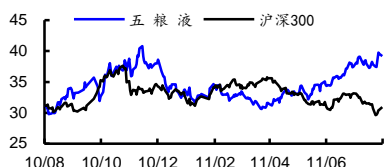


**证券研究报告—动态报告**
**食品饮料**
**饮料**
**五粮液(000858)**
**推荐**
**11年半年报点评**

(维持评级)

2011年8月23日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本(百万股)	3,796.0/3,795.5
总市值(百万元)	148,801.9/148,784.4
沪深300/深圳成指	2,626.77/11,767.74
12个月最高/最低(元)	40.77/29.80

**相关研究报告:**

《五粮液-000858-走进新时代 中档酒发力》——2011-6-13

《五粮液-000858-唐桥元年, 经营拐点》——2011-4-27

《五粮液-000858-业绩释放充分, 中档酒开始发力》——2011-4-27

《五粮液-000858-业绩稳定, 寄望中档酒突破》——2011-3-30

**证券分析师: 黄茂**

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120030

**半年报点评**

# 中档酒增长强劲 业绩超越预期

**● 净利同比增长 49% 超越市场和我们预期**

公司上半年实现收入 106 亿元, 同比增长 40%, 净利润 33.6 亿元, EPS0.89 元, 同比增长 49%, 超越市场预期。主要是由于中档酒销售出现大幅增长, 同时费用率下滑。二季度公司收入和利润分别同比增长 41% 和 74%, 净利润增速环比大幅提升 37 个百分点。

**● 中档酒出现爆发式增长 昔日酒王正在重振雄风**

上半年公司总销量同比增长 30.5%, 平均单价提升 10%。从结构上看, 中高价位和低价位酒分别同比增长 37% 和 47%, 主要是五粮春、五粮醇和尖庄等系列酒出现了爆发式增长, 增幅分别高达 28%、44% 和 69%, 是过去几年所罕见的。

**● 高档酒稳定增长 9 月份有强烈提价预期**

五粮液的销量今年有望从 12000 吨提升到 14500 吨, 其中上半年同比增长约 20%, 基本符合预期。通过大幅增加团购, 主品牌销售均价也有一定提升。同时由于 CPI 基本见顶, 政府物价控制有松动迹象, 五粮液中秋节前后有较大提价可能。

**● 换届是五粮液业绩爆发的诱因 中档品牌丰厚历史积淀是基础**

今年是五粮液新一代领导层正式确立的一年, 上市公司董事会也到了 3 年任期, 好的业绩有助于各方面确立对新管理层的信心, 由此也可以理解系列酒的发力。去年以来中高端白酒市场出现全面爆发, 五粮液曾是中档酒大王, 有丰厚的品牌积淀, 如果管理有改善, 其市场空间完全可以媲美洋河。

**● 风险提示**

政府控制白酒价格, 换届进程慢于预期, “三公” 消费控制。

**● 目标价 50 元 继续强烈“推荐”**

五粮液中报完全兑现了我们对公司业绩和中档酒爆发空间的判断。我们预计 11-13 年 EPS 分别为 1.66/2.21/2.81 元, 整体上调约 9%, 目前股价对应动态 PE 分别为 24/18/14 倍, 为行业内最低。我们认为未来 6 个月有望达到 12 年 22-23 倍, 目标价 50 元, 维持“推荐”, 并重点推荐一线白酒。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129.22	15,541.30	20,680.00	26,562.00	33,156.00
(+/-%)	40.29%	39.64%	33.10%	28.40%	24.80%
净利润(百万元)	3,244.80	4,395.36	6,298.00	8,381.00	10,652.00
(+/-%)	79.20%	35.46%	43.30%	33.10%	27.10%
每股收益(元)	0.85	1.16	1.66	2.21	2.81
EBIT Margin	41.38%	39.06%	39.80%	41.20%	41.90%
净资产收益率 (ROE)	22.73%	24.28%	27.20%	29.80%	31.80%
市盈率 (PE)	45.86	33.85	23.63	17.76	13.97
EV/EBITDA	28.14	21.75	17.56	13.44	10.72
市净率 (PB)	10.42	8.22	6.43	5.28	4.44

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	14134	16110	21650	25671	营业收入	15541	20680	26562	33156
应收款项	2308	2266	2329	2907	营业成本	4863	6695	8256	10092
存货净额	4515	6438	7015	8682	营业税金及附加	1392	1687	2164	2691
其他流动资产	392	620	797	995	销售费用	1803	2213	2816	3481
<b>流动资产合计</b>	<b>21370</b>	<b>25445</b>	<b>31800</b>	<b>38265</b>	管理费用	1562	1871	2401	2994
固定资产	6888	7415	7326	7133	财务费用	(192)	(378)	(510)	(639)
无形资产及其他	300	290	280	270	投资收益	3	3	3	3
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(22)	0	0	0
长期股权投资	33	35	37	39	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>28674</b>	<b>33267</b>	<b>39526</b>	<b>45789</b>	营业利润	6095	8596	11439	14540
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	(25)	0	0	0
应付款项	212	332	416	515	<b>利润总额</b>	<b>6070</b>	<b>8596</b>	<b>11439</b>	<b>14540</b>
其他流动负债	10076	9324	10282	10922	所得税费用	1508	2063	2745	3490
<b>流动负债合计</b>	<b>10288</b>	<b>9656</b>	<b>10698</b>	<b>11436</b>	少数股东损益	167	235	313	398
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4395</b>	<b>6298</b>	<b>8381</b>	<b>10652</b>
其他长期负债	19	19	19	19					
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10307</b>	<b>9675</b>	<b>10717</b>	<b>11455</b>					
少数股东权益	265	453	641	840					
股东权益	18101	23139	28168	33494					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28674</b>	<b>33267</b>	<b>39526</b>	<b>45789</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4395	6298	8381	10652
资产减值准备	(0)	(8)	0	0
折旧摊销	732	811	947	1055
公允价值变动损失	22	0	0	0
财务费用	(192)	(378)	(510)	(639)
营运资本变动	2530	(2751)	227	(1705)
其它	142	196	188	199
<b>经营活动现金流</b>	<b>7821</b>	<b>4546</b>	<b>9742</b>	<b>10201</b>
资本开支	(434)	(1319)	(848)	(852)
其它投资现金流	3	11	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(434)</b>	<b>(1310)</b>	<b>(850)</b>	<b>(854)</b>
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(661)	(1260)	(3352)	(5326)
其它融资现金流	513	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(796)</b>	<b>(1260)</b>	<b>(3352)</b>	<b>(5326)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>6591</b>	<b>1976</b>	<b>5539</b>	<b>4021</b>
货币资金的期初余额	7544	14134	16110	21650
货币资金的期末余额	14134	16110	21650	25671
企业自由现金流	8218	2984	8629	9060
权益自由现金流	8731	3271	9017	9546

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.16	1.66	2.21	2.81
每股红利	0.17	0.33	0.88	1.40
每股净资产	4.77	6.10	7.42	8.82
ROS	28%	30%	32%	32%
ROE	24%	27%	30%	32%
毛利率	69%	68%	69%	70%
EBIT Margin	38%	40%	41%	42%
EBITDA Margin	43%	44%	45%	45%
收入增长	40%	33%	28%	25%
净利润增长率	35%	43%	33%	27%
资产负债率	37%	30%	29%	27%
息率	0.4%	0.8%	2.3%	3.6%
P/E	33.9	23.6	17.8	14.0
P/B	8.2	6.4	5.3	4.4
EV/EBITDA	23.9	17.6	13.4	10.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏 宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦 戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑 毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林 莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘 塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘 墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原 祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐 冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑 灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn