

公司研究

饮料制造行业

评级：**强烈买入**
首次评级

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：康敬东

投资咨询执业证书编号：

S1500510120009

(010) 63081261

kangjingdong@cindasc.com

联系人：吴亚卓

(010)63081083

wuyazhuo@cindasc.com

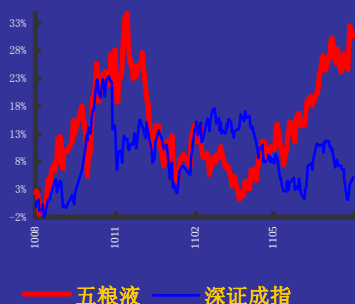
最新价：39.20 元

目标价：50 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	29.38-41.48
最近一月涨跌幅(%)	4.67
总股本(亿股)	37.96
流通 A 股比例(%)	99.99
总市值(亿元)	1488.02
每股净资产	5.35
总资产(亿元)	323.99
十大流通股东(%)	60.28

最近一年市场表现



五粮液(000858)：半年破百亿 龙头表现佳

公司研究点评报告

2011 年 08 月 16 日

投资要点：

- ◆ **事件：**公司发布 2011 年中报，上半年营业收入首次突破百亿元大关，达到 105.95 亿元，同比增长 39.84%，其中归属于上市公司股东的净利润为 33.63 亿元，比上年同期增 48.72%。公司上半年基本每股收益为 0.886 元，比上年同期增长 48.66%。
- ◆ **浓香龙头继续稳居销量之王，公司发展保持长期向好。**作为行业龙头，公司近年销售连创历史新高，在显示强大的品牌号召力的同时，公司管理水平也得到市场一致认可。今年上半年面对复杂的经营形势，公司在实现主营业务大幅增长的同时，三项费用同比都出现下降，确保了公司投资者利益。分季度来看，二季度的成本控制明显加强，毛利率下降趋势得到遏制。我们认为，公司是广大投资者可以长期信赖的投资品种。
- ◆ **毛利率下降对公司影响有限，产品提价预期更为强烈。**由于年初未提价，受原辅材料、人工等各种成本上升影响，酒品销售毛利率出现轻微下滑，其中高价位酒毛利率同比下降 0.07 个百分点，低价位酒毛利率同比下降 1.08 个百分点。我们预计今年下半年公司将对主要产品实行提价，以缓和成本压力。
- ◆ **中低价酒销售增长快于高价酒销售增长，验证了我们对行业内中档白酒快速增长的判断。**由于上半年市场“淡季不淡”，推动五粮液系列酒产品销售总量较上年同期增长 30.5%，报告期内高价酒和中低价位酒分别实现营业收入 76 亿元和 19.8 亿元，同比增加 36.7%、46.7%。我们在中期策略报告里曾提到，随着消费升级，中国中档白酒消费将快速增长。公司的销售情况验证了我们这一观点。
- ◆ **强大的现金储备引发市场对公司进一步扩张的预期。**期末五粮液的货币资金达到 182 亿元，同比增加 29%。同时，证监会对公司的立案调查已结案，下半年公司管理团队将顺利换届。我们认为，在这些因素的作用下，公司很有可能在未来发起对周边区域酒企的并购。
- ◆ **赢利预测与投资建议：**我们认为公司将继续领跑白酒行业，未来持续增长可期。未来三年的 EPS 分别为 1.60 元、2.10 元和 2.77 元，对应的动态 P/E 分别是 24.57 倍、18.69 倍、14.17 倍，给予“强烈买入”评级，对应六个月目标价为 50 元。
- ◆ **风险提示：**产品质量事故；未能按预期提价；中档酒销售回落。

主要财务指标及预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	15541	21778	28573	37604
同比(%)	39.6%	40.1%	31.2%	31.6%
归属母公司净利润(百万)	4562	6317	8325	10961
同比(%)	35.5%	37.8%	31.5%	31.9%
毛利率(%)	68.7%	68.8%	68.9%	69.0%
每股收益(元)	1.16	1.60	2.10	2.77
P/E	33.85	24.57	18.69	14.17

附录：财务预测表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	28630	40350	55616
现金	14134	20974	29415	39066
应收账款	89	28	181	81
其它应收款	38	122	88	184
预付账款	328	379	533	701
存货	4515	5314	8061	9493
其他	2265	1813	2072	6090
非流动资产	7304	7445	7461	7418
长期投资	33	33	33	33
固定资产	6373	6648	6690	6637
无形资产	300	370	440	495
其他	598	394	299	253
资产总计	28674	36075	47811	63034
流动负债	10288	12517	12517	15925
短期借款	0	0	0	0
应付账款	155	261	357	445
其他	10133	12257	12160	15480
非流动负债	19	11	3420	4273
长期借款	0	0	0	0
其他	19	11	3420	4273
负债合计	10307	12528	15938	20198
少数股东权益	265	526	889	1346
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	13352	18269	26231	36735
归属母公司股东权益合计	18101	23020	30984	41490
负债和股东权益	28674	36075	47811	63034

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15541	21778	28573	37604
营业成本	4863	6795	8886	11657

营业税金及附加	1392	1951	2560	3368
营业费用	1803	2527	3315	4363
管理费用	1562	2189	2871	3779
财务费用	-192	-78	-115	-143
资产减值损失	15	6	-6	10
公允价值变动收益	-7	2	2	2
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	6095	8394	11066	14574
营业外收入	51	41	44	43
营业外支出	75	34	37	39
利润总额	6070	8401	11074	14578
所得税	1508	2084	2748	3618
净利润	4562	6317	8325	10961
少数股东损益	167	261	363	457
归属于母公司净利润	4395	6056	7963	10504
EBITDA	6672	9028	11754	15312
EPS（元）	1.16	1.60	2.10	2.77

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7703	8840	9120	10352
净利润	4562	6317	8325	10961
折旧摊销	770	712	802	881
财务费用	-192	-78	-115	-143
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	2366	1897	90	-1354
其它	201	-5	20	12
投资活动现金流	7703	-839	-823	-847
资本支出	463	748	716	754
长期投资	0	0	0	0
其他	8166	-91	-107	-94
筹资活动现金流	-648	-726	576	585
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	-648	-726	576	585
现金净增加额	6591	7276	8873	10090

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.6%	40.1%	31.2%	31.6%
营业利润	32.9%	37.7%	31.8%	31.7%
净利润	35.5%	37.8%	31.5%	31.9%

获利能力

毛利率	68.7%	68.8%	68.9%	69.0%
净利率	28.3%	27.8%	27.9%	27.9%
ROE	24.3%	26.3%	25.7%	25.3%
ROIC	130.6%	300.8%	409.8%	363.1%

偿债能力

资产负债率	35.9%	34.7%	33.3%	32.0%
净负债比率				
流动比率	2.08	2.29	2.53	2.76
速动比率	1.64	1.86	2.02	2.28

营运能力

总资产周转率	0.63	0.67	0.68	0.68
应收账款周转率	162	371	274	287
应付账款周转率	24.65	32.65	28.77	29.06

每股指标（元）

每股收益	1.16	1.60	2.10	2.77
每股经营现金流	2.03	2.33	2.40	2.73
每股净资产	4.77	6.06	8.16	10.93

估值比率

P/E	33.85	24.57	18.69	14.17
P/B	8.22	6.46	4.80	3.59
EV/EBITDA	20	15	11	9

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102