

五粮液(000858.SZ)

五粮液已是一家高成长公司

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **60.7-63.9**

联系人	分析师
邢庭志	谢刚
食品饮料小组	S0740510120005
021-20315162	021-20315178
xingtz@qlzq.com.cn	xiegang@qlzq.com.cn
2011年8月31日	2011年8月31日

基本状况

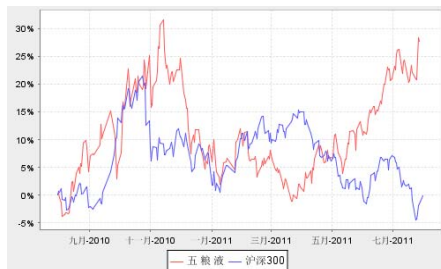
总股本(百万股)	3795.97
流通股本(百万股)	3795.97
市价(元)	39.41
市值(百万元)	149581.00
流通市值(百万元)	149599.00

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129.	15,541.	22,608.	31,041.	41,712.
营业收入增速	40.29%	39.64%	45.47%	37.30%	34.38%
净利润增长率	79.20%	35.46%	53.74%	40.74%	36.42%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.16	1.78	2.51	3.42
前次预测每股收益(元)	0.85	1.16	1.69	2.32	3.05
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	37.04	29.91	22.14	15.73	11.53
PEG	0.47	0.84	0.41	0.39	0.32
每股净资产(元)	3.76	4.77	6.25	8.75	12.17
每股现金流量	1.59	2.03	1.90	2.52	3.75
净资产收益率	22.73%	24.28%	28.49%	28.62%	28.08%
市净率	8.42	7.26	6.31	4.50	3.24
总股本(百万股)	3,795.9	3,795.9	3,795.9	3,795.9	3,795.9

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 五粮液 2011 年 8 月 30 日晚间发布公告“五粮液”品牌提价 20-30%，符合我们的预期，主要目的在于覆盖公司成本的持续上升，并保持公司的品牌档次核心竞争力，也进一步拉开与其它名酒的价位差距，保持名酒竞争优势；
- 公司本次提价幅度表明了公司的提价能力持续具备，并且可以保持一线酒的提价幅度，公司的渠道结构向小商模式转型会进一步推动公司的价值提升，同时公司主导产品市场供求持续紧张，公司的量价齐升态势将在未来较长时间维持；
- 高端白酒正在向商务和大众需求时代转型，五粮液的品牌、性价比、香型、渠道网络综合优势保证了五粮液会成为高端白酒发展的最大受益者，不断享受行业高端扩容、行业整体升级和行业集中整合的巨大市场空间；
- 五粮液的高端酒、系列酒的增长结构进一步复合公司浓香的品质结构；五粮液已经形成多个品牌、多价位的成长动力来源正在形成，保守预测公司未来三年净利润复合增速达 43.36%；
- 五粮液会成为主导高端品牌量*价最大，增长动力多极的企业，综合判断公司正处于高成长阶段；
- 我们上调五粮液 2011-2013 年盈利预测，营收达到 226.08、310.41 和 417.12 亿元，分别增长 45.47%、37.30%和 34.38%； EPS 达到 1.78、2.51 和 3.42 元，分别增长 53.74%、40.74%和 36.42%；
- 预计未来三年利润 CAGR 达 43.36%，给与 35 倍估值，2011 年目标价 62.3 元，价位区间 60.7-63.9 元，维持“买入”评级，强烈推介广大投资者战略性买入五粮液。

