

五粮液（000858） 白酒与葡萄 —业绩符合预期

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 32.78 元

事件：公司公布 2010 年业绩快报

- **业绩同比增长 34%**。2010 年公司实现营业收入 155.10 亿元，同比增长 39.36%；实现归属于母公司净利润 43.45 亿元，同比增长 33.91%；实现每股收益 1.15 元，同比增长 33.92%。略低于市场（1.23 元）和我们（1.19 元）之前的预期。
- **四季度净利润环比下降、同比持平**。单季度来看，2010 年四季度公司实现营业收入 40.38 亿元，环比增长 3.67%，同比增长 30.26%；实现营业利润 13.86 亿元，环比下降 11.83%，同比下降 3.48%；实现归属于母公司净利润 9.5 亿元，环比下降 16.23%，同比持平；实现基本每股收益 0.25 元，环比下降 16.67%，同比持平。需要提醒的是：1、公司于 2010 年下半年对 52 度五粮液提价，价格由 519 元提到 549 元，预计提价效应在四季度体现；2、2010 年四季度业绩环比出现了大幅下降，这与上年（2009 年）同期形成鲜明对比。
- **提价预期、新品上量推动 2011 年业绩高增长**。2011 年 1 月 30 日起五粮液上调零售终端指导价 100 元至 889 元，上调经销商给商超的供货指导价 90 元至 809 元，因此我们预计五粮液存在上调出厂价预期；另一方面，随着永福酱酒市场稳步推进，未来两年（我们认为未来两年永福酱酒实现 1500 吨、2500 吨的销量）必将成为公司新的利润增长点。
- **维持我们先前的盈利预测**。预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.52 元和 1.85 元，目前股价（32.78 元/股）对应 2011 年、2012 年 PE 分别为 22x、18x，估值处于历史低位。因此，继续给予公司“推荐”投资评级。考虑到公司于集团关联交易已解决，公司内部治理不断完善以及公司的高成长性，维持我们先前未来一年 49.4 元的目标价。

发布时间：2011 年 3 月 2 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	40.77/23.56
上证指数/深圳成指	2913.81/12880.27
50 日均成交额(百万元)	801.50
市净率(倍)	8.72
股息率	0.46%

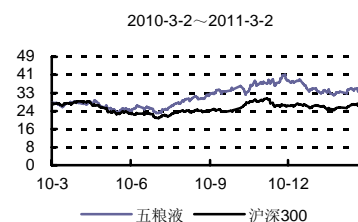
基础数据

流通股(百万股)	3795.52
总股本(百万股)	3795.97
流通市值(百万元)	124417.18
总市值(百万元)	124431.79
每股净资产(元)	3.76
净资产负债率	43.91%

股东信息

大股东名称	宜宾市国有资产经营有限公司
持股比例	56.07%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究-五粮液（000858）调研报告：治理趋于完善、业绩增长明确》，2010-11-18
《国元证券公司研究-五粮液中报点评：全年业绩有望超预期》，2010-8-12
《国元证券公司研究-五粮液重塑市场形象》，

2009-10-26

联系方式

研究员： 周家杏
执业证书编号：S0020210080004
电 话： 021-51097188-1920
电 邮： zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人： 赵喜娟
电 话： (86-21) 51097188-1952
电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址： 中国安徽省合肥市寿春路 179 号
(230001)

表 1：可比公司估值对比

股票名称	总市值(亿元)	股价	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
贵州茅台	1672.51	177.21	4.57	5.60	7.56	38.78	31.64	23.44
泸州老窖	613.47	44.43	1.20	1.49	1.96	37.03	29.82	22.67
水井坊	104.06	21.30	0.66	0.79	0.92	32.27	26.96	23.15
五粮液	1244.32	32.78	0.85	1.19	1.52	38.56	27.55	21.57
平均						36.66	28.99	22.71

资料来源:公司定期报告、国元证券投资研究中心, 股价取 2011 年 3 月 2 日收盘价

表 2：公司利润表预测

利润表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11129	15811	18631	21754
营业成本	3861	5401	5827	6305
营业税金及附加	799	1309	1528	1784
营业费用	1164	1425	1677	1964
管理费用	839	1456	1714	2006
财务费用	-110	-108	-110	-109
资产减值损失	9	4	5	5
公允价值变动收益	16	8	9	10
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	4587	6334	8002	9811
营业外收入	21	11	13	14
营业外支出	2	13	13	11
利润总额	4606	6332	8002	9813
所得税	1139	1626	2003	2473
净利润	3467	4707	5999	7341
少数股东损益	222	171	247	319
归属母公司净利润	3245	4535	5751	7022
EBITDA	5160	6931	8663	10537
EPS (元)	0.85	1.19	1.52	1.85

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心、

表 3：公司资产负债表预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	13283	16744	23354	31030	
现金	7544	10531	16087	22769	
应收账款	103	77	104	129	
其它应收款	69	76	93	112	
预付账款	196	162	198	223	
存货	3477	3946	4435	4882	
其他	1895	1952	2437	2915	
非流动资产	7566	7583	7590	7584	
长期投资	30	29	29	29	
固定资产	6936	6929	6848	6706	
无形资产	308	426	565	714	
其他	292	199	148	134	
资产总计	20849	24327	30944	38613	
流动负债	6264	5599	6862	8032	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	239	194	235	268	
其他	6025	5405	6627	7764	
非流动负债	5	3	3	3	
长期借款	0	0	0	0	
其他	5	3	3	3	
负债合计	6269	5602	6865	8036	
少数股东权益	305	477	724	1043	
股本	3796	3796	3796	3796	
资本公积	953	953	953	953	
留存收益	9526	13492	18589	24759	
归属母公司股东权益	14275	18249	23355	29535	
负债和股东权益	20849	24327	30944	38613	

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

表 4：公司现金流量表预测

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	6054	4263	6835	8218	
净利润	3467	4707	5999	7341	
折旧摊销	683	704	771	835	
财务费用	-110	-108	-110	-109	
投资损失	-3	-3	-3	-3	
营运资金变动	1911	-1050	165	140	
其它	106	13	13	14	
投资活动现金流	-4257	-703	-754	-802	
资本支出	985	568	595	633	
长期投资	-3	-1	0	0	
其他	-3275	-137	-158	-169	
筹资活动现金流	-179	-572	-526	-733	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他	-179	-572	-526	-733	
现金净增加额	1618	2988	5556	6682	

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn