

报表业绩稳健

谨慎推荐 维持评级

分析师：董俊峰 王国平 执业证书编号：S0130200010339 邮箱：dongjunfeng@chinastock.com.cn 电话：010-6656 8780

1. 事件

26 日公司发布 2009 年年度报告。

报告期内实现营业收入 45 亿元，同比增长 35%；实现归属于母公司股东净利润 15 亿元，同比增长 21%，稀释每股收益 0.40 元。

2. 我们的分析与判断

近三年行业销量增速下滑，公司逆势突飞猛进。如图 1 所示，白酒行业 2007 年销量增速达到了顶峰，2008 和 2009 年连续下滑，2009 年已经回到了 2005 年的水平。不过，公司 2009 年逆势突飞猛进，各方面表现良好。

第一季度经营业绩质量高。如表 1 所示，公司第一季度销售收入增速超过了近年来水平、毛利率创近年来新高，主要源出合并报表新增权益收入，产品提价贡献将在未来显现。我们注意到公司经营活动产生的现金流量净额/营业收入和经营活动产生的现金流量净额/经营活动净收益，与往年相比上升幅度比较大，说明业绩质量高，因此提醒投资者关注公司现金流未来发展趋势对业绩释放的影响，因为股权激励的可能性存在着影响业绩释放的进程。另外公司主品牌销量变化趋势也较为值得关注。

表 1：近年来增速对比（%）

	2010 第一季度	2009 第一季度	2008 第一季度	2007 第一季度	2006 第一季度
经营活动产生的现金流量净额/ 营业收入(%)	48	37	38	35	29
经营活动产生的现金流量净额/ 经营活动净收益(%)	103	74	87	94	95
毛利率(%)	70	67	61	58	59

资料来源：中国银河证券研究所

公司格局稳定，期望公司未来涅槃。2009 年《关于进一步完善公司治理结构的整改方案》促成了股份公司法治理结构的完善和长期稳定；股份公司向宜宾五粮液酒类销售有限责任公司单方增加注册资本 1.5 亿元，使股份公司达到持股 95%、集团公司持股 5%，基本上解决了最大的股份公司利润露出点问题。公司未来前景可期。

3. 投资建议

我们认为在解决历史遗留问题后，2010 年业绩值得期待，考虑到消费税具体金额仍需观察，及未来 3 年宏观经济增速的影响，公司中端新品实现走量仍然需要时间投入，及股权激励的因素，下调 2010、2011 年 EPS 分别为 1.09 和 1.31 元，给予“谨慎推荐”评级。

表 2: 财务季度分析 (百万元)

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
主营业务收入	3,086.15	1,511.13	1,981.40	1,354.39	3,338.85	2,002.04	2,688.79	3,099.54	4,493.63
YoY	3%	13%	17%	5%	8%	32%	36%	129%	35%
主营业务成本	1,210.86	699.07	1,084.77	623.38	1,086.95	942.64	1,001.32	829.75	1,354.05
YoY	-4%	50%	12%	-9%	-10%	35%	-8%	33%	25%
主营业务税金	193.22	121.42	144.84	106.28	229.20	123.82	181.44	264.13	362.05
YoY	-5%	8%	8%	-20%	19%	2%	25%	149%	58%
营业费用	191.26	221.01	229.79	248.78	201.34	283.34	288.27	391.20	351.59
YoY	-32%	171%	11%	18%	5%	28%	25%	57%	75%
管理费用	155.63	139.37	143.23	150.76	173.04	195.88	235.21	234.84	356.75
YoY	8%	4%	18%	53%	11%	41%	64%	56%	106%
财务费用	(15.61)	(59.20)	(12.91)	(72.23)	(10.97)	(29.68)	(25.37)	(43.71)	(11.99)
YoY	362%	79%	185%	41%	-30%	-50%	97%	-39%	9%
营业利润	1,351.36	389.28	391.68	298.80	1,659.29	483.47	1,008.04	1,435.88	2,079.49
YoY	20%	-32%	41%	41%	23%	24%	157%	381%	25%
投资收益	0.00	(0.93)	0.00	2.51	0.00	(2.41)	0.03	5.50	0.13
YoY	-100%	50%	-100%	-5%		160%		119%	
利润总额	1,351.53	360.18	390.37	297.08	1,660.44	497.39	1,007.84	1,439.93	2,086.68
YoY	21%	-39%	46%	46%	23%	38%	158%	385%	26%
所得税	335.82	67.74	94.43	71.47	391.16	146.77	245.03	355.97	508.60
YoY	-10%	-64%	9%	25%	16%	117%	159%	398%	30%
少数股东损益	7.60	4.79	2.35	4.27	8.62	6.76	68.03	138.50	55.45
YoY	-547%	4942%	65%	-153%	87%	59%	-2701%	-3041%	-443%
归属母公司净利	1,008.11	287.65	293.59	221.34	1,260.66	343.87	694.77	945.46	1,522.64
YoY	35%	-28%	63%	53%	25%	20%	137%	327%	21%
占第一季度比例	100%	29%	29%	22%	100%	27%	55%	75%	100%
毛利率	61%	54%	45%	54%	67%	53%	63%	73%	70%
主营业务税金率	6%	8%	7%	8%	7%	6%	7%	9%	8%
营业费用率	6%	15%	12%	18%	6%	14%	11%	13%	8%
管理费用率	5%	9%	7%	11%	5%	10%	9%	8%	8%
财务费用率	-1%	-4%	-1%	-5%	0%	-1%	-1%	-1%	0%
营业利润率	44%	26%	20%	22%	50%	24%	37%	46%	46%
利润率	44%	24%	20%	22%	50%	25%	37%	46%	46%
所得税率	25%	19%	24%	24%	24%	30%	24%	25%	24%
净利率	33%	19%	15%	16%	38%	17%	26%	31%	34%

