

湘财证券研究所

食品行业研究员

姓名：赵军

Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

姓名：巢枫

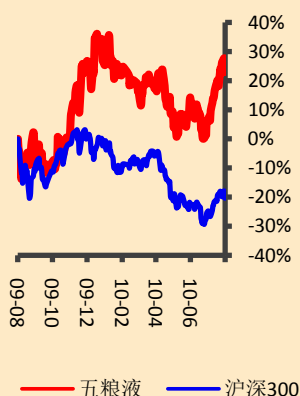
Tel: 021-68634510-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com

市场数据 2010/8/10

收盘价(元)	28.91
一年内最高价(元)	32.65
一年内最低价(元)	20.20
市净率	6.9
流通A股市值(亿元)	1097.3

最近一年股价与大盘的涨幅



相关研究报告：

《09年收购资产10年上半年继续体现》2010/03/19

《细微处看五粮液的投资机会》2010/06/02

投资要点

- **2010年上半年公司业绩大幅增长41%。**公司2010年中报数据显示，上半年实现营业收入75.76亿元，同比增长41.86%；归属于母公司股东的净利润为22.60亿元，同比增长40.91%。
- **二季度发威，意料之中。**我们在6月2日的调研报告《细微处看五粮液的投资机会》中指出如果一季度的白酒消费旺季，“五粮液”品种销量只增长7.74%，而全年销量要增长20%的话，那么二季度的销量几乎可以确定要超过20%，而考虑到第二季度的统计口径同比要多出销售公司95%股权带来的收益部分，因此二季度的五粮液或许会另资本市场眼前一亮。**实际情况果然不出我们所料。**数据显示，公司二季度收入同比增长54%，**归属母公司股东的净利润同比增长114%。**
- **三四季度或将持续兑现公司承诺，业绩发威仍可持续。**我们认为未来的三四季度，公司的收入和业绩均将会有不俗的表现，理由有四：一、公司在5月13日的投资者见面会上表示全年完成销售量增长20%的目标问题不大，至少高档产品“五粮液”应该能够维持20%的增长。二、公司二季度末预收账款仍高达52.7亿元，比一季度末的49.6亿元还有所增加，而且这种增加是在二季度销售收入同比增长54%的基础上实现的。三、股份公司考核指标中的市值管理仍是一种内在的动力驱动公司释放业绩，从而提升公司总市值。四、近期市场终端价格的上涨为公司提高出厂价提供了空间，从而实现更大的业绩增长。
- **积极变化值得关注。**我们在6月2日的调研报告中曾经对公司中档酒产品的经营提出了一些建议，从中报中，我们发现，公司管理层已经在这方面做了一定的工作，加大了市场投入，并且加强了中价位重点品牌的打造，从而使中高价位酒的销量获得更快的增长。但我们希望公司在中档酒市场能够有更大的建树。
- **盈利预测及估值** 我们对先前的预测略微做了些调整，上调了收入而下调了毛利率，预计10-12年的EPS分别为1.30元、1.59元、1.95元，对应的PE分别为22倍、18倍、15倍。给予12个月后的11年PE25倍的市盈率，相对估值为39.7元，DCF估值为39.5元。综合考虑后，我们上调公司6-12个月目标价为39.6元，**维持“买入”评级。**

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	11129	15136	17860	21075
归属母公司净利润	3245	4928	6038	7397
毛利率(%)	65.3%	70.0%	71.0%	72.0%
每股收益(元)	0.85	1.30	1.59	1.95
P/E	33.82	22.27	18.17	14.84
P/B	7.69	5.89	4.58	3.60

表 1 2010 年上半年净利润同比增长 41%，业绩逐步开始释放

	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比
一、营业总收入	4597.28	3335.79	5340.89	5788.33	7576.55	16.18%	73.52%	41.86%
二、营业总成本	2855.71	2647.81	3195.72	3365.47	4476.65	11.91%	27.10%	40.08%
营业成本	1909.93	1708.14	2029.59	1831.07	2470.93	6.27%	7.20%	21.75%
营业税金及附加	314.63	251.12	353.02	445.57	639.44	12.20%	77.44%	81.14%
销售费用	412.27	478.56	484.68	679.47	773.42	17.57%	41.98%	59.57%
管理费用	294.99	293.99	368.92	470.05	670.15	25.06%	59.89%	81.65%
财务费用	-74.81	-85.14	-40.65	-69.08	-77.28	-45.67%	-18.86%	90.12%
资产减值损失	-1.31	1.14	0.15	8.39	0.00	-111.60%	635.11%	-100.00%
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	15.52	-6.88	0.00%	0.00%	0.00%
投资净收益	-0.93	2.51	-2.41	5.53	-3.86	0.00%	0.00%	0.00%
四、营业利润	1740.64	690.49	2142.76	2443.91	3089.15	23.10%	253.94%	44.17%
加：营业外收入	0.62	0.83	16.21	4.51	27.47	2517.11%	444.54%	69.44%
减：营业外支出	29.55	3.87	1.15	0.66	7.17	-96.11%	-82.93%	523.02%
五、利润总额	1711.71	687.45	2157.83	2447.76	3109.46	26.06%	256.07%	44.10%
减：所得税	403.56	165.90	537.92	601.00	766.27	33.29%	262.27%	42.45%
六、净利润	1308.15	521.55	1619.90	1846.77	2343.18	23.83%	254.09%	44.65%
减：少数股东损益	12.39	6.62	15.38	206.54	82.22	24.06%	3020.92%	434.69%
归属于母公司所有者的净利润	1295.75	514.94	1604.52	1640.23	2260.97	23.83%	218.53%	40.91%
每股收益	0.34	0.14	0.42	0.43	0.60	23.83%	218.53%	40.91%
以上同比为相对数，以下为绝对数								
	1H08	2H08	1H09	2H09	1H10	1H09 同比	2H09 同比	1H10 同比
毛利率	58.46%	48.79%	62.00%	68.37%	67.39%	3.54%	19.57%	5.39%
营业税金及附加率	6.84%	7.53%	6.61%	7.70%	8.44%	-0.23%	0.17%	1.83%
营业费用率	8.97%	14.35%	9.07%	11.74%	10.21%	0.11%	-2.61%	1.13%
管理费用率	6.42%	8.81%	6.91%	8.12%	8.85%	0.49%	-0.69%	1.94%
财务费用率	-1.63%	-2.55%	-0.76%	-1.19%	-1.02%	0.87%	1.36%	-0.26%
三项费用率	13.76%	20.61%	15.22%	18.67%	18.03%	1.46%	-1.94%	2.81%
利润率	37.23%	20.61%	40.40%	42.29%	41.04%	3.17%	21.68%	0.64%
实际所得税率	23.58%	24.13%	24.93%	24.55%	24.64%	1.35%	0.42%	-0.29%
净利润率	28.45%	15.64%	30.33%	31.91%	30.93%	1.88%	16.27%	0.60%
归属母公司净利润率	28.19%	15.44%	30.04%	28.34%	29.84%	1.86%	12.90%	-0.20%

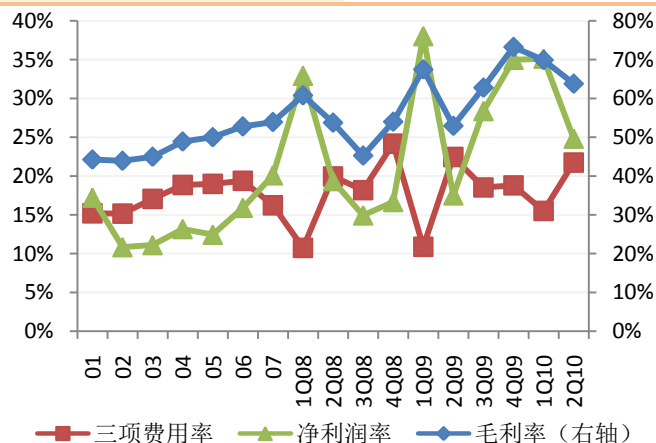
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 2 2010 年二季度收入同比增长 54%，业绩暴增 115%

