

五粮液：证监会下达《行政处罚决定书》公告点评

评级： 买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 43.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 43.00 元

现价（2011 年 05 月 27 日）： 32.18 元

报告日期： 2011-05-30

报告关键点：

- 事件回放；
- 落实今年我们期待公司的三件大事之一；
- 维持盈利预测和投资评级

报告摘要：

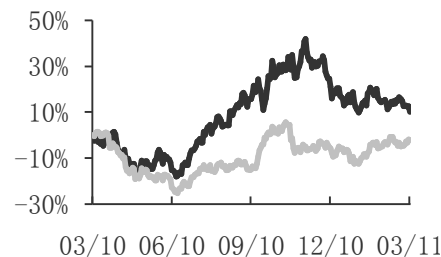
- 事件回放：**周末五粮液发布公告，公告证监会的《行政处罚决定书》。处罚书首先介绍了公司亚洲证券、中科证券以及2007年年报信息披露问题，然后是处罚决定：对五粮液公司进行了警告以及罚款60万的处罚，对相关的高管分别进行了3-25万元的罚款处罚。公告最后陈述了公司对上述问题的整改和处理情况。我们注意到五粮液公司自2009年以来正在发生一系列积极的变化，公司治理进一步规范化。主要体现在一直为市场所诟病的关联交易问题得到了极大改善，2010年同比下降了约70%。公司内部控制和信息披露工作也在逐步达到现代上市公司的要求并已得到资本市场的认可。
- 落实今年我们期待公司的三件大事之一：**我们认为作为中国白酒大王的五粮液公司品牌基础毋庸置疑，生产实力和产品质量在国内白酒企业中首屈一指。在完成公司掌门人新老交替后，公司的营销体系和品牌策略将发生一系列变革，将更加贴近行业发展和竞争的需要，公司的内部控制和信息披露将更加规范，公司将迎来一个新的高速成长期。（详见我们4月份五粮液公司深度报告-《走进新时代》）。此次证监会处罚决定的公布是落实今年我们期待五粮液的三件大事之一（唐桥先生正式任命为集团董事长、处罚决定下达、下半年提高五粮液酒的出厂价）。在此次证监会处罚决定下达后，公司将得以执行其战略发展规划，以其雄厚的资金和生产实力进行行业整合等一系列资本运作，（例如收购一些地区的白酒强势品牌，将其打造成为该区域的强势品牌）从而实现公司外延式扩张。
- 维持盈利预测和投资评级：**我们维持之前对公司的盈利预测，预计公司2011-2013年的销售收入分别增长21.30%、29.40%和20.40%，EPS分别为1.52元、2.01元和2.50元，对应21、16和13倍PE。考虑到公司的行业龙头地位以及未来3-5年的快速发展势头，我们给予公司2011年28倍PE，6个月的目标价为43元，维持买入-A的投资评级。
- 风险提示：**除白酒行业激烈的市场竞争外，今年由于通胀形势严峻，受行政干预使提价（出厂价）难以实现。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.2	15,541.3	18,846.5	24,389.3	29,376.3
Growth(%)	40.3%	39.6%	21.3%	29.4%	20.4%
净利润	3,466.7	4,562.1	5,816.7	7,678.7	9,532.2
Growth(%)	79.2%	35.5%	31.6%	32.0%	24.1%
毛利率(%)	65.3%	68.7%	68.7%	69.6%	69.8%
净利润率(%)	29.2%	28.3%	30.7%	31.3%	32.3%
每股收益(元)	0.85	1.16	1.52	2.01	2.50
每股净资产(元)	3.84	4.84	6.37	8.39	10.90
市盈率	37.2	27.5	20.9	15.8	12.7
市净率	8.3	6.6	5.0	3.8	2.9
净资产收益率(%)	23.8%	24.8%	24.1%	24.1%	23.0%
ROIC(%)	55.0%	56.4%	100.5%	197.2%	1425.7%
EV/EBITDA	22.3	16.3	13.3	9.2	6.4
股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

总市值(百万元)	120,180.31
流通市值(百万元)	120,166.19
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.52
12 个月最低/最高	22.20/41.48 元
十大流通股股东(%)	61.16%
股东户数	293,067

12 个月股价表现



五粮液 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.54)	(15.22)	12.26
绝对收益	(3.97)	(7.75)	10.24

