

食品饮料行业

报告原因: 中报点评

2010年8月11日

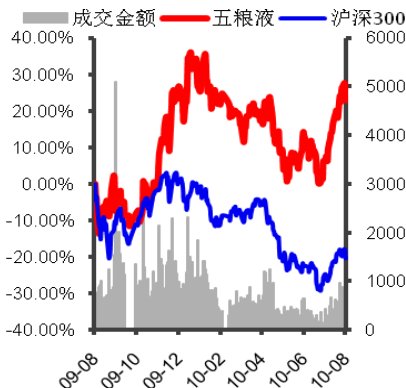
市场数据: 2010年8月10日

收盘价(元)	28.91
一年内最高/最低(元)	32.65/20.2
市净率	6.9
市盈率(2010E)	34.8
流通A股市值(百万元)	109,728

基础数据: 2010年6月30日

每股收益(元)	0.596
营业收入(百万元)	7,576.55
净利润(百万元)	2,260.97
总股本/流通A股(百万)	3795/3795

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760210080008

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo\_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

五粮液 (000858)

买入

关联交易解决的利好因素延续, 未来持续增长可期 维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2009A	11,129	40.3	3,245	79.2	0.86	29.2	22.3	33.8
2010E	15,173	36.3	4,764	46.8	1.25	31.4	26.6	23.0
2011E	18,015	18.7	5,722	20.1	1.51	31.8	26.1	19.2
2012E	21,350	18.5	6,832	19.4	1.80	32.0	25.6	16.1

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩符合预期。**2010年1-6月, 公司共实现营业收入757,654.59万元, 同比增长41.86%; 实现净利润226,096.75万元, 同比增长44.65%; 每股收益0.596元, 业绩符合预期。

● **销售稳步增长, 未来持续可期。**公司产品销售维持稳步增长态势, 五粮液酒销售持续供不应求, 出现淡季不淡局面, 在提价放量因素推动下为公司业绩增长提供有力支撑。同时, 公司通过加强中价位重点品牌打造, 产品结构持续优化, 五粮醇系列销量增速明显高于整体销量增速, 在万吨销量的基础上实现20%的销售增长目标无忧。未来, 公司进一步增长依然可期, 一方面一级基础酒生产在09年大幅增长基础上保持了稳步增长, 为五粮液销量的进一步提升奠定了坚实基础; 另一方面, 近期五粮液终端价格的明显上涨也为出厂价格提升创造了上行空间, 随着销售旺季到来及通胀逼近, 提价或将越来越近。

● **关联交易解决影响持续利好公司业绩增长。**上年关联交易解决影响持续利好公司业绩增长: (1) 上年4月份实施收购酒类相关资产的五家子公司与7月份设立酒类销售公司的收益均已计入公司报表, 使得公司收入水平得到有效提升; (2) 由关联交易解决引起的成本下降与利润回流促使公司酒类产品尤其是高档酒毛利率明显提升, 公司盈利能力显著增强。上半年公司共取得酒类以外的其他业务收入6.3亿元, 占到公司总收入的8.4%, 同时二季度当季毛利率水平由上年同期的52.92%上升至63.77%, 提升了10.86个百分点, 成为净利润增速远高于收入增速的重要原因。

● **投资建议:**我们预计公司2010-2012年的EPS分别为1.25、1.51和1.80元, 对应动态市盈率分别为23.0、19.2和16.1倍, 估值仍具持续提升空间, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**严惩酒驾政策影响长期化; 公务消费受限; A股市场波动。

