

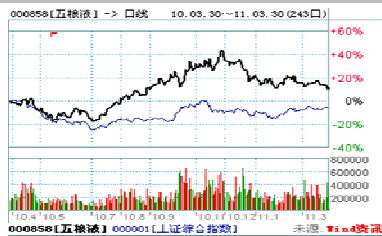
公司评级

推荐（维持）

公司基本情况

总股本（万股）	379597
流通股本（万股）	379552
总市值（亿元）	1190
流通市值（亿元）	1190

公司股价走势图



相关报告

《五粮液（000858）季报点评：量价齐升 酱酒上市.doc》

2010年10月22日

《五粮液（000858）半年报点评：淡季不淡 提价在望.doc》

2010年8月18日

《通胀&升级 酒香四溢》

2010年12月28日

《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续—食品饮料4季度投资策略》

2010年10月8日

《白酒业绩喜人 旺季消费将启—食品饮料9月投资策略》

2010年9月1日

《看好中端白酒和功能保健食品—食品饮料行业2010年中期投资策略》

2010年7月12日

研发部

冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

高端酒已放量 中端酒待发力

——五粮液（000858）年报点评

事件：

公司发布2010年年报。

点评：

- **业绩概况。**2010年，公司实现营业收入155.41亿元，同比增长39.64%；归属于上市公司股东净利润43.95亿元，同比增长35.46%；基本每股收益1.16元。分配预案：每10股派现金3元。
- **业绩增长主要源于五粮液的放量。**报告期内，公司销售五粮液1.28万吨，同比增长23%。五粮液系列酒同比增长23.67%，五粮液除外的其他品种销售如下：五粮醇1.31万吨，增长13%；五粮春5860吨，增长26%；尖庄7365吨，增长17%；六和液590吨，增长11.86%；金六福1.8万吨，增长0.62%；浏阳河1.25万吨，下降2.34%；散酒2.1万吨；永福酱香115吨。
- **费用率和毛利率同幅度上升。**报告期内，公司综合毛利率68.7%，同比提升3.4个百分点；公司期间费用率20.4%，同比上升3.4个百分点。
- **公司品牌价值继续提升。**2010年，“五粮液”品牌价值再度提升，达到526.16亿元，蝉联食品行业榜首，居中国最有价值品牌第4位。
- **今年开始转变增长方式，实现发展转型，重点打造中价位产品。**公司将做精做强超高端酒、做强做大中价位酒、做实做稳低端酒。通过两头带中间，公司希望形成金字塔型的品牌结构。公司力争几个核心产品大幅增加，形成拳头性产品，形成单品超5万吨的产品。
- **永福酱酒将放量和推新品。**公司永福酱酒由银基独家代理，公司主导销售管理。2011年计划生产600吨，加上去年生产的500吨，今年销量有望大幅增长。公司今年还将推出一款零售价格低于茅台的新品永福酱酒，以其走量。

	2010A	2011E	2012E
营业收入	15,541	18,822	22,504
(+/-)	39.64%	21.11%	19.56%
营业利润	6,095	8,060	10,114
(+/-)	32.88%	32.25%	25.47%
归属于母公司的净利润	4,395	5,864	7,358
(+/-)	35.46%	33.41%	25.47%
每股收益（元）	1.16	1.54	1.94
市盈率（倍）	27	20	16

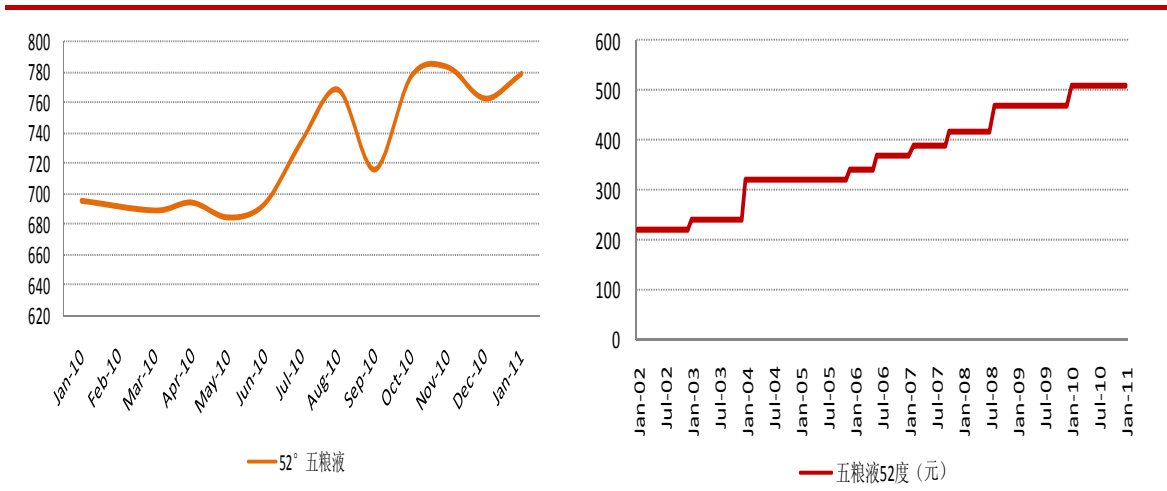
- **成立华东营销中心，销售架构丰满。**公司销售架构已形成四个品牌事务部和一个华东营销中心，即五粮液品牌事务部、总经销品牌事务部、自销品牌事务部、五粮液新品牌事务部（酱酒）和五粮液华东营销中心。今年一季度，华东营销中心销售额增长 20% 左右。
- **业绩稳定增长可期。**公司今年任务是实现销量、收入和利润三者均不低于 20% 的增长。我们预计，公司今年五粮液销量会继续放量，预计可达 1.4 万吨。公司期末预收账款 71 亿元，同比增长 62.4%。公司已经采取滚动发货措施，减少对经销商的欠货。公司力争实现员工工资和公司业绩增速同比增长，而职工工资增长目标为 15%。
- **2011 年系列酒存在提价空间。**公司去年成本同比增长 26%，但下半年并没有对出厂价格进行上调。今年系列酒存在提价空间，公司今年提价有三个条件：一是成本上涨而无法转嫁；二是市场管理到位，有提价空间；三是保证投资者回报。参考这三个条件，我们认为年内提价的可能性较大。
- **盈利预测和评级。**我们预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.54 元和 1.94 元，以最新收盘价 31.36 元计算，对应的动态市盈率分别为 20X 和 16X，维持“推荐”的评级。
- **风险提示。**(1) 新品推广不达预期的风险；(2) 食品安全的风险；(3) 大盘系统性风险。