	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q09 同比	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比
一、营业总收入	2688.79	3099.54	4493.63	3082.92	35.70%	128.85%	34.59%	53.99%
二、营业总成本	1680.79	1684.68	2412.45	2064.20	5.73%	59.22%	43.64%	36.15%
营业成本	1001.32	829.75	1354.05	1116.88	-7.69%	33.11%	24.57%	18.48%
营业税金及附加	181.44	264.13	362.05	277.39	25.27%	148.53%	57.97%	124.02%
销售费用	288.27	391.20	351.59	421.82	25.45%	57.25%	74.63%	48.87%
管理费用	235.21	234.84	356.75	313.40	64.21%	55.77%	106.17%	59.99%
财务费用	-25.37	-43.71	-11.99	-65.29	96.52%	-39.48%	9.32%	119.98%
资产减值损失	-0.08	8.47	0.00	0.00	#DIV/0!	641.89%	#DIV/0!	-100.00%
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
公允价值变动净收益	0.00	15.52	-1.81	-5.08	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
投资净收益	0.03	5.50	0.13	-3.99	#DIV/0!	119.19%	#DIV/0!	65.18%
四、营业利润	1008.04	1435.88	2079.49	1009.66	157.36%	380.54%	25.32%	108.84%
加：营业外收入	0.00	4.51	13.85	13.62	-100.00%	1911.38%	1102.02%	-9.55%
减：营业外支出	0.20	0.46	6.66	0.51	-89.68%	-76.26%	#####	-55.48%
五、利润总额	1007.84	1439.93	2086.68	1022.77	158.18%	384.69%	25.67%	105.63%
减：所得税	245.03	355.97	508.60	257.68	159.49%	398.07%	30.02%	75.57%
六、净利润	762.81	1083.96	1578.09	765.10	157.76%	380.45%	24.33%	118.21%
减：少数股东损益	68.03	138.50	55.45	26.77	2801.25%	3141.48%	543.19%	296.23%
归属于母公司所有者的净利润	694.77	945.46	1522.64	738.33	136.64%	327.15%	20.78%	114.72%
每股收益	0.18	0.25	0.40	0.19	136.64%	327.15%	20.78%	114.72%
以上同比为相对数，以下同比为绝对数								
	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q09 同比	4Q09 同比	1Q10 同比	2Q10 同比
毛利率	62.76%	73.23%	69.87%	63.77%	17.51%	19.26%	2.42%	10.86%
营业税金及附加率	6.75%	8.52%	8.06%	9.00%	-0.56%	0.67%	1.19%	2.81%
营业费用率	10.72%	12.62%	7.82%	13.68%	-0.88%	-5.75%	1.79%	-0.47%
管理费用率	8.75%	7.58%	7.94%	10.17%	1.52%	-3.55%	2.76%	0.38%
财务费用率	-0.94%	-1.41%	-0.27%	-2.12%	-0.29%	3.92%	0.06%	-0.64%
三项费用率	18.53%	18.79%	15.50%	21.73%	0.35%	-5.38%	4.61%	-0.72%
利润率	37.48%	46.46%	46.44%	33.18%	17.78%	24.52%	-3.29%	8.33%
实际所得税率	24.31%	24.72%	24.37%	25.19%	0.12%	0.66%	0.82%	-4.31%
净利润率	28.37%	34.97%	35.12%	24.82%	13.43%	18.31%	-2.90%	7.30%
归属母公司净利润率	25.84%	30.50%	33.88%	23.95%	11.02%	14.16%	-3.87%	6.77%

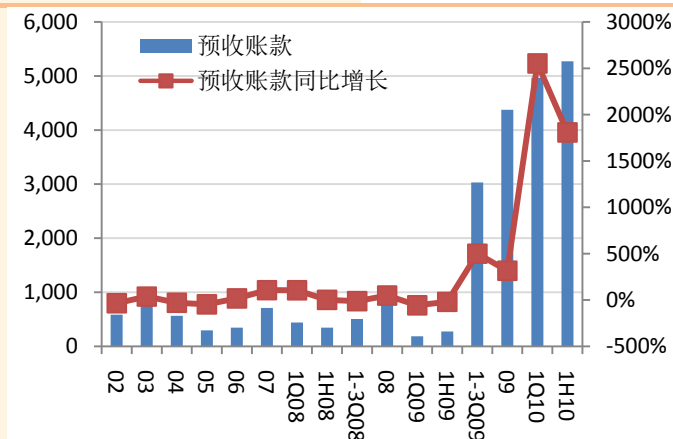
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 1 2010 年第二季度毛利率同比大幅增加 10.86 个百分点



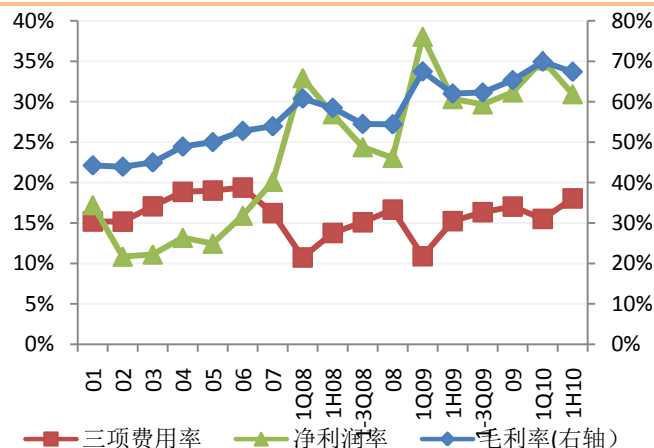
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 2010 年二季度末预收账款高达 52.7 亿元