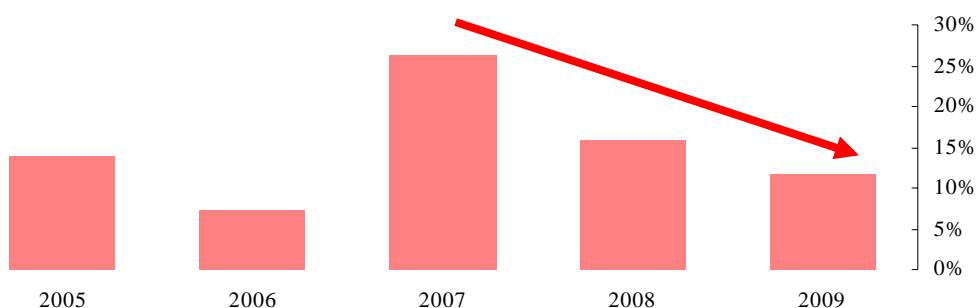
资料来源: 中国银河证券研究所

白酒行业：销量增长率下滑

高中端白酒是典型的政商务消费品行业，近年来增速突出；作为个人消费品的中低端白酒在宏观经济减速时反倒有望表现大大好于近年来傲视群酒的高中端白酒，特别是受益于消费降级的地产酒市场。

销量方面近三年呈现下滑趋势，如图 1 所示，这与行业周期性有关系。未来几年 GDP 增速等关键因素能否产生实质性变化，将决定政商务消费品市场的景气度水平和能否回归高速增长通道。

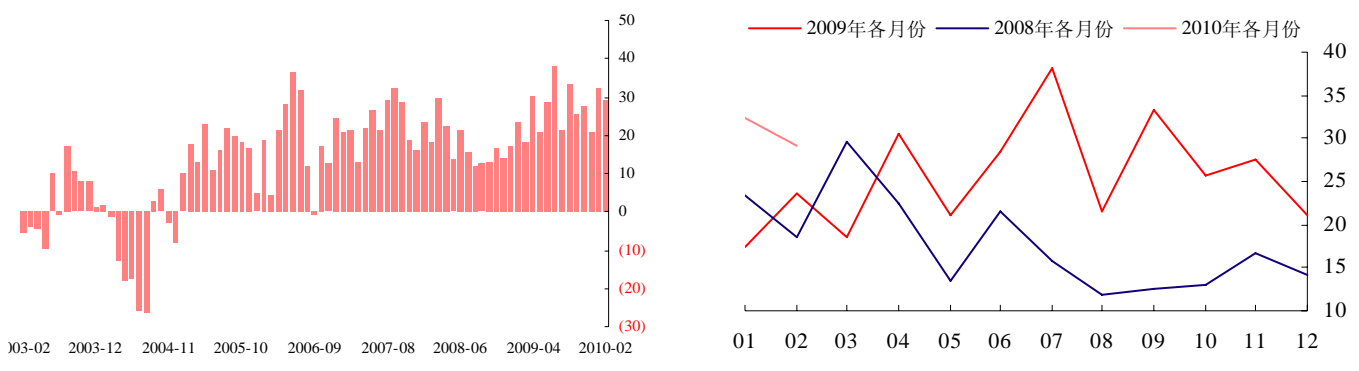
图 1：销量增长率下滑



资料来源：中国银河证券研究所，WIND

产量方面表现较好。去年全年呈盘升态势，下半年增速更是全面超越去年，体现了中高端白酒的良好景气度。

图 2：白酒当月产量增速继续保持较高水平 (%)



资料来源：中国银河证券研究所，WIND

我们认为白酒行业 2010 年不会重现往年量价齐升局面，高端白酒产品除了消费税因素外的直接提价，虽然仍然存在着随着宏观经济好转继续进行直接提价的概率，但却不能顺利放量，另外更重要的是中低端品牌占比提高，因此综合判断吨酒价格增长率为 0% 左右、产量增长率和销售收入增长率均有望达到 15%、毛利率下降到 33% 左右水平，吨酒利润和利润率将回归到 2006 年的水平。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908