附件二：五粮液财务报表预测

图表 1：五粮液财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	7,933	11,129	15,541	22,609	31,041	41,713
增长率	8.25%	40.3%	39.6%	45.5%	37.3%	34.4%
营业成本	-3,618	-3,861	-4,863	-6,960	-9,233	-12,345
% 销售收入	45.6%	34.7%	31.3%	30.8%	29.7%	29.6%
毛利	4,315	7,269	10,678	15,648	21,808	29,367
% 销售收入	54.4%	65.3%	68.7%	69.2%	70.3%	70.4%
营业税金及附加	-566	-799	-1,392	-1,877	-2,576	-3,462
% 销售收入	7.1%	7.2%	9.0%	8.3%	8.3%	8.3%
营业费用	-891	-1,164	-1,803	-2,374	-3,259	-4,171
% 销售收入	11.2%	10.5%	11.6%	10.5%	10.5%	10.0%
管理费用	-589	-839	-1,562	-2,035	-2,794	-3,754
% 销售收入	7.4%	7.5%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	2,269	4,467	5,921	9,363	13,179	17,980
% 销售收入	28.6%	40.1%	38.1%	41.4%	42.5%	43.1%
财务费用	160	110	192	0	0	0
% 销售收入	-2.0%	-1.0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-9	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	-7	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3	3
% 税前利润	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,431	4,587	6,095	9,366	13,181	17,982
营业利润率	30.6%	41.2%	39.2%	41.4%	42.5%	43.1%
营业外收支	-32	19	-25	0	0	0
税前利润	2,399	4,606	6,070	9,366	13,181	17,982
利润率	30.2%	41.4%	39.1%	41.4%	42.5%	43.1%
所得税	-569	-1,139	-1,508	-2,327	-3,276	-4,469
所得税率	23.7%	24.7%	24.8%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	1,830	3,467	4,562	7,038	9,906	13,514
少数股东损益	19	222	167	281	395	539
归属于母公司的净利润	1,811	3,245	4,395	6,757	9,510	12,974
净利率	22.8%	29.2%	28.3%	29.9%	30.6%	31.1%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	5,925	7,544	14,134	21,087	29,501	43,753
应收账款	633	2,014	2,308	3,370	4,626	6,217
存货	2,077	3,477	4,515	5,721	7,589	10,147
其他流动资产	106	249	413	572	731	949
流动资产	8,742	13,283	21,370	30,749	42,447	61,065
% 总资产	64.8%	63.7%	74.5%	81.0%	85.4%	89.4%
长期投资	27	30	33	33	33	33
固定资产	4,662	7,154	6,888	6,888	6,888	6,888
% 总资产	34.5%	34.3%	24.0%	18.1%	13.9%	10.1%
无形资产	61	376	372	300	300	300
非流动资产	4,755	7,566	7,304	7,232	7,232	7,232
% 总资产	35.2%	36.3%	25.5%	19.0%	14.6%	10.6%
资产总计	13,496	20,849	28,674	37,981	49,678	68,297
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	1,175	4,955	8,009	9,948	11,922	15,804
其他流动负债	865	1,308	2,280	3,748	3,566	4,789
流动负债	2,040	6,264	10,288	13,696	15,488	20,593
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	19	19	19	19
负债	2,040	6,269	10,307	13,715	15,507	20,612
普通股股东权益	11,380	14,275	18,101	23,719	33,230	46,204
少数股东权益	76	305	265	546	941	1,481
负债股东权益合计	13,496	20,849	28,674	37,981	49,678	68,297

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.477	0.855	1.158	1.780	2.505	3.418
每股净资产 (元)	2.998	3.761	4.768	6.249	8.754	12.172
每股经营现金净流 (元)	0.520	1.595	2.029	1.904	2.516	3.754
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.91%	22.73%	24.28%	28.49%	28.62%	28.08%
总资产收益率	13.42%	15.56%	15.33%	17.79%	19.14%	19.00%
投入资本收益率	31.50%	48.12%	106.44%	224.99%	214.41%	348.18%
增长率						
营业总收入增长率	8.25%	40.29%	39.64%	45.47%	37.30%	34.38%
EBIT增长率	8.73%	96.83%	32.55%	58.14%	40.75%	36.43%
净利润增长率	23.27%	79.20%	35.46%	53.74%	40.74%	36.42%
总资产增长率	16.63%	54.48%	37.53%	32.46%	30.80%	37.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	195.9	262.5	299.9	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	3.4	13.1	14.8	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	207.2	184.8	156.3	102.9	74.9	55.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.79%	-51.90%	-77.07%	-86.99%	-86.39%	-91.80%
EBIT利息保障倍数	-14.2	-40.7	-30.8	—	—	—
资产负债率	15.12%	30.07%	35.95%	36.11%	31.21%	30.18%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,830	3,467	4,562	7,038	9,906	13,514
少数股东损益	0	0	0	281	395	539
非现金支出	436	692	778	0	0	0
非经营收益	1	-16	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-294	1,911	2,366	191	-353	738
经营活动现金净流	1,973	6,054	7,703	7,508	9,946	14,789
资本开支	106	985	461	-72	0	0
投资	0	-3,273	0	0	0	0
其他	1	1	-3	3	3	3
投资活动现金净流	-106	-4,257	-464	75	3	3
股权募资	0	11	13	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3	-190	-661	-349	-1,139	0
筹资活动现金净流	-3	-179	-648	-349	-1,139	0
现金净流量	1,865	1,618	6,591	7,233	8,810	14,792

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308