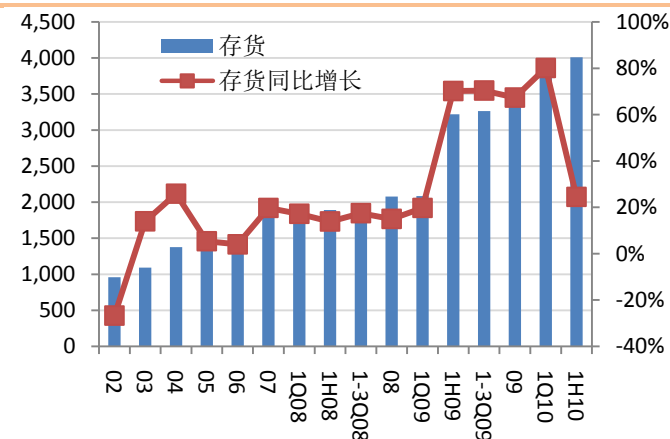
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 2 2010 年上半年毛利率同比大幅增加 5.39 个百分点



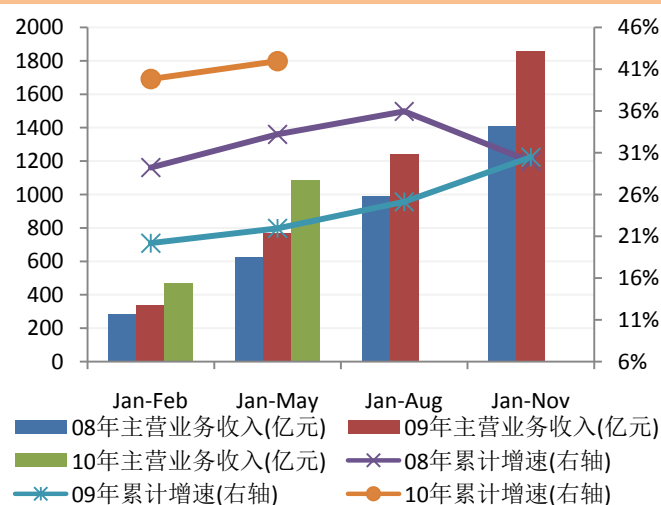
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 4 2010 年二季度末存货同比增加 24.5%



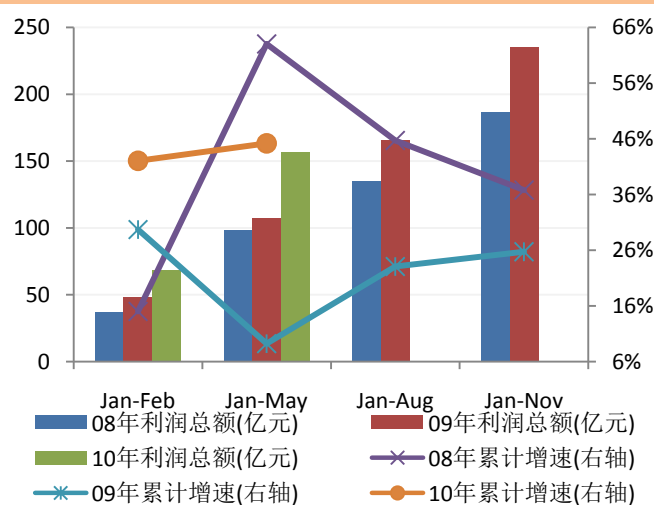
资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 5 行业收入数据表明当前白酒业正处于高景气阶段



