

前三季度业绩持续高增长

公司研究简报

◆事件:

公司发布三季报,公告显示公司前三季度营收 156.49 亿元,较去年同期增长 36.41%,其中单季度营业收入为 50.54 亿元,较去年同期增长 29.75%。公司前三季度净利润为 48.18 亿元,较去年同期增长 41.91%,而第三季度单季度净利润为 14.56 亿元,较去年同期增长 28.32%。公司对应的 Eps 为 1.269 元。

◆中低档酒营销改革成效显著:

公司近年来采用收缩品牌战略,对中低端价格的白酒品牌进行重新定位,目前公司主推的中低档产品为五粮醇。公司半年报就显示公司中低档酒销售收入增长了 46.74%,而公司三季报显示公司的综合毛利率为 65.79%,较中报下降 0.33 个百分点,我们认为综合毛利率的下滑主要来自于中低端酒销售的持续向好。

◆控量促使预收账款略有下滑:

公司三季报显示 78.99 亿元,较中报 82.42 亿元略有下滑,预收账款的小幅下滑主要原因在于 8 月前经销商对五粮液提价预期较强,提前打款对五粮液进行购买,导致了中报的预收账款出现较大幅度上涨。为控制经销商手中的五粮液的数量,公司 8 月份全面暂停了经销商的打款,从而使得三季报的预收账款略有下滑。从目前公司的销售情况来看,公司全年完成 13.5 万吨的销售目标难度不大。

◆估值与评级:

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年的净利润分别为 61.17 亿元、83.69 亿元和 104.38 亿元,对应的 eps 分别为 1.61 元、2.20 元和 2.75 元,维持“买入”评级,目标价位 48.30 元。

◆风险提示:

政策性风险、中档酒销售情况低于预期等

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129	15,541	21,138	28,542	34,903
营业收入增长率	40.29%	39.64%	36.01%	35.02%	22.29%
净利润(百万元)	3,245	4,395	6,117	8,369	10,438
净利润增长率	79.20%	35.46%	39.17%	36.82%	24.72%
EPS(元)	0.85	1.16	1.61	2.20	2.75
ROE(归属母公司) (摊薄)	22.73%	24.28%	26.50%	28.03%	27.38%
P/E	47	34	25	18	14

买入(维持)

当前价/目标价: 39.87/48.30 元

目标期限: 6 个月

分析师

石磊(执业证书编号: S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebsecn.com

联系人

于青青

021-22169165

yuyq@ebsecn.com

市场数据

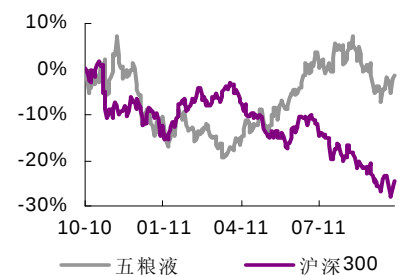
总股本(亿股): 37.96

总市值(亿元): 1513.45

一年最低/最高(元): 30.00/41.48

近 3 月换手率: 29.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.78	8.43	22.55
绝对	2.11	-2.23	-1.27

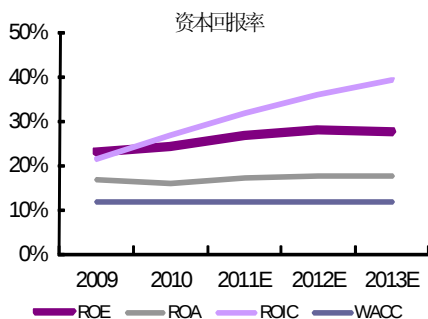
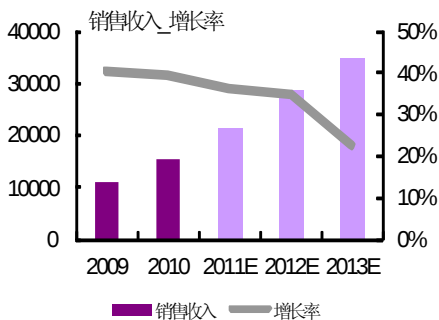
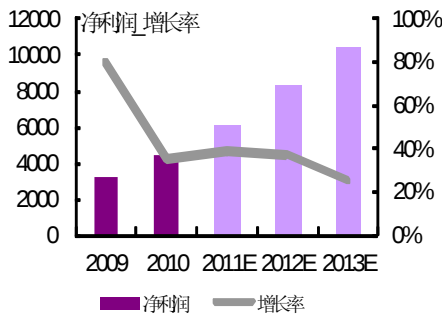
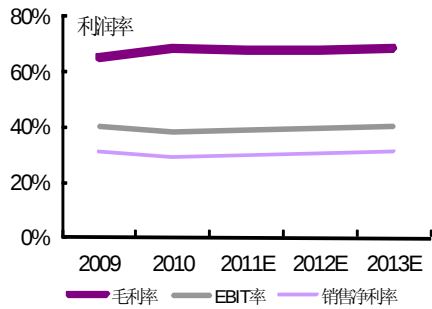
相关研报

提价推动业绩增长

.....2011-08-30

中档白酒放量,提价预期犹存

.....2011-08-29



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129	15,541	21,138	28,542	34,903
营业成本	3,861	4,863	6,842	9,126	10,978
折旧和摊销	683	770	744	765	785
营业税费	799	1,392	1,902	2,569	3,141
销售费用	1,164	1,803	2,008	2,711	3,316
管理费用	839	1,562	2,072	2,797	3,386
财务费用	-11	-192	-116	-189	-313
公允价值变动损益	16	-7	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3
营业利润	4,587	6,095	8,432	11,527	14,395
利润总额	4,606	6,070	8,457	11,552	14,420
少数股东损益	222	167	238	312	398
归属母公司净利润	3,244.75	4,395.36	6,117.06	8,369.17	10,438.43

