

五粮液 (000858)

买入/维持评级

股价: RMB31.97

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8615

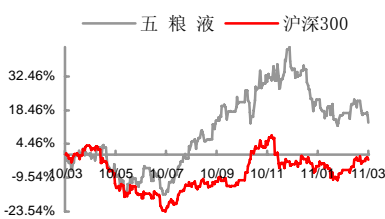
luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	3,796
流通 A 股 (百万股)	3,796
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	0
流通 A 股市值 (百万元)	121,357

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩将继续保持稳定增长

——五粮液 2010 年业绩快报点评

- **2010 年实现每股盈利 1.14 元, 同比上升 33.91%, 略低于市场及我们的预期。** 公司公布 2010 年业绩快报, 实现营业收入 155.10 亿元, 同比增长 39.36%, 归属于母公司利润 43.45 亿元, 每股收益 1.14 元, 同比增长 33.92%。收入基本符合我们之前 150 亿元的预期, 但净利润的增速略低于市场及我们之前的预期。
- **销量的稳定增长和出厂价的提升帮助公司实现销售收入的增长计划。** 公司主要产品 52 度五粮液去年的销量实现 12000 吨左右, 完成销售计划, 同比增长 20%。同时在去年 1 月将 52 度五粮液的价格提高 40 元, 同比提升 8.5%, 去年 10 月又对团购渠道的 52 度五粮液提价 40 元。量价齐升助推公司收入实现我们之前预期的增长。
- **销售费用的上升或是净利润增速低于预期的主因。** 为了提升品牌形象, 应对日益激烈的白酒行业竞争, 实现销售的快速增长, 公司从去年下半年开始加大销售费用的投入, 其中包括 4 亿多元的央视广告投入。我们认为公司去年的销售费用率上升是净利润增速低于预期的主因。我们预计今年公司销售费用的投入仍然会较大, 但随着销售市场投入的效果显现, 公司的销售收入规模也将逐步增大, 销售费用率将呈现稳定略降的趋势。
- **唐桥正式接任集团董事长利好公司业绩长期增长, 目前估值偏低, 维持买入评级。** 近期五粮液集团原董事长王国春正式退休, 而唐桥正式成为了五粮液公司及集团的董事长, 成为五粮液公司新的领导核心。我们认为在唐总的领导下五粮液公司将继续其稳定增长的步伐, 特别是在销售上面的主动性和积极性将有较大的提升, 而华东营销中心的试点将提升公司销售体制的有效性, 继续推动 52 度五粮液的量价齐升和五粮液醇、五粮春等中档酒销售的稳定增长。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.53、1.99 和 2.61 元, 相对于目前股价公司 2011 年的 PE 为 21 倍, 接近历史低值, 维持买入评级。
- **风险提示:** 经济增长放缓影响高档酒消费。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11129.2	15509.8	18523.0	23050.0
(+/-%)	40.3	39.3	24.6	24.4
归属母公司净利润(百万元)	3244.8	4344.9	5791.0	7568.0
(+/-%)	79.2	33.9	34.0	30.7
EPS(元)	0.85	1.14	1.53	1.99
P/E(倍)	37.7	28.3	21.1	16.1

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				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	13283	14165	22189	32507	<b>营业收入</b>	11129	15509	18523	23050
现金	7544	9940	16984	25977	营业成本	3861	4718	5366	6408
应收账款	103	46	67	98	营业税金及附加	799	1263	1556	1867
其他应收款	69	63	82	105	营业费用	1164	1709	2093	2489
预付账款	196	78	110	161	管理费用	839	1100	1352	1660
存货	3477	2886	3516	4392	财务费用	-110	-53	-79	-133
其他流动资产	0	1153	1431	1774	资产减值损失	9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7566	6937	6331	5661	公允价值变动收	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	<b>营业利润</b>	4587	6047	8235	10758
无形资产	308	361	430	519	营业外收入	0	0	6	7
其他非流动资产	0	198	159	135	营业外支出	2	31	13	13
<b>资产总计</b>	20849	21103	28521	38168	<b>利润总额</b>	4606	6016	8228	10752
<b>流动负债</b>	6264	2933	4164	5726	所得税	1139	1523	2041	2667
短期借款	0	188	201	211	净利润	3467	4617	6187	8086
应付账款	239	108	140	195	少数股东损益	222	296	396	518
其他流动负债	0	2637	3823	5320	归属母公司净利	3245	4345	5791	7568
<b>非流动负债</b>	5	0	0	0	EBITDA	4477	6912	9025	11517
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.14	1.53	1.99
其他非流动负	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	6269	2933	4164	5726	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	305	601	998	1516	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	3796	3796	3796	3796	<b>成长能力</b>				
资本公积	953	494	494	494	营业收入	40.3%	39.3%	24.6%	24.4%
留存收益	9526	13277	19069	26636	营业利润	88.7%	31.8%	34.4%	30.6%
归属母公司股	14275	17568	23359	30926	归属母公司净利	79.2%	33.9%	34.0%	30.7%
<b>负债和股东权</b>	20849	21103	28521	38168	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	0.0%	68.3%	71.0%	72.2%
					净利率(%)	29.2%	29.1%	31.3%	32.8%
					ROE(%)	22.7%	24.6%	24.8%	24.5%
					ROIC(%)	23.4%	54.0%	80.5%	118.9
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	30.1%	13.9%	14.6%	15.0%
					净负债比率(%)	99.92	6.41%	4.83%	3.68%
					流动比率	2.12	4.83	5.33	5.68
					速动比率	1.57	3.85	4.48	4.91
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.65	0.71	0.75	0.69
					应收账款周转率	206	195	329	280
					应付账款周转率	27.86	27.16	43.21	38.29
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.85	1.14	1.53	1.99
					每股经营现金流	1.59	0.95	1.90	2.39
					每股净资产(最	3.84	4.63	6.15	8.15
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.67	28.29	21.11	16.15
					P/B	8.32	6.96	5.23	3.95
					EV/EBITDA	22	17	13	10

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

**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@mail.htlhsc.com.cn