

动态报告

食品饮料

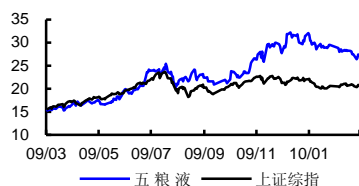
饮料

五粮液(000858)
推荐

09 年年报点评

(维持评级)

2010 年 3 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	27.31
总股本/流通 A 股(百万股)	3,795.97/3,795.52
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	103,667.85/103,655.68
上证综指/深圳成指	3,046.09/12,236.73
12 个月最高/最低 (元)	32.20/15.03

财务数据

净资产值(百万元)	13,489.57
每股净资产(元)	3.55
市净率	7.69
资产负债率	27.78%
息率	0.18%

相关研究报告:

《五粮液 09 年业绩快评: 四季度利润实现正常化 业绩释放提速》——2010-2-1

《五粮液 09 年三季报点评: 未来业绩依赖高端放量能力》——2009-10-20

《五粮液资产重组快评: 大幕落定 业绩跃升》——2009-7-13

分析师: 黄茂

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

利润回流 估值已处于底部

● 09 年实现 EPS0.86 元

09 年五粮液实现酒类收入 100 个亿, 同比增长 28%; 实现净利润 32.4 亿元, 合 EPS0.855 元, 同比增长 79%。公司通过酒类相关资产的注入和关联交易的基本解决, 实现了利润的大幅增长。上述业绩符合公司之前的业绩预告。

● 中低档酒放量 毛利率大幅提升

09 年公司实现白酒销售 8.45 万吨, 增长 11%, 主要是中低酒放量, 主品牌稳定在 1 万吨。下半年高价位和中低价酒毛利率分别达到 87%和 40%, 远高于 08 年的 67%和 17%, 简单估计仅 09 年下半年就有近 20 个亿的毛利回流。

● 消费税影响不大 费用增长较快

下半年五粮液计提的消费税同比增加了 75%, 但是绝对的影响并不大, 对净利润的影响仅在 5-6%。不过销售费用增长了 31%, 远超销量的增长, 自有中低档酒品牌的放量可能会要求较多的费用支持。

● 2010 年业绩的增长依赖资产注入和提价

2010 年春节, 由于包括五粮液在内的高端白酒进行普遍控量, 导致终端存货偏低, 零售价格显著上升, 五粮液的零售价已经成功提升到 698 元左右。但节后也出现正常的季节性回落。我们判断 10 年的主要利润增长来源依次是资产注入、提价和放量。

● 风险提示

随着汽车保有量的上升, 对酒后驾车的政策会不断收紧。

● 合理价格 37.7 元, 维持“推荐”

我们预计 10-12 年 EPS 分别为 1.26、1.51 和 1.72 元, 其中对 10、11 年 EPS 分别上调 3%和 1%, 目前股价对应动态 PE 分别为 22、18 和 16 倍。按照 10 年 30 倍市盈率估计, 合理价格在 37.7 元, 相对目前股价还有 30%以上空间, 我们继续维持对五粮液“推荐”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7,328.56	7,933.07	14,569	16,698	18,509
(+/-%)	-0.93%	8.25%	30.9%	14.6%	10.8%
净利润(百万元)	1,468.92	1,810.69	4776	5725	6548
(+/-%)	25.83%	23.27%	47.2%	19.9%	14.4%
每股收益 (元)	0.39	0.48	1.26	1.51	1.72
EBIT Margin	29.72%		43.5%	45.2%	46.4%
净资产收益率 (ROE)	15.35%	15.91%	26.0%	27.0%	26.8%
市盈率 (PE)	70.57	57.25	21.71	18.11	15.83
EV/EBITDA	39.16		15.47	12.93	11.47
市净率 (PB)	10.83	9.11	5.65	4.89	4.24

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	7544	9315	12751	16591
应收款项	2014	1597	1464	1623
存货净额	3477	4009	3739	3988
其他流动资产	225	146	167	185
流动资产合计	13283	15076	18131	22397
固定资产	7154	9363	9080	8718
无形资产及其他	308	298	288	277
投资性房地产	74	74	74	74
长期股权投资	30	32	35	38
资产总计	20849	24843	27606	31503
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	239	45	48	52
其他流动负债	6025	5984	5763	6246
流动负债合计	6264	6029	5811	6297
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
长期负债合计	5	5	5	5
负债合计	6269	6034	5816	6302
少数股东权益	305	475	594	730
股东权益	14275	18334	21197	24471
负债和股东权益总计	20849	24843	27606	31503

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.85	1.26	1.51	1.72
每股红利	0.05	0.19	0.75	0.86
每股净资产	3.76	4.83	5.58	6.45
ROS	29%	33%	34%	35%
ROE	23%	26%	27%	27%
毛利率	65%	71%	73%	74%
EBIT Margin	40%	43%	45%	46%
EBITDA Margin	46%	49%	51%	52%
收入增长	40%	31%	15%	11%
净利润增长率	79%	47%	20%	14%
资产负债率	32%	26%	23%	22%
息率	0.2%	0.7%	2.8%	3.2%
P/E	31.9	21.7	18.1	15.8
P/B	7.3	5.7	4.9	4.2
EV/EBITDA	21.5	15.5	12.9	11.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11129	14569	16698	18509
营业成本	3861	4212	4512	4774
营业税金及附加	799	1262	1458	1624
销售费用	1164	1625	1874	2085
管理费用	839	1145	1313	1456
财务费用	(110)	(211)	(298)	(396)
投资收益	3	3	2	2
资产减值及公允价值变动	7	7	7	7
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4587	6546	7846	8974
营业外净收支	19	0	0	0
利润总额	4606	6546	7846	8974
所得税费用	1139	1571	1883	2154
少数股东损益	222	199	239	273
归属于母公司净利润	3245	4776	5725	6548

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3245	4776	5725	6548
资产减值准备	9	(9)	0	0
折旧摊销	654	765	926	1017
公允价值变动损失	(7)	(7)	(7)	(7)
财务费用	(110)	(211)	(298)	(396)
营运资本变动	1260	(279)	163	61
其它	200	178	119	136
经营活动现金流	5360	5424	6926	7755
资本开支	(3154)	(2947)	(626)	(638)
其它投资现金流	(16)	14	0	0
投资活动现金流	(3172)	(2936)	(628)	(641)
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(190)	(716)	(2862)	(3274)
其它融资现金流	(201)	0	0	0
融资活动现金流	(570)	(716)	(2862)	(3274)
现金净变动	1618	1771	3436	3841
货币资金的期初余额	5925	7544	9315	12751
货币资金的期末余额	7544	9315	12751	16591
企业自由现金流	2906	2346	6193	6952
权益自由现金流	2705	2506	6420	7253

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
		廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戢	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		