

日期: 2010年8月11日
行业: 食品饮料行业



食品饮料行业研究小组 滕文飞

☎ 021-53519888-1969

✉ terencelss@hotmail.com

执业证书编号: S0870210070004

业绩符合预期 量价齐升是下半年主旋律

基本数据 (10H1)

报告日股价 (元)	28.91
12mth A 股价格区间 (元)	20.20/30.65
总股本 (百万股)	3796.00
无限售 A 股/总股本	99.99%
流通市值 (百万元)	109,728.48
每股净资产 (元)	4.20
PBR (X)	6.88
DPS (Y09, 元)	0.15

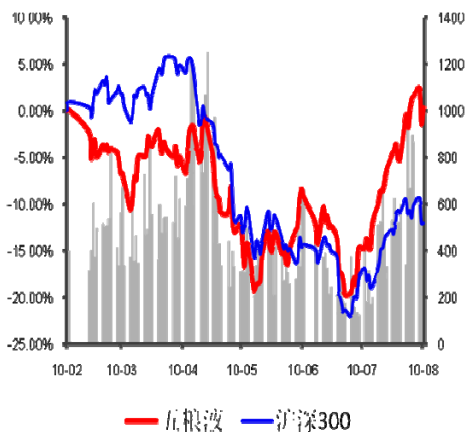
主要股东 (10H1)

宜宾市国有资产经营有限公司	56.07%
---------------	--------

收入结构 (10H1)

白酒	89.90%
----	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号: 10TWF-CT03

首次报告日期: 2008年8月18日

■ 报告目的:

公司披露 2010 年半年报显示,上半年公司实现营业收入 75.77 亿元,同比增长 41.86%; 归属于上市公司股东的净利润 22.61 亿元,同比增长 40.91%; 每股收益 0.60 元。

■ 主要观点:

半年报业绩符合预期

公司酒类业务实现营业收入 69.05 亿元,毛利率达到 73.07%。业绩大幅增长的主要原因为:一是酒类相关资产的收益并表;二是高端系列酒销售淡季不淡。公司上半年业绩基本符合我们的预期,继续看好公司下半年及明年的发展。

预收账款增加略超预期

公司预收账款相比年初增加 8.95 亿元,较一季度末增加 3.05 亿元。公司延缓 6、7 两个月发货,而先发出 8 月提价后产品是预收账款增加的一个重要原因。由此显示公司上半年实际业绩应好于报表水平。

量价齐升是下半年主旋律

近期公司已上调 52 度一批价和终端指导价 40 元/瓶,我们预期其在中秋节前上调出厂价的概率极高。除了价格的提升,公司自去年以来一级基酒量保持了稳定增长,为下半年及明年的放量奠定了基础。

■ 投资建议:

未来六个月内,维持“超强大市”评级

预计公司 10、11 年 EPS 分别为 1.25 元、1.58 元;对应的动态市盈率为 23.17 倍,18.24 倍。公司目前经营状况良好,关联交易的解决及不断增加的优质基酒是公司未来保持高速增长的保障。我们看好公司中长期的发展前景。由于公司业绩前景明确,目前估值在整个白酒板块中相对偏低,具有较高的安全边际,故继续维持其“超强大市”评级。

■ 数据预测与估值:

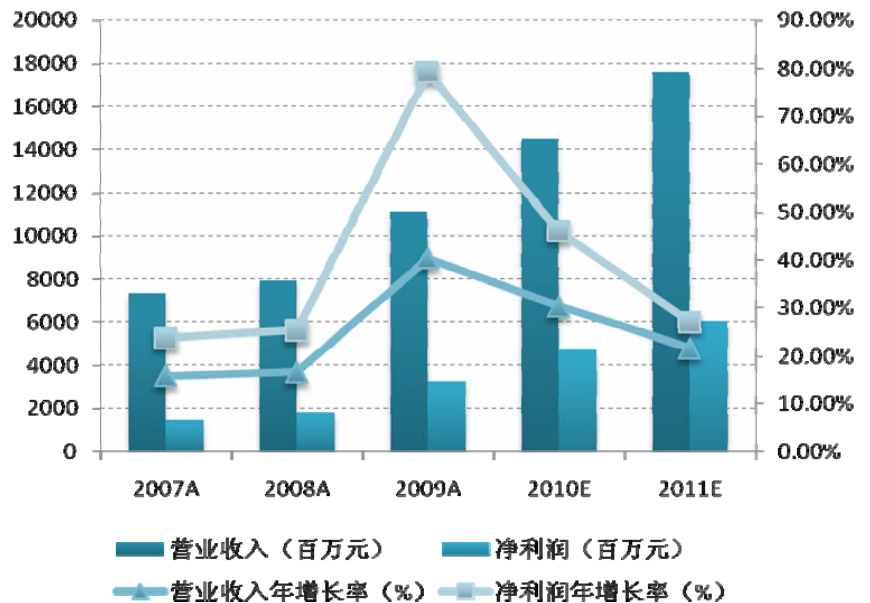
至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7933.07	11129.22	14495.81	17,624.00
年增长率 (%)	16.60	40.29	30.25	21.58
归属于母公司的净利润	1810.69	3244.75	4737.34	6,016.42
年增长率 (%)	25.34	79.20	46.00	27.00
每股收益 (元)	0.48	0.85	1.25	1.58
PER (X)	60.23	33.82	23.17	18.24