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 6 行业利润数据也表明当前白酒业正处于高景气阶段



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 7 白酒产量数据表明行业正处于高景气阶段

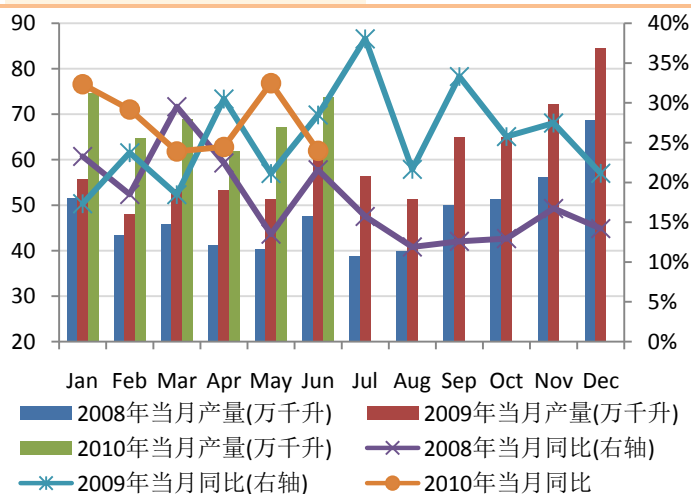
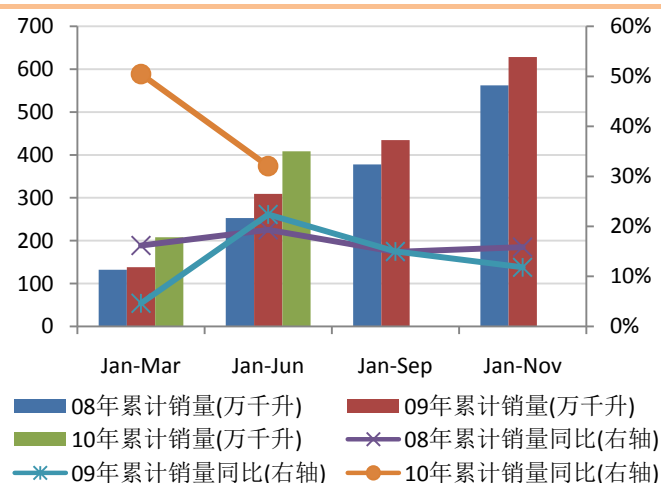