表 1：五粮液单季利润表

单位：百万元	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	同比变化
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,511</b>	<b>1,981</b>	<b>1,354</b>	<b>3,339</b>	<b>2,002</b>	<b>2,689</b>	<b>3,100</b>	<b>4,494</b>	<b>3,083</b>	<b>53.99</b>
营业收入	1,511	1,981	1,354	3,339	2,002	2,689	3,100	4,494	3,083	53.99
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,121</b>	<b>1,590</b>	<b>1,058</b>	<b>1,680</b>	<b>1,516</b>	<b>1,681</b>	<b>1,685</b>	<b>2,412</b>	<b>2,064</b>	<b>36.15</b>
营业成本	699	1,085	623	1,087	943	1,001	830	1,354	1,117	18.48
营业税金及附加	121	145	106	229	124	181	264	362	277	124.02
销售费用	221	230	249	201	283	288	391	352	422	48.87
管理费用	139	143	151	173	196	235	235	357	313	59.99
财务费用	-59	-13	-72	-11	-30	-25	-44	-12	-65	119.98
资产减值损失	-1	0	1	0	0	-0	8	0	0	
<b>三、其他经营收益</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>-2</b>	<b>-9</b>	
投资净收益	-1	0	3	0	-2	0	5	0	-4	
<b>四、营业利润</b>	<b>389</b>	<b>392</b>	<b>299</b>	<b>1,659</b>	<b>483</b>	<b>1,008</b>	<b>1,436</b>	<b>2,079</b>	<b>1,010</b>	<b>108.84</b>
加：营业外收入	0	1	0	1	15	0	5	14	14	
减：营业外支出	30	2	2	0	1	0	0	7	1	
<b>五、利润总额</b>	<b>360</b>	<b>390</b>	<b>297</b>	<b>1,660</b>	<b>497</b>	<b>1,008</b>	<b>1,440</b>	<b>2,087</b>	<b>1,023</b>	<b>105.63</b>
减：所得税	68	94	71	391	147	245	356	509	258	75.57
<b>六、净利润</b>	<b>292</b>	<b>296</b>	<b>226</b>	<b>1,269</b>	<b>351</b>	<b>763</b>	<b>1,084</b>	<b>1,578</b>	<b>765</b>	<b>118.21</b>
减：少数股东损益	5	2	4	9	7	68	139	55	27	296.23
<b>归属于母公司所有者净利润</b>	<b>288</b>	<b>294</b>	<b>221</b>	<b>1,261</b>	<b>344</b>	<b>695</b>	<b>945</b>	<b>1,523</b>	<b>738</b>	<b>114.72</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.08</b>	<b>0.08</b>	<b>0.06</b>	<b>0.33</b>	<b>0.09</b>	<b>0.18</b>	<b>0.25</b>	<b>0.40</b>	<b>0.19</b>	<b>114.72</b>
<b>收入增长率(%)</b>	<b>13.36</b>	<b>16.54</b>	<b>5.36</b>	<b>8.19</b>	<b>32.49</b>	<b>35.70</b>	<b>128.8</b>	<b>34.59</b>	<b>53.99</b>	<b>21.50</b>
毛利率(%)	53.74	45.25	53.97	67.45	52.92	62.76	73.23	69.87	63.77	10.86
营业利润率(%)	25.76	19.77	22.06	49.70	24.15	37.49	46.33	46.28	32.75	8.60
净利率(%)	19.04	14.82	16.34	37.76	17.18	25.84	30.50	33.88	23.95	6.77
销售费用率(%)	14.63	11.60	18.37	6.03	14.15	10.72	12.62	7.82	13.68	(0.47)
管理费用率(%)	9.22	7.23	11.13	5.18	9.78	8.75	7.58	7.94	10.17	0.38
<b>归属于母公司净利润增长率(%)</b>	<b>-28.12</b>	<b>63.26</b>	<b>52.93</b>	<b>25.05</b>	<b>19.54</b>	<b>136.6</b>	<b>327.1</b>	<b>20.78</b>	<b>114.72</b>	<b>95.17</b>

资料来源：公司公告 山西证券研究所

## ➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>一、营业总收入</b>	<b>11,129.22</b>	<b>15,173.34</b>	<b>18,014.99</b>	<b>21,349.58</b>
营业收入	11,129.22	15,173.34	18,014.99	21,349.58
<b>二、营业总成本</b>	<b>6,561.19</b>	<b>8,408.20</b>	<b>9,890.04</b>	<b>11,650.05</b>
营业成本	3,860.66	4,721.07	5,512.40	6,462.11
营业税金及附加	798.59	1,092.48	1,297.08	1,537.17
销售费用	1,164.15	1,608.37	1,909.59	2,263.06
管理费用	838.97	1,138.00	1,351.12	1,601.22
财务费用	-109.73	-151.73	-180.15	-213.50
资产减值损失	8.55	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>				
投资净收益	3.12	2.00	2.00	2.00
<b>四、营业利润</b>	<b>4,586.67</b>	<b>6,767.14</b>	<b>8,126.95</b>	<b>9,701.53</b>
加：营业外收入	20.72	1.50	1.50	1.50
减：营业外支出	1.81	10.00	10.00	10.00
<b>五、利润总额</b>	<b>4,605.59</b>	<b>6,758.64</b>	<b>8,118.45</b>	<b>9,693.03</b>
减：所得税	1,138.92	1,669.39	2,005.26	2,394.18
<b>六、净利润</b>	<b>3,466.67</b>	<b>5,089.26</b>	<b>6,113.19</b>	<b>7,298.85</b>
减：少数股东损益	221.92	325.71	391.24	467.13
归属于母公司所有者的净利润	<b>3,244.75</b>	<b>4,763.55</b>	<b>5,721.95</b>	<b>6,831.72</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.86</b>	<b>1.25</b>	<b>1.51</b>	<b>1.80</b>
<b>净利润增长率(%)</b>	<b>79.20</b>	<b>46.81</b>	<b>20.12</b>	<b>19.40</b>

资料来源：山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。