3	5.5	4.2
EV/EBITDA	20.70	14.90	12.27
EV/SALES	9.58	6.83	5.69
EV/IC	14.43	16.18	18.42
ROIC/WACC	5.56	7.59	10.60
REP	2.60	2.13	1.74

研究员介绍及承诺:

郭怡娴：武汉大学金融学硕士，2008年加入长城证券，任食品饮料行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%～30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%～10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：http://www.cgws.com