图表 1：公司分业务情况

	营业收入(万元)	营业成本(万元)	毛利率(%)	收入YOY(%)	毛利率同比变动
酒类	1,408,082.91	357,250.79	74.63	40.73	增长3.32个百分点
印刷	7,799.49	5,715.50	26.72	34.94	增长1.55个百分点
塑料制品	116,484.12	100,920.31	13.36	33.7	增长2.17个百分点
玻璃瓶	7,213.75	5,508.11	23.64	-36.05	增长1.11个百分点
其他	3,490.60	6,487.18	-85.85	-11.87	减少66.72个百分点
合计	1,543,070.87	475,881.89	69.16	39.18	增长3.4个百分点

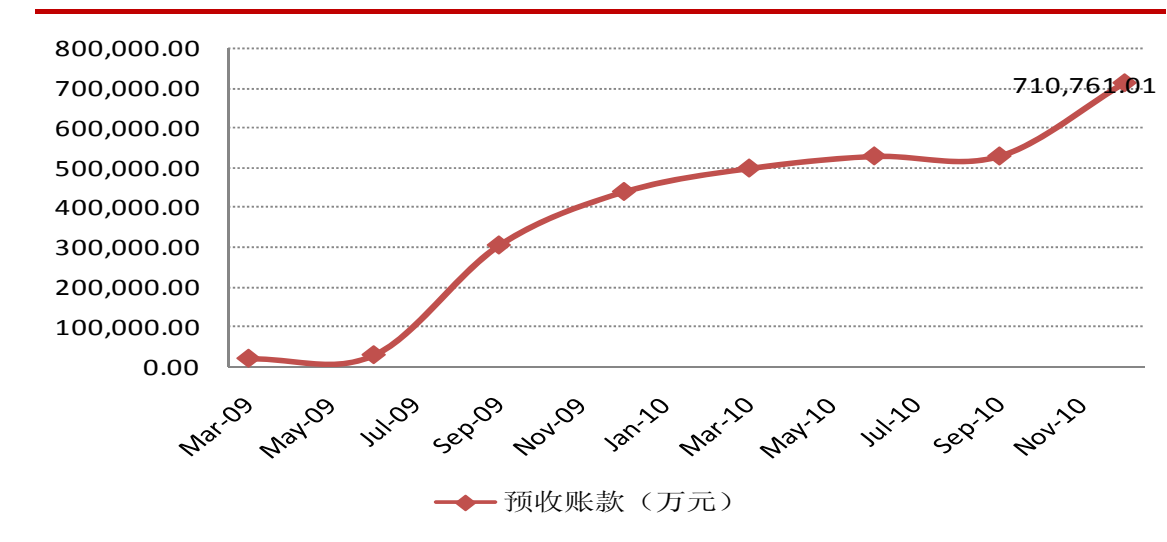
数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 2：52 度五粮液零售价与出厂价



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司预收账款



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	793,307	1,112,922	1,554,130	1,882,244	2,250,399
增长率	8.25%	40.29%	39.64%	21.11%	19.56%
减：营业税金及附加	56,575	79,859	139,217	154,344	184,533
销售费用	89,083	116,415	180,323	216,458	258,796
管理费用	58,899	83,897	156,185	169,402	184,533
财务费用	(15,995)	(10,973)	(19,247)	(15,058)	(18,003)
期间费用率	16.64%	17.01%	20.41%	19.70%	18.90%
资产减值损失	(17)	855	1,504	0	0
加：公允价值变动净收益	0	1,552	(691)	0	0
投资净收益	158	312	338	0	0
营业利润	243,113	458,667	609,475	806,046	1,011,381
增长率 (%)	11.35%	88.66%	32.88%	32.25%	25.47%
加：营业外收入	145	2,072	5,074	0	0
减：营业外支出	3,342	181	7,524	0	0
利润总额	239,916	460,559	607,024	806,046	1,011,381
增长率 (%)	10.14%	91.97%	31.80%	32.79%	25.47%
利润率 (%)	30.24%	41.38%	39.06%	42.82%	44.94%
减：所得税费用	56,946	113,892	150,819	201,512	252,845
实际税负比率 (%)	23.74%	24.73%	24.85%	25.00%	25.00%
净利润	182,970	346,667	456,206	604,535	758,536
归属母公司所有者的净利润	181,069	324,475	439,536	586,398	735,780
增长率	23.27%	79.20%	35.46%	33.41%	25.47%
净利润率 (%)	23.06%	31.15%	29.35%	32.12%	33.71%
少数股东损益	1,901	22,192	16,670	18,136	22,756
总股本 (万股)	379,597	379,597	379,597	379,597	379,597
每股收益 (元)	0.48	0.85	1.16	1.54	1.94

数据来源：公司网站，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。