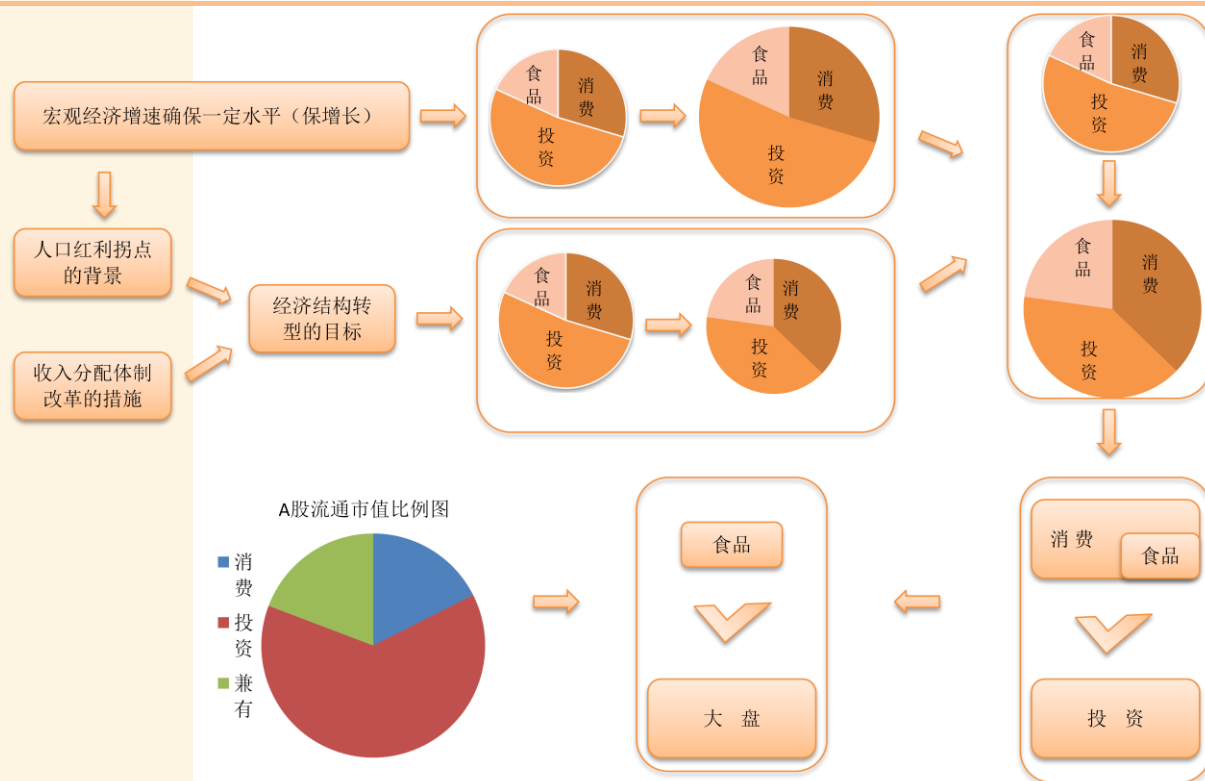
图 8 白酒销量数据也表明行业正处于高景气阶段



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

图 9 人口红利拐点、收入分配体制改革以及资本市场投资品占比较大三大因素致使食品行业好于大盘



注：本图中食品占消费的数据以 38%衡量，仅作为参考；此外，食品是消费的一部分，图中的消费是除食品之外的消费；其三，经济结构调整中投资比重的目标值为 40%，仅作为参考。该图具体逻辑请参见我们 6 月 21 日的中期投资策略报告《把握收入分配体制改革和消费升级》

资料来源：湘财证券研究所

表 3 预测资产负债表和利润表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度		2009	2010E	2011E	2012E	会计年度		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产		13283	17656	24637	32387	营业收入		11129	15136	17860	21075
现金		7544	11139	16905	23555	营业成本		3861	4541	5179	5901
应收账款		103	94	128	145	营业税金及附加		799	1271	1500	1770
其他应收款		69	73	89	108	营业费用		1164	1628	1917	2254
预付账款		196	172	219	241	管理费用		839	1287	1518	1791
存货		3477	4061	4633	5279	财务费用		-110	-387	-581	-838
其他流动资产		1895	2116	2662	3059	资产减值损失		9	0	0	0
非流动资产		7566	7538	7532	7477	公允价值变动收益		16	0	0	0
长期投资		30	31	32	33	投资净收益		3	3	3	3
固定资产		6936	7055	7140	7118	营业利润		4587	6799	8328	10198
无形资产		308	301	294	286	营业外收入		21	0	0	0
其他非流动资产		292	151	67	40	营业外支出		2	13	13	13
资产总计		20849	25193	32169	39864	利润总额		4606	6786	8315	10186
流动负债		6264	6071	7500	8424	所得税		1139	1678	2056	2519
短期借款		0	0	0	0	净利润		3467	5108	6259	7667
应付账款		239	203	262	287	少数股东损益		222	180	220	270
其他流动负债		6025	5868	7239	8137	归属母公司净利润		3245	4928	6038	7397
非流动负债		5	3	2	1	EBITDA		5160	7140	8554	10217
长期借款		0	0	0	0	EPS (元)		0.85	1.30	1.59	1.95
其他非流动负债		5	3	2	1	获利能力					
负债合计		6269	6074	7502	8425	毛利率(%)		65.3%	70.0%	71.0%	72.0%
少数股东权益		305	485	706	976	净利率(%)		29.2%	32.6%	33.8%	35.1%
股本		3796	3796	3796	3796	ROE(%)		22.7%	26.4%	25.2%	24.3%
资本公积		953	953	953	953	估值比率					
留存收益		9526	13884	19212	25715	P/E		33.82	22.27	18.17	14.84
归属母公司股东权益		14275	18633	23961	30464	P/B		7.69	5.89	4.58	3.60
负债和股东权益		20849	25193	32169	39864	EV/EBITDA		20	14	12	10

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 4 DCF 估值相关参数

贝塔值 (β)	0.97
无风险利率 (%)	2.52%
市场的预期收益率 (%)	10.00%
股权资本成本 (K_e)	9.78%
债务成本 K_d (%)	3.75%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	0.00%
WACC	9.78%

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

表 5 DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 G_n (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.78%	54.36	66.67	87.85	132.85	293.55	-992.50
5.78%	44.73	52.48	64.33	84.72	128.04	282.75
6.78%	37.95	43.21	50.68	62.09	81.73	123.45
7.78%	32.94	36.70	41.77	48.96	59.96	78.87
8.78%	29.07	31.88	35.51	40.39	47.32	57.92
9.78%	26.01	28.16	30.86	34.36	39.07	45.75
10.78%	23.53	25.22	27.29	29.89	33.27	37.81
11.78%	21.47	22.83	24.45	26.45	28.97	32.22
12.78%	19.75	20.85	22.15	23.73	25.65	28.08
13.78%	18.28	19.19	20.25	21.51	23.03	24.89
14.78%	17.02	17.77	18.65	19.68	20.89	22.36
15.78%	15.92	16.56	17.29	18.14	19.13	20.30

资料来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。