

五粮液 (000858)

业绩稳定增长，期待提价实现

—五粮液 2010 年 3 季报点评

买入 / 维持评级

股价：RMB36.84

分析师

洪婷
SAC 执业证书编号:S1000210080001
021-68498639 hongting@lhqz.com

分析师

蒋小东
SAC 执业证书编号:S0930208020141
021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

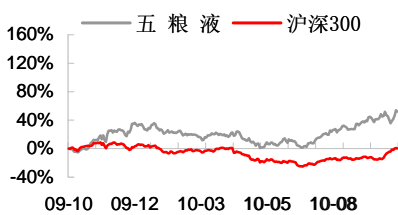
- 五粮液今年前 3 季度实现营业收入 114.71 亿元，归属于母公司的净利润 33.95 亿元，分别同比增长 42.87%和 47.67%，每股收益 0.89 元，其中 3 季度单季度的收入为 38.95 亿元，归属于母公司的净利润 11.34 亿元，分别同比增长 44.87%和 63.28%，每股收益 0.30 元，业绩保持持续的增长。
- 公司销售实现持续增长，预收账款维持高位。公司一级酒销售实现快速增长，预期全年增速超过 20%，销售的增长得益于今年高档白酒市场的景气上升以及公司团购市场的开拓。目前公司的团购市场仍处于供不应求的状态，预计对未来高档酒销量的增长将有推动。公司 3 季度末的预收账款达到 52.68 亿元，较 2 季度末继续提升，显示销售持续向好。
- 产品结构上升继续推升公司毛利率，预计年底可能提价。公司 3 季度单季度毛利率达到 64.29%，较去年同期上升约 2 个百分点。中高档产品占比的提升继续推高公司产品结构和毛利率，10 月期间公司已经提高了 52 度五粮液的团购价格，同时目前五粮液的市场零售价与出厂价之间仍有较大的差价，我们预计公司选择在明年初春节旺季之前提价的可能性很大。
- 公司通过内部整改，经营效率和盈利能力获得持续提升。公司自去年四季度开始就对公司内部管理、关联交易等方面进行整改，整改初步显效，销售费用投入的效率提高，销售费用率从去年 3 季度的 10.72%下降 6.76%。公司的净利润率也从去年 3 季度的 25.84%上升到 29.12%。公司盈利能力获得改善和提升，预期未来该趋势将持续。
- 永福酱酒推出可能利好未来业绩增长。公司的酱香型白酒产品永福酱酒目前已经上市，市场零售定价超过贵州茅台，希望能在酱香型白酒市场中占有一席之地，我们认为凭借公司在团购市场等领域的优势，借助目前酱香型白酒市场快速增长之机，永福酱酒可能在未来给公司带来新的业绩增长，但短期对公司业绩贡献较小。
- 盈利预测和投资建议。我们预计随着高档酒量价的稳定增长，中档酒市场销售的突破，五粮液未来仍然能够保持增速在 25%左右的增长。维持对公司 2010-2012 年 1.22、1.54 和 1.92 的盈利预测，目前估值偏低，维持买入评级。
- 风险提示：白酒行业景气下行风险可能导致公司销量增速低于预期。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	3795.97
流通 A 股 (百万股)	3795.97
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	139843.41

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11129.2	17676.3	14503.4	17738.6	21405.7
(+/-%)	40.3	42.9	30.3	22.3	20.7
归属母公司净利润(百万元)	3244.8	2205.0	4627.6	5834.2	7280.8
(+/-%)	79.2	40.9	42.6	26.1	24.8
EPS(元)	0.85	0.69	1.22	1.54	1.92
P/E(倍)	43.8	60.2	23.9	18.9	15.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	13283	14421	22395	32183	营业收入	11129	14503	17739	21406
现金	7544	10437	17380	26069	营业成本	3861	4382	5183	6018
应收账款	103	45	64	91	营业税金及附加	799	1175	1419	1691
其他应收款	69	61	78	98	营业费用	1164	1450	1774	2141
预付账款	196	73	106	151	管理费用	839	1044	1242	1456
存货	3477	2680	3396	4125	财务费用	-110	-55	-82	-134
其他流动资产	1895	1125	1371	1650	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	7566	6937	6331	5661	公允价值变动收益	16	0	0	0
长期投资	30	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6936	6378	5743	5007	营业利润	4587	6507	8203	10235
无形资产	308	361	430	519	营业外收入	21	5	6	7
其他非流动资产	292	198	159	135	营业外支出	2	11	13	13
资产总计	20849	21359	28727	37843	利润总额	4606	6501	8196	10228
流动负债	6264	2866	4004	5347	所得税	1139	1560	1967	2455
短期借款	0	188	201	211	净利润	3467	4941	6229	7774
应付账款	239	101	135	183	少数股东损益	222	313	395	493
其他流动负债	6025	2577	3668	4954	归属母公司净利润	3245	4628	5834	7281
非流动负债	5	0	0	0	EBITDA	5160	7291	8990	10992
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.22	1.54	1.92
其他非流动负债	5	0	0	0					
负债合计	6269	2866	4004	5347	主要财务比率				
少数股东权益	305	619	1014	1506	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	3796	3796	3796	3796	成长能力				
资本公积	953	494	494	494	营业收入	40.3%	30.3%	22.3%	20.7%
留存收益	9526	13584	19418	26699	营业利润	88.7%	41.9%	26.1%	24.8%
归属母公司股东权益	14275	17874	23709	30989	归属于母公司净利润	79.2%	42.6%	26.1%	24.8%
负债和股东权益	20849	21359	28727	37843	获利能力				
					毛利率(%)	65.3%	69.8%	70.8%	71.9%
					净利率(%)	29.2%	31.9%	32.9%	34.0%
					ROE(%)	22.7%	25.9%	24.6%	23.5%
					ROIC(%)	46.6%	59.2%	81.3%	114.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.1%	13.4%	13.9%	14.1%
					净负债比率(%)	0.00%	6.56%	5.02%	3.94%
					流动比率	2.12	5.03	5.59	6.02
					速动比率	1.57	4.10	4.74	5.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.69	0.71	0.64
					应收账款周转率	198	191	327	276
					应付账款周转率	27.86	25.80	43.95	37.84
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.85	1.22	1.54	1.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	1.08	1.87	2.31
					每股净资产(最新摊薄)	3.76	4.71	6.25	8.16
					估值比率				
					P/E	34.02	23.85	18.92	15.16
					P/B	7.73	6.18	4.66	3.56
					EV/EBITDA	20	14	11	9

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com