 李铁
 010-66581633
 执业证书编号

 行业分析师
 litie2@essence.com.cn
 S1450511020014

前期研究成果

五粮液：营销观念转变，未来多香并举	2010-12-10
五粮液：业绩略超预期	2010-03-19
五粮液：小幅提价符合预期	2010-01-15

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-4-1		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	40.3%	39.6%	21.3%	29.4%	20.4%	
减: 营业成本	3,860.7	4,863.2	5,889.6	7,406.6	8,878.5	营业利润增长率	88.7%	32.9%	27.6%	31.7%	24.1%	
营业税费	798.6	1,392.2	1,696.2	2,195.0	2,632.1	净利润增长率	79.2%	35.5%	31.6%	32.0%	24.1%	
销售费用	1,164.2	1,803.2	2,186.2	2,926.7	3,407.6	EBITDA 增长率	89.4%	29.3%	14.0%	29.3%	21.5%	
管理费用	839.0	1,561.9	1,894.1	2,451.1	2,952.3	EBIT 增长率	97.1%	31.8%	22.2%	30.5%	22.3%	
财务费用	-109.7	-192.5	-542.3	-827.0	-1,200.4	NOPLAT 增长率	98.2%	30.5%	22.5%	30.5%	22.3%	
资产减值损失	8.5	15.0	-29.4	-0.0	-0.0	投资资本增长率	27.3%	-31.3%	-33.5%	-83.1%	-638.1%	
加: 公允价值变动收益	15.5	-6.9	0.0	-	-	净资产增长率	27.3%	26.0%	31.7%	31.8%	29.9%	
投资和汇兑收益	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4							
营业利润	4,586.7	6,094.7	7,755.6	10,240.2	12,709.5	利润率						
加: 营业外净收支	18.9	-24.5	-	-2.0	-	毛利率	65.3%	68.7%	68.7%	69.6%	69.8%	
利润总额	4,605.6	6,070.2	7,755.6	10,238.2	12,709.5	营业利润率	41.2%	39.2%	41.2%	42.0%	43.3%	
减: 所得税	1,138.9	1,508.2	1,938.9	2,559.6	3,177.4	净利润率	29.2%	28.3%	30.7%	31.3%	32.3%	
净利润	3,466.7	4,562.1	5,816.7	7,678.7	9,532.2	EBITDA/营业收入	46.0%	42.6%	40.1%	40.0%	40.4%	
资产负债表						EBIT/营业收入	40.2%	38.0%	38.3%	38.6%	39.2%	
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率						
交易性金融资产	7,543.6	14,134.5	22,019.6	33,115.9	46,910.6	固定资产周转天数	182	154	121	92	74	
应收账款	23.7	20.8	20.8	20.8	20.8	流动营业资本周转天数	28	-17	-50	-70	-96	
应收帐款	171.6	127.0	154.4	199.8	240.6	流动资产周转天数	356	401	499	555	643	
应收票据	1,842.1	2,180.6	2,644.2	3,421.8	4,121.5	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2	
预付帐款	195.7	328.4	489.2	691.4	933.7	存货周转天数	90	93	95	91	92	
存货	3,476.8	4,514.8	5,453.9	6,858.7	8,221.7	总资产周转天数	555	574	635	657	724	
其他流动资产	29.3	63.7	60.0	103.2	142.1	投资资本周转天数	226	153	86	31	-16	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	23.8%	24.8%	24.1%	24.1%	23.0%	
长期股权投资	30.0	32.5	32.1	32.1	32.1	ROA	16.6%	15.9%	15.4%	15.0%	14.2%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	55.0%	56.4%	100.5%	197.2%	1425.7%	
固定资产	6,935.9	6,373.5	6,287.3	6,114.5	5,886.0	费用率						
在建工程	218.5	514.6	309.4	186.2	112.3	销售费用率	10.5%	11.6%	11.6%	12.0%	11.6%	
无形资产	308.1	299.6	299.7	299.8	299.9	管理费用率	7.5%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%	
其他非流动资产	73.7	83.6	89.2	89.5	89.7	财务费用率	-1.0%	-1.2%	-2.9%	-3.4%	-4.1%	
资产总额	20,849.1	28,673.5	37,859.6	51,133.7	67,011.1	三费/营业收入	17.0%	20.4%	18.8%	18.7%	17.6%	
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力						
应付帐款	579.0	844.5	202.7	254.9	305.5	资产负债率	30.1%	35.9%	36.2%	37.8%	38.3%	
应付票据	-	56.5	68.4	86.0	103.1	负债权益比	43.0%	56.1%	56.8%	60.7%	62.0%	
其他流动负债	5,684.7	9,387.4	13,426.6	18,932.3	25,191.8	流动比率	2.12	2.08	2.25	2.30	2.37	
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.56	1.64	1.85	1.95	2.05	
其他非流动负债	4.9	19.1	31.0	50.9	68.9	利息保障倍数	#####	-30.67	-13.30	-11.38	-9.59	
负债总额	6,268.6	10,307.4	13,728.6	19,324.1	25,669.4	分红指标						
少数股东权益	305.4	265.1	299.4	344.7	400.9	DPS(元)	0.09	0.15	-	-	-	
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	分红比率	10.8%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
留存收益	10,479.1	14,305.1	20,087.4	27,720.8	37,196.7	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	14,580.5	18,366.1	24,131.0	31,809.6	41,341.7	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
现金流量表						EPS(元)	0.85	1.16	1.52	2.01	2.50	
净利润	3,466.7	4,562.1	5,816.7	7,678.7	9,532.2	BVPS(元)	3.84	4.84	6.37	8.39	10.90	
加: 折旧和摊销	683.1	770.1	337.7	347.5	354.2	PE(X)	37.2	27.5	20.9	15.8	12.7	
资产减值准备	8.5	8.3	-29.4	-0.0	-0.0	PB(X)	8.3	6.6	5.0	3.8	2.9	
公允价值变动损失	-15.5	6.9	0.0	-	-	P/FCF	-	17.6	15.8	11.4	9.1	
财务费用	-	-	-	-542.3	-827.0	P/S	10.8	7.8	6.4	5.0	4.1	
投资收益	-3.1	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4	EV/EBITDA	22.3	16.3	13.3	9.2	6.4	
少数股东损益	221.9	166.7	34.3	45.3	56.2	CAGR(%)	30.4%	27.8%	26.1%	-100.0%	-100.0%	
营运资金的变动	2,388.9	3,320.6	1,834.1	3,122.2	3,960.4	PEG	1.2	1.0	0.8	-0.2	-0.1	
经营活动产生现金流量	6,054.0	7,703.1	7,447.8	10,363.3	12,699.3	ROIC/WACC						
投资活动产生现金流量	-4,257.0	-464.5	-28.3	-28.7	-28.7	REP						
融资活动产生现金流量	-178.8	-647.8	542.3	827.0	1,200.4							

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034