注:有关指标按最新总股本为 3796.00 百万股计算

一、10 年上半年业绩增速符合预期

2010 年上半年公司发展势头良好，业绩继续保持平稳增长。上半年公司实现营业收入 75.77 亿元，同比增长 41.86%；实现净利润 22.61 亿元，同比增长 40.91%；每股收益 0.60 元。公司酒类业务实现营业收入 69.05 亿元，毛利率达到 73.07%，同比增长 6.10 个百分点。其中高价位酒实现营业收入 55.56 亿元，毛利率为 85.40%，同比增长 2.15 个百分点；中低价位酒实现营业收入 13.49 亿元，毛利率为 22.26%，同比下降 8.41 个百分点。业绩较上年同期大幅增长的主要原因为：一是酒类相关资产的收益并表；二是高端系列酒销售淡季不淡。公司上半年业绩基本符合我们的预期，继续看好公司下半年及明年的发展。

图 1 五粮液 2007-2011 年收入及利润增长预测图



数据来源：公司定期公告 上海证券研究所

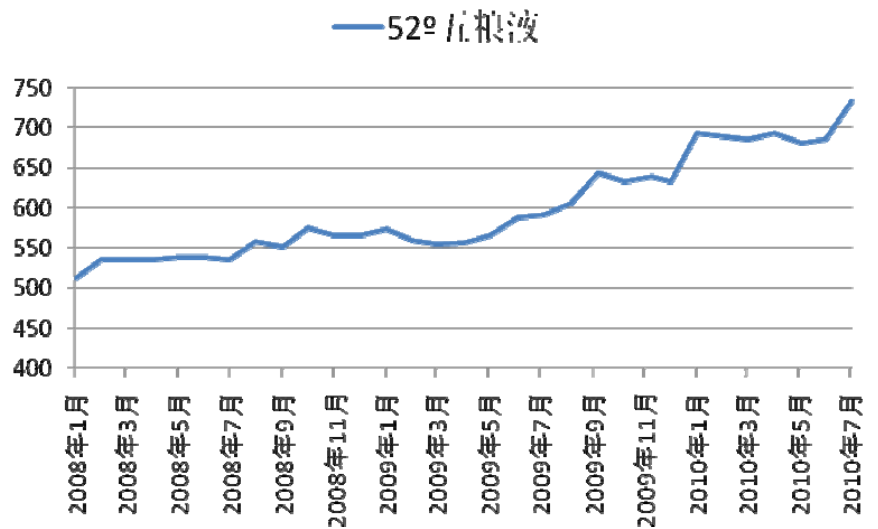
二、预收账款增加略超预期

公司预收账款相比年初增加 8.95 亿元，较一季度末增加 3.05 亿元。公司延缓 6、7 两个月发货，而先发出 8 月提价后的产品应该是预收账款增加的一个主要原因。由此显示公司上半年实际业绩应好于报表水平

三、量价齐升是下半年主旋律

近期公司已上调 52 度五粮液一批指导价和终端指导价 40 元/瓶，我们预期其在中秋节前上调出厂价的概率极高。除了价格的提升，公司自去年以来一级基酒量保持了稳定增长，为下半年及明年的放量奠定了基础。同时，酱香型产品“永福酱酒”也有望在四季度正式推出市场，使公司产品更加多元化。量价齐升将是推动公司下半年业绩提升的重要动力。

图 2 五粮液 2008-2010 年国内主要城市零售价格走势图



数据来源：糖酒快讯，上海证券研究所

四、投资建议

预计公司 10、11 年 EPS 分别为 1.25 元、1.58 元；对应的动态市盈率为 23.17 倍，18.24 倍。公司目前经营状况良好，关联交易的解决及不断增加的优质基酒是公司未来保持高速增长的保障。我们看好公司中长期的发展前景。由于公司业绩前景明确，目前估值在整个白酒板块中相对偏低，具有较大的安全边际，故继续维持其“超强大市”评级。

五、附表

附表 1 五粮液损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009 A	2010 E	2011 E
营业总收入	7933.07	11,129.22	14,495.81	17,624.00
营业总成本	5503.52	6,561.19	7,951.14	9,367.42
营业税金及附加	565.75	798.59	1033.77	1256.86
销售费用	890.83	1164.15	1324.30	1583.82
管理费用	588.99	838.97	1022.23	1183.38
财务费用	-159.95	-109.73	-120.00	-140.00
投资收益	1.58	3.12	-2.00	2.00
营业外收入	1.45	20.72	35.00	20.00
营业外支出	33.42	1.81	10.00	10.00
利润总额	2399.16	4,605.59	6,521.66	8,244.58
所得税费用	569.46	1,138.92	1,604.33	2,028.17
净利润	1829.7	3,466.67	4,917.34	6,216.42
归属于母公司所有者的净利润	1810.69	3,244.75	4,737.34	6,016.42
少数股东权益	19.01	221.92	180.00	200.00
每股收益 (元) (按最新股本)	0.48	0.85	1.25	1.58

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。