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	20,849	28,674	37,443	49,339	62,081
流动资产	13,283	21,370	30,595	42,955	56,181
货币资金	7,544	14,134	20,678	29,664	40,099
交易型金融资产	24	21	0	0	0
应收帐款	103	89	102	138	168
应收票据	1,842	2,181	3,171	4,281	5,235
其他应收款	69	38	106	143	175
存货	3,477	4,515	6,128	8,181	9,845
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	30	33	33	33	33
固定资产	6,936	6,373	6,013	5,610	5,171
无形资产	308	300	285	270	257
总负债	6,269	10,307	13,861	18,664	22,740
无息负债	6,269	10,307	13,861	18,664	22,740
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	14,580	18,366	23,582	30,675	39,341
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
公积金	3,272	3,713	3,713	3,713	3,713
未分配利润	7,207	10,592	15,571	22,351	30,619
少数股东权益	305	265	503	815	1,213

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6,054	7,703	7,843	10,684	12,589
净利润	3,245	4,395	6,117	8,369	10,438
折旧摊销	683	770	744	765	785
净营运资金增加	1,241	1,004	3,624	4,493	3,804
其他	885	1,534	-2,642	-2,944	-2,438
投资活动产生现金流	-4,257	-464	-277	-297	-297
净资本支出	985	461	300	300	300
长期投资变化	30	33	0	0	0
其他资产变化	-5,272	-958	-576	-597	-597
融资活动现金流	-179	-648	-1,023	-1,400	-1,857
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	4,228	4,039	3,553	4,803	4,076
净现金流	1,618	6,591	6,543	8,986	10,435

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	40.29%	39.64%	36.01%	35.02%	22.29%
净利润增长率	79.20%	35.46%	39.17%	36.82%	24.72%
EBITDA 增长率	90.02%	29.85%	35.67%	33.60%	22.84%
EBIT 增长率	96.44%	32.47%	40.76%	36.35%	24.20%
估值指标					
PE	47	34	25	18	14
PB	11	8	7	5	4
EV/EBITDA	30	22	16	12	10
EV/EBIT	34	25	18	13	10
EV/NOPLAT	46	34	24	17	13
EV/Sales	14	10	7	5	4
EV/IC	10	9	8	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	65.31%	68.71%	67.63%	68.03%	68.55%
EBITDA 率	46.20%	42.96%	42.85%	42.39%	42.58%
EBIT 率	40.06%	38.00%	39.33%	39.71%	40.34%
税前净利润率	41.38%	39.06%	40.01%	40.47%	41.31%
税后净利润率 (归属母公	29.16%	28.28%	28.94%	29.32%	29.91%
ROA	16.63%	15.91%	16.97%	17.60%	17.46%
ROE (归属母公司) (摊	22.73%	24.28%	26.50%	28.03%	27.38%
经营性 ROIC	21.12%	26.72%	31.58%	35.77%	39.00%
偿债能力					
流动比率	2.12	2.08	2.21	2.30	2.47
速动比率	1.57	1.64	1.77	1.86	2.04
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.85	1.16	1.61	2.20	2.75
每股红利	0.15	0.30	0.42	0.57	0.71
每股经营现金流	1.59	2.03	2.07	2.81	3.32
每股自由现金流(FCFF)	0.48	0.99	0.81	1.18	1.91
每股净资产	3.76	4.77	6.08	7.87	10.04
每股销售收入	2.93	4.09	5.57	7.52	9.19

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

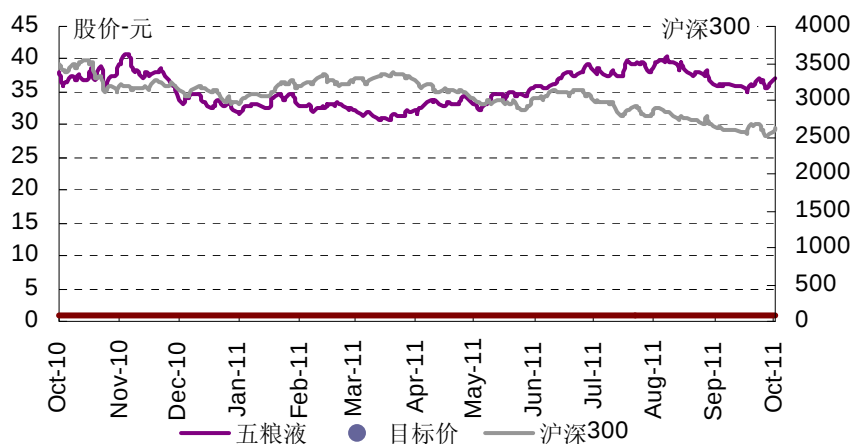
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

石磊，同济大学材料学院本科，复旦大学管理学院硕士。先后工作于安信证券、中信建投证券，从事建筑建材行业分析，目前就职于光大证券，从事中小市值股票等特别领域的研究覆盖工作，具有 7 年证券行业研究的经验。较为擅长的研究领域在非金属类建材行业、建筑工程行业，同时在新材料领域有一定的研究。熟悉的上市公司：金螳螂、海螺水泥、兄弟科技、瑞泰科技、彩虹股份等。

投资建议历史表现图

五粮液（000858）



日期	股价	目标	评级
2009-12-23	28.95	46.20	买入
2010-03-19	27.31	46.20	买入
2010-05-18	23.69	31.25	买入
2010-08-11	28.91	37.89	买入
2010-10-22	35.77	45.46	买入
2011-03-30	31.36	45.46	买入
2011-08-29	39.88	48.30	买入
2011-08-30	39.41	48.30	买入

资料来源：光大证券研究所

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com