

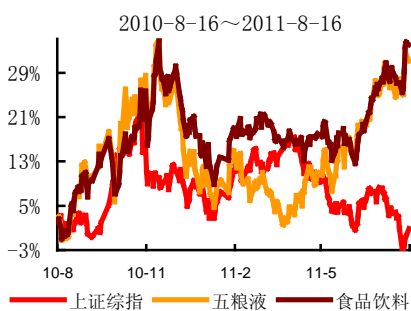
分析师: 刘晓峰 赵大晖
 执业证书编号: S0050511040004
 Tel: 010-59355921;13501223241
 Email: yfliuxf@chinans.com.cn
 地址: 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)

食品饮料**投资评级**

本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	60

市场数据

市价(元)	39.20
上市的流通 A 股(亿股)	37.96
总股本(亿股)	37.96
52 周股价最高最低(元)	29.38-41.48
上证指□/深证成指	2626.77/11767.74
2010 年股息率	0.22%

52 周相对市场表现**相关研究**

《五粮液 2009 年报点评》 2010-03-19

五粮液(000858.SZ)**业绩符合预期 提速还有空间****投资要点**

上半年,公司实现营业收入 105.95 亿元、营业利润 46.04 亿元、净利润 34.91 亿元(其中:归属于上市公司股东的净利润 33.63 亿元),同比分别增长 39.84%、49.03%、48.98%,**超半年目标任务**。本报告期内,公司生产经营形势持续向好,**五粮液系列酒产品销售总量较上年同期增长 30.50%，“五粮液”酒供不应求**,生产经营呈现淡季不淡、旺季将更旺的趋势。

●**业绩增速符合我们的预期**。一季报公司业绩增速低于其他一线白酒,预收账款创了新高;**市值考核、经营管理层调整结束以及较大的业绩释放空间,公司在二季度迎来了“高增长”**。

●**预收账款再创新高**。截止到二季度末,公司预收账款达到 82.42 亿元,比一季度再增 5.82 亿元,成为新的“历史新高”;**频创新高的预收账款在一定程度上反映了市场的“提价预期”**。

●**费用率明显下降**。上半年销售期间费用率从去年同期的 18.03%下降至 14.97%,其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降了 1.2 个、1.12 个和 0.75 个百分点。**就绝对值而言,销售费用和管理费用都有增长,同比增长了 23.45%和 22.14%**。

●**消费税率小幅下降**。与去年同期相比,消费税率下降了 0.7 个百分点,为 6.21%。

●**存货保持较快增长**。截止到二季度末,自制半成品与在产品总值为 35.24 亿元,比去年底增长了 16.67%,比去年同期增长了 24.33%。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15541.30	21034	26293	32866
增长率(%)	39.64	35.34	25.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	4395.36	6505	8335	10632
增长率(%)	35.45	48.00	28.13	27.56
毛□率(%)	68.70	69.98	71.16	72.35
净资产收益率(%)	24.28	27.52	26.07	24.95
EPS(元)	1.16	1.71	2.20	2.80
P/E(倍)	33.85	22.87	17.85	14.00
P/B(倍)	8.77	6.25	4.63	3.48

来源:公司年报、民族证券

●调高盈利预测，预计 2011 年、2012 年和 2013 年 EPS 分别为 1.71 元、2.20 元和 2.80 元，动态市盈率分别为 22.87 倍、17.85 倍和 14.00 倍，估值明显偏低，**维持“买入”评级，强烈推荐！**

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	27384	38295	52201
现金	14155	17868	26782	38306
应收账款	2270	3072	3768	4620
其它应收款	101	177	208	251
预付账款	328	426	512	614
存货	4515	5839	7025	8410
其他	0	0	0	0
非流动资产	7304	7509	7803	8110
长期投资	33	33	33	33
固定及无形资产	7189	7389	7629	7917
商誉	82	87	141	161
其他	28674	34892	46097	60312
资产总计	9939	10633	13282	16581
流动负债	0	0	0	0
短期借款	212	275	330	396
应付账款	0	0	0	0
其他	9727	10358	12951	16185
非流动负债	19	11	18	28
长期借款	0	0	0	0
其他	19	11	18	28
负债合计	9958	10644	13300	16609
少数股东权益	265	432	646	918
归属母公司股东权益	18450	23817	32152	42785
负债和股东权益	28674	34892	46097	60312

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7533	5771	10025	12845
净利润	4562	6672	8549	10905
折旧摊销	770	1000	1201	1439
财务费用	(192)	(289)	(369)	(411)
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	2382	(1627)	626	885
其它	15	19	22	31
投资活动现金流	(506)	(1200)	(1487)	(1740)
资本支出	(500)	(1203)	(1490)	(1743)
其他	(6)	3	3	3
筹资活动现金流	(439)	(858)	375	419
借款	16	(9)	6	8
普通股增加	129	0	(0)	0
其他	(584)	(850)	369	411
现金净增加额	6588	3713	8913	11525

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15541	21034	26293	32866
营业成本	4863	6315	7582	9087
营业税金及附加	1803	2177	2709	3369
营业费用	1562	1904	2287	2744
管理费用	15	20	25	32
财务费用	-192	-289	-369	-411
资产减值损失	15	20	25	32
公允价值变动	-7	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	9275	13067	16745	21386
营业外收支	-25	-44	-68	-101
利润总额	9251	13023	16677	21285
所得税	1508	2206	2826	3605
净利润	4562	6672	8549	10905
少数股东损益	167	167	214	273
归属母公司净	4395	6505	8335	10632
EBITDA	6676	9629	12271	15636
EPS (元)	1.16	1.71	2.20	2.80

主要财务比

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.64	35.34	25.00	25.00
营业利润	36.20	46.70	28.08	25.69
归属母公司净利润	35.46	48.00	28.13	27.56
获利能力				
毛利率	68.71	69.98	71.16	72.35
净利率	29.35	31.72	32.52	33.18
ROE	24.38	27.52	26.07	24.95
ROIC	23.71	26.75	25.37	24.41
偿债能力				
资产负债率	34.73	30.50	28.85	27.54
净负债比率	53.21	43.89	40.55	38.00
流动比率	2.15	2.58	2.88	3.15
速动比率	1.70	2.03	2.35	2.64
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.60	0.57	0.54
应收帐款周转率	6.85	6.85	6.98	7.11
应付帐款周转率	0.58	0.55	0.53	0.51
每股指标(元)				
每股收益	1.16	1.71	2.20	2.80
每股经营现金	1.98	1.52	2.64	3.38
每股净资产	4.86	6.27	8.47	11.27
估值比率				
P/E	33.85	22.87	17.85	14.00
P/B	8.07	6.25	4.63	3.48
EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1994年毕业于山东大学生物化学专业，获理学学士学位；之后进入中国农业大学食品学院农产品加工与工业专业，1997年获得工学硕士学位。2008年毕业于中国农业大学经管学院管理科学与工程专业，获得管理学博士学位。曾经在北京市食品工业办公室工作，作为主要参加人开展过多项涉农产业链发展战略研究工作，对食品饮料行业有着较为深刻的理解。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn