

日期: 2011年8月16日
行业: 食品饮料行业



食品饮料行业研究小组 滕文飞
☎ 021-53519888-1969
✉ terencelss@hotmail.com
执业证书编号: S0870510120025

业绩靓丽 前景向好

基本数据 (Y11H1)

报告日股价 (元)	39.20
12mth A 股价格区间 (元)	29.38/41.48
总股本 (百万股)	3795.97
无限售 A 股/总股本	99.99%
流通市值 (百万元)	148,784.38
每股净资产 (元)	5.35
PBR (X)	7.33
DPS (Y10, 元)	0.30

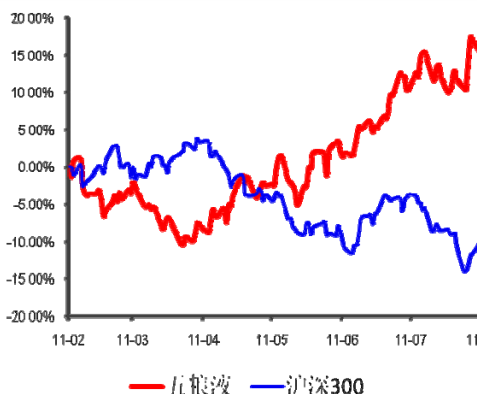
主要股东 (Y11H1)

宜宾市国有资产经营有限公司	56.07%
---------------	--------

收入结构 (Y11H1)

高价位酒	85.33%
中低价位酒	21.18%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关编号: 11TWF-CT10

首次报告日期: 2008年8月18日

■ 动态事件:

公司披露 2011 年半年报显示, 2011 年上半年公司实现销售收入 105.95 亿元, 同比增长 39.84%; 营业利润 46.04 亿元, 同比增长 49.03%; 归属于上市公司股东的净利润 33.63 亿元, 同比增长 48.72%; 基本每股收益 0.886 元。

■ 主要观点:

公司业绩增长超半年目标任务

公司上半年整体业绩快速增长, 超额完成上半年目标任务。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。同时, 受粮食等原辅材料价格、人工成本上涨等因素影响, 公司酒类产品毛利率同比下降 1 个百分点, 酒类综合毛利率为 72.07%。其中高价位酒下降 0.07 个百分点, 期末毛利率为 85.33%; 中低价位酒下降 1.08 个百分点, 期末为 21.18%。公司在上半年因多种因素未能提价, 也影响了利润水平。截止到上半年末, 公司预收账款高达 82.42 亿元, 较一季度末的 76.60 亿元增加 5.82 亿元, 达到历史最高水平。高端五粮液呈现供不应求状态, 五粮醇、五粮春等系列酒也呈旺销状态。我们预计白酒旺销将持续到春节, 五粮液公司下半年有望迎来量价齐升的良好发展态势。

公司治理更加完善 管理层目标明确

公司《关于进一步完善公司治理结构的整改方案》涉及八个方面的整改, 截至 2011 年 5 月 26 日, 公司已履行了《整改方案》中的承诺, 12 个整改事项在公司层面已全部完成。下半年, 公司将不断开发和优化产品结构, 改革和调整营销体系, 整合资源, 适应市场的变化, 发扬“追求无止境”的企业精神, 抢抓机遇, 充分发挥产能、品牌、管理、技术、质量、多酒种、资金等优势, 直面激烈竞争, 积极开拓市场, 确保完成全年目标任务。

下半年提价预期或兑现

公司上半年受多种因素影响未能提价，而茅台公司在今年1月1日曾提高出厂价20%。目前无论是终端零售价还是出厂价，五粮液公司均和茅台拉开较大差距。目前五粮液出厂价为509元，终端零售价约900元（糖酒快讯数据），经销商利润较为丰厚。我们认为，随着下半年行业销售旺季的到来，公司产品提价以抵消成本上涨压力，维持毛利率稳定是大概率事件。提价的幅度我们认为将和茅台一致，为20%左右。

■ 投资建议：

未来六个月内，维持“跑赢大市”评级

预计公司11、12、13年EPS分别为1.61元、2.19元、2.94元；对应的动态市盈率为24.34倍，17.91倍、13.32倍。公司上半年经营发展情况较好，五粮液系列酒销售势头强劲。目前公司估值合理，但考虑到公司下半年具有较强的提价预期，业绩增长有望进一步提速，同时公司中长期发展前景较明确，我们继续维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15541	21758	29591	39947
年增长率(%)	40	40	36	35
归属于母公司的净利润	4395	6114	8307	11173
年增长率(%)	35	39	36	34
每股收益(元)	1.16	1.61	2.19	2.94
PER(X)	33.85	24.34	17.91	13.32

注：有关指标按最新总股本为3795.97百万股计算

附表 1: 五粮液业绩预测 (百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	28310	39541	53919	营业收入	15541	21758	29591	39947
现金	14134	18108	25651	35245	营业成本	4863	7055	9483	12852
应收账款	89	32	189	96	营业税金及附加	1392	1949	2651	3578
其他应收款	38	80	96	136	营业费用	1803	2442	3358	4517
预付账款	328	372	544	739	管理费用	1562	1909	2661	3634
存货	4515	6483	8744	11837	财务费用	-192	-51	-50	-77
其他流动资产	2265	3236	4318	5866	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	7304	7476	7634	7780	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	33	31	32	32	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6373	5989	5457	4851	营业利润	6095	8454	11487	15443
无形资产	300	1150	1999	2847	营业外收入	51	41	44	43
其他非流动资产	598	306	146	50	营业外支出	75	51	59	56
资产总计	28674	35787	47175	61698	利润总额	6070	8444	11472	15430
流动负债	10288	11737	15302	19585	所得税	1508	2098	2850	3834
短期借款	0	410	0	0	净利润	4562	6346	8622	11596
应付账款	155	271	381	491	少数股东损益	167	232	315	424
其他流动负债	10133	11056	14921	19094	归属母公司净利润	4395	6114	8307	11173
非流动负债	19	477	934	1393	EBITDA	6672	9085	12140	16079
长期借款	0	458	916	1374	EPS (元)	1.16	1.61	2.19	2.94
其他非流动负债	19	19	18	19					
负债合计	10307	12213	16236	20977					
少数股东权益	265	497	812	1236	主要财务比率				
股本	3796	3796	3796	3796	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	953	953	953	953	成长能力				
留存收益	13352	18327	25378	34736	营业收入	39.6%	40.0%	36.0%	35.0%
归属母公司股东权益	18101	23076	30127	39486	营业利润	32.9%	38.7%	35.9%	34.4%
负债和股东权益	28674	35787	47175	61698	归属于母公司净利润	35.5%	39.1%	35.9%	34.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	68.7%	67.6%	68.0%	67.8%
					净利率 (%)	11.5%	28.3%	28.1%	28.1%
					ROE (%)	24.3%	26.5%	27.6%	28.3%
					ROIC (%)	97.7%	94.9%	132.1%	162.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.9%	34.1%	34.4%	34.0%
					净负债比率 (%)	0.00%	7.11%	5.64%	6.55%
					流动比率	2.08	2.41	2.58	2.75
					速动比率	1.64	1.86	2.01	2.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.68	0.71	0.73
					应收账款周转率	156	345	257	270
					应付账款周转率	24.65	33.11	29.11	29.48
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.16	1.61	2.19	2.94
					每股经营现金流 (最新摊薄)	2.03	1.33	2.52	3.10
					每股净资产 (最新摊薄)	4.77	6.08	7.94	10.40
					估值比率				
					P/E	33.85	24.34	17.91	13.32
					P/B	8.22	6.45	4.94	3.77
					EV/EBITDA	20	15	11	8

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。