

食品饮料行业

报告原因：中报点评

2011年8月16日

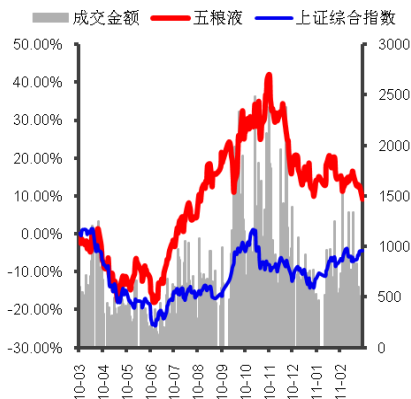
市场数据：2011年8月15日

收盘价(元)	39.2
一年内最高/最低(元)	41.48/29.38
市净率	7.3
市盈率	25.8
流通A股市值(百万元)	148,784

基础数据：2011年6月30日

每股收益(元)	0.886
营业收入(百万元)	10,594.83
净利润(百万元)	3,362.59
总股本/流通A股(百万)	3795/3795

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

五粮液 (000858)

买入

中档酒已现突破, 预收账款又创新高

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	15,541	39.6	4,395	35.5	1.16	28.3	23.9	33.9
2011E	19,348	24.5	6,177	40.5	1.63	31.9	27.2	24.1
2012E	23,908	23.6	8,140	31.8	2.14	34.0	28.7	18.3
2013E	28,918	21.0	10,089	24.0	2.66	34.9	28.5	14.7

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩略超预期。**2011上半年公司实现营业收入1,059,483.02万元,同比增长39.84%;实现净利润336,258.84万元,同比增长48.17%;每股收益0.886元,业绩略超预期。

● **销售增长喜人, 预收再创新高。**上半年公司维持良好的生产经营态势,销售增长喜人,五粮液系列酒产品销售总量较上年同期增长30.50%,带动公司在价格稳定的情况下仍实现了近四成的收入增长,增速远快于上年同期水平,其中高价位酒收入增长36.73%。从二季度情况来看,销售淡季不淡,当季销售商品取得现金75亿元,与一季度旺季基本持平,半年末预收账款高达82.41亿元,已再创新高。未来,在强力销售与预收的基础上,公司快速增长极可期待。

● **中档酒运作初见成效, 增速大幅提升。**在维持“1+9+8”产品体系不变的基础上,公司加大了中价位产品的开发力度,设立华东营销中心,重点打造五粮春、五粮醇等产品,相关运作已初见成效,上半年中档酒销售一改颓势,出现较大突破,共实现销售收入19.79亿元,比上年同期增长46.74%,五粮醇销量爆发,全年增速应在50%以上。

● **渠道价差高位运行, 下半年提价概率较高。**由于发改委约谈白酒企业,使得五粮液提价预期推迟,在需求旺盛情况下,上半年渠道价格差持续高位运行,目前出厂价与终端价差距已达约380元。作为白酒行业中唯一一家年内未提价企业,随中秋、十一等消费旺季临近,其下半年提价概率较高,提价将推动公司业绩进一步提升。

● **投资建议:**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为1.63、2.14和2.66元,对应动态市盈率分别为24.1、18.3和14.7倍,估值仍具持续提升空间,维持“买入”评级。

表 1：五粮液单季利润表

单位：百万元	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	同比变化
一、营业总收入	2,689	3,100	4,494	3,083	3,895	4,070	6,245	4,350	41.11
营业收入	2,689	3,100	4,494	3,083	3,895	4,070	6,245	4,350	41.11
二、营业总成本	1,681	1,685	2,412	2,064	2,324	2,643	3,401	2,586	25.28
营业成本	1,001	830	1,354	1,117	1,391	1,001	2,138	1,451	29.94
营业税金及附加	181	264	362	277	311	442	468	351	26.56
销售费用	288	391	352	422	263	767	387	568	34.70
管理费用	235	235	357	313	387	505	432	387	23.34
财务费用	-25	-44	-12	-65	-28	-87	-23	-164	151.58
资产减值损失	-0	8	0	0	0	15	0	-7	
三、其他经营收益	0	21	-2	-9	0	7	2	-6	
投资净收益	0	5	0	-4	0	7	0	-4	
四、营业利润	1,008	1,436	2,079	1,010	1,572	1,434	2,845	1,758	74.16
加：营业外收入	0	5	14	14	2	21	17	4	
减：营业外支出	0	0	7	1	5	63	1	2	
五、利润总额	1,008	1,440	2,087	1,023	1,569	1,391	2,861	1,760	72.08
减：所得税	245	356	509	258	380	362	699	431	67.13
六、净利润	763	1,084	1,578	765	1,190	1,029	2,161	1,329	73.74
减：少数股东损益	68	139	55	27	55	29	80	48	79.77
归属于母公司所有者净利润	695	945	1,523	738	1,134	1,000	2,081	1,281	73.53
七、每股收益：	0.18	0.25	0.40	0.19	0.30	0.26	0.55	0.34	73.53
收入增长率(%)	35.70	128.85	34.59	53.99	44.87	31.30	38.96	41.11	(12.88)
毛利率(%)	62.76	73.23	69.87	63.77	64.29	75.40	65.76	66.64	2.87
营业利润率(%)	37.49	46.33	46.28	32.75	40.35	35.23	45.56	40.42	7.67
净利率(%)	25.84	30.50	33.88	23.95	29.12	24.57	33.33	29.45	5.50
销售费用率(%)	10.72	12.62	7.82	13.68	6.76	18.84	6.19	13.06	(0.62)
管理费用率(%)	8.75	7.58	7.94	10.17	9.93	12.40	6.92	8.89	(1.28)
归属于母公司净利润增长率(%)	136.64	327.15	20.78	114.72	63.28	5.77	36.70	73.53	(41.19)

资料来源：公司公告 山西证券研究所

➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	15,541.30	19,347.89	23,907.63	28,917.82
营业收入	15,541.30	19,347.89	23,907.63	28,917.82
二、营业总成本	9,443.02	10,828.89	12,682.89	15,006.08
营业成本	4,863.19	5,825.53	6,906.81	8,135.20
营业税金及附加	1,392.17	1,586.53	1,840.89	2,168.84
销售费用	1,803.23	2,012.18	2,438.58	2,891.78
管理费用	1,561.85	1,644.57	1,793.07	2,168.84
财务费用	-192.47	-239.91	-296.45	-358.58
资产减值损失	15.04	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	3.38	3.00	3.00	3.00
投资净收益	3.38	3.00	3.00	3.00
四、营业利润	6,094.75	8,522.00	11,227.74	13,914.75
加：营业外收入	50.74	1.50	1.50	1.50
减：营业外支出	75.24	10.00	10.00	10.00
五、利润总额	6,070.24	8,513.50	11,219.24	13,906.25
减：所得税	1,508.19	2,102.84	2,771.15	3,434.84
六、净利润	4,562.06	6,410.67	8,448.08	10,471.41
减：少数股东损益	166.70	233.99	308.36	382.21
归属于母公司所有者的净利润	4,395.36	6,176.68	8,139.73	10,089.20
七、每股收益：	1.16	1.63	2.14	2.66
净利润增长率(%)	35.46	40.53	31.78	23.95

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。