

分析师：刘冉
执业证书编号：S0730511050002
021-50588666-8010

高档酒提价将成为业绩增长的主力 ——五粮液(000858) 分析报告

研究报告-公司分析

买入（维持）

发布日期：2011年9月28日

报告关键要素：

我们认为，此轮高端白酒高增长是自2006年以来高增长势头的延续，未来两年仍具有持续性。“五粮液”高档酒的市场需求巨大，但供给受限；中低档酒的发展及高档酒持续提价是拉动公司业绩增长的主要力量。

投资要点：

- 此轮高端白酒高增长是自2006年以来高增长势头的延续。**2008年的金融危机打断了高端白酒25%上下的持续快增长，高端白酒的收入和利润出现了50%以上的负增长。危机之后，高端白酒消费快速反弹，并出现高增长。我们认为，此轮高端白酒高增长是自2006年以来高增长势头的延续，未来两年仍具有持续性。除了体量方面的增长，高端白酒的价格也在大幅上涨：12个月以来高端白酒价格平均上涨28.53%。
- 高端白酒供不应求。**供给方面，在限量保价的前提下，几大高端白酒产能或保持稳定或稳步增加。需求方面，经我们调研，发现各品牌的高端白酒均处于供不应求的市场环境中，需求面坚实。
- “五粮液”高档酒的盈利水平持续稳步提升。**“五粮液”毛利率由2002年的67.39%提升至2010年的85.84%，而公司中低档酒的毛利率相当不稳定，反映了中低档酒市场竞争的激烈。
- “五粮液”高档酒的市场需求巨大，但供给受限。**高档酒对公司的毛利贡献接近90%，意义重大：根据敏感性分析，公司的高档酒销量减少10%，需要中低档酒销量增加90%来弥补对业绩的影响。
- 投资评级：**预计公司2011、2012、2013年的每股收益分别为1.63元、2.05元、2.58元，根据2011年9月22日收盘价37.16元，相应的市盈率分别为22.80倍、18.13倍、14.40倍，目前公司股价略有低估，给予公司“买入”评级。
- 风险：**经济增长放缓将会影响白酒消费；“五粮液”酒产销量增长放缓。

市场数据 (2011/09/22)

收盘价 (元)	37.16
一年内最高/最低 (元)	40.80/30.00
沪深300指数	2685.69
市净率 (倍)	7.79
流通市值 (亿元)	1410.42

基础数据 (2011/06/30)

每股净资产 (元)	5.35
每股经营现金流 (元)	1.43
毛利率 (%)	66.12
净资产收益率 (%)	16.54
资产负债率 (%)	36.05
总股本/流通股 (万股)	379597/379597
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8113

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

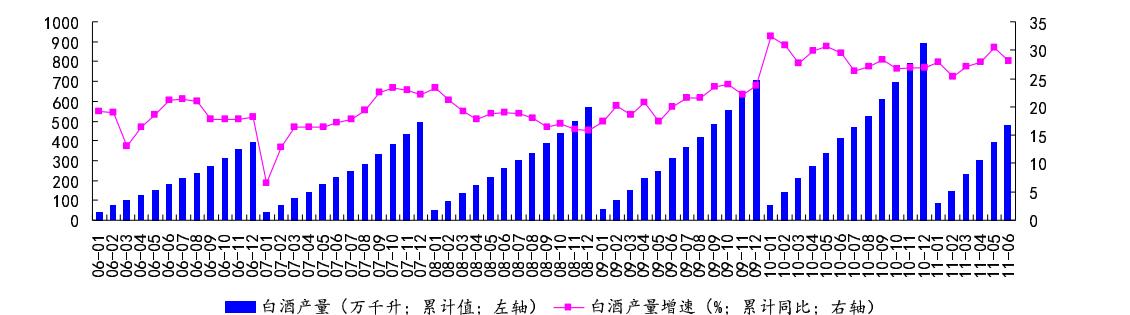
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	155.41	206.70	266.04	342.42
增长比率 (%)	39.64	33.00	28.71	28.71
净利润 (亿元)	45.06	61.96	77.99	98.09
增长比率 (%)	35.46	37.51	25.87	25.77
每股收益 (元)	1.19	1.63	2.05	2.58
市盈率 (倍)	31.23	22.80	18.13	14.40

1. 高端白酒：消费坚实，支持持续高速增长

1.1 白酒行业业绩指标维持较高水平

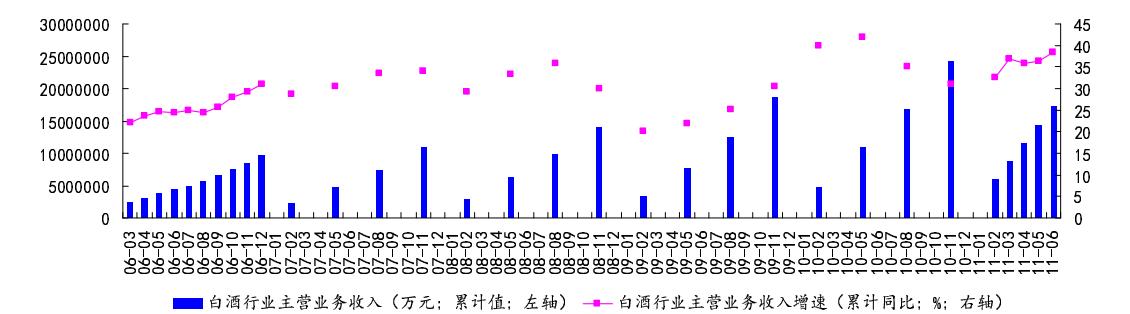
2011年1-6月，白酒行业业绩指标维持历史较高水平。2011年1-6月，国内白酒产量累计479.99万千升，同比增长27.99%；白酒行业收入累计1726.62亿元，同比增加38.39%；白酒行业利润额累计256.66亿元，同比增加42.12%。近两年白酒行业的三项业绩指标均远高于历史平均水平。

图1：白酒产量及增速



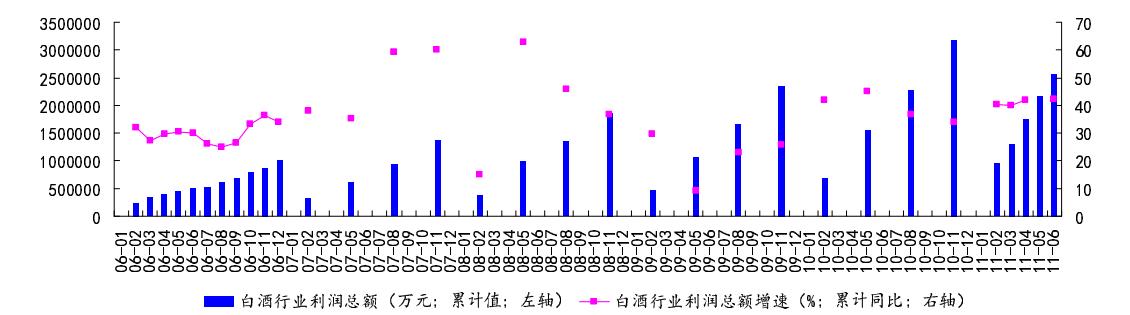
资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图2：白酒行业收入及增速



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图3：白酒行业利润总额及增速

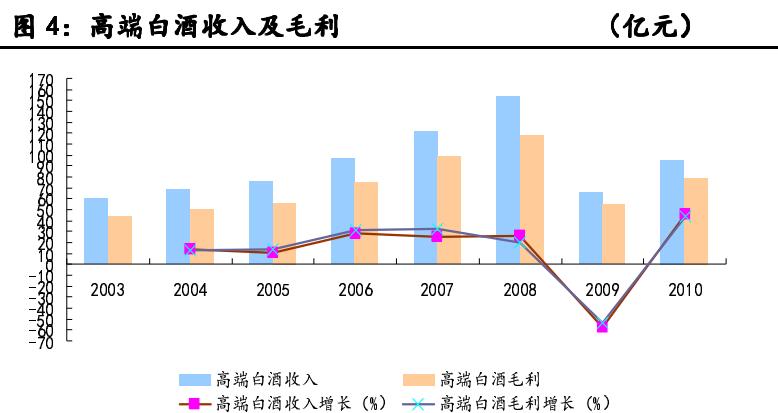


资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

1.2 高端白酒恢复高增长势头，具有持续性

2011年1-6月，高端白酒收入、利润增长水平均在40%以上。2011年1-6月，五粮液、茅台、老窖和水井坊等高端白酒实现销售收入约190.79亿元，较上年同期增加43.54%，占1-6月份行业总收入的11.06%；产生毛利约158.00亿元，较上年同期增加42.78%，占行业利润总额的61.48%。

我们认为，此轮高端白酒高增长是自2006年以来高增长势头的延续，未来两年仍具有持续性。长期以来高端白酒业绩高增长，是拉动行业整体业绩增长的主要力量。2008年的金融危机打断了高端白酒25%上下的持续快增长，高端白酒的收入和利润出现了50%以上的负增长。危机之后，高端白酒消费快速反弹，2010年高端白酒的收入和毛利分别实现45.89%和44.23%的高增长。2011年上半年高增长势头持续：高端白酒收入和业绩增长均超过40%。我们认为，此轮高端白酒高增长既是“后危机”时期行业消费的反弹，也是自2006年以来高增长势头的延续。因此，如果没有系统性风险，此轮增长具有持续性，即未来2-3年高端白酒仍可保持高增长。



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

除了体量方面的增长，高端白酒的价格也在大幅上涨。2010年9月份以来高端白酒价格平均上涨28.53%。高端白酒的资源性以及抗通胀性决定了其价格长期上涨：较2006年，高端白酒价格上涨90.19%，接近翻番。

表1：部分高端白酒价格情况

	价格*(2011年5月)	价格(2011年4月)	价格(2010年5月)	价格(2006年)	环比	同比	较2006年
52度五粮液	889	879	681	458	1.14	30.54	94.10
53度飞天茅台	1099	1099	898	468	0.00	22.38	134.83
38度飞天茅台	659	624	465	339	5.61	41.72	94.40
52度水井坊	748	669	657	498	11.81	13.85	50.20
52度国窖	919	790	685	518	16.33	34.16	77.41
	1573						

资料来源：糖酒资讯

1.3 受限产能，高端白酒始终供不应求

供给方面，在限量保价的前提下，几大高端白酒产能稳定增加。国窖1573现有3000吨产能；茅台产能3万吨，可销量1万吨，“十二五”末可销量增至2万吨；五粮液高档酒产能接近2万吨；汾酒产能目前2万吨，“十二五”末预期达4.5万吨；洋河上市所募集资金带来每年9000吨优质基酒产能。我们预计，高端白酒未来几年产销量可保持10-15%的增速水平。

需求方面，经我们调研，发现各品牌的高端白酒均处于供不应求的市场环境中，需求面坚实。其原因我们在以往的报告中曾经作出分析：政务、商务消费持续积极；中产阶级尤其是二三线城市的中产阶级崛起，拉动了高端白酒消费。至于对高档白酒消费有潜在影响的“三公消费”公开制度，从目前的状况来看，公开制度缺少强制性和规范性，除少数部委外，大多数政府部门所公开的消费明细都比较含混，如果这种情况延续下去，“三公消费”公开对高档白酒消费很难有大的影响。据统计，2010年“三公”费用支出达到9000亿元，占我国财政收入的30%，我国近10年财政收入平均增速接近20%。假设“三公”费用和高端白酒消费也以20%的速度增长，那么高档白酒需求增长大于供给的增长，支撑了高端白酒供不应求的市场局面和年年价涨的势头。供需推动下，我们判断高端白酒价格未来几年仍处于上升的通道。

2. 公司分析

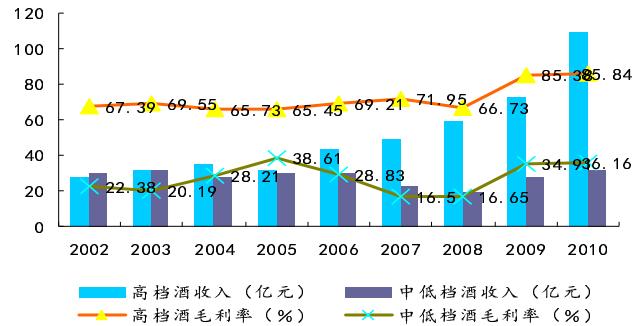
2.1 高档酒收入和毛利贡献远大于中低档酒

公司高档酒收入规模扩大，总收入占比增至70%。近十年来，公司高档白酒收入规模增长迅速，在总收入中的占比持续扩大，至2010年公司高档酒收入达到109亿元，占总收入的70%；同期，中低档酒收入增长缓慢，2010年为32亿元，在总收入中的占比由2002年的48%降至23%。

公司高档白酒的盈利水平持续稳步提升，中低档酒盈利水平相对不稳定。高档酒毛利率由2002年的67.39%提升至2010年的85.84%。而中低档酒的毛利率相当不稳定，反映了中低档酒市场竞争的激烈；中低档酒2010年的毛利率是36.16%，低于同期二线白酒上市公司的毛利率。

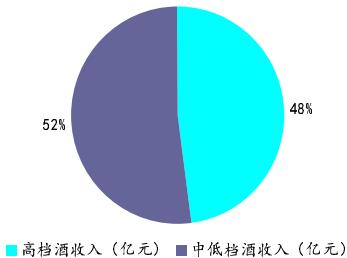
随着高档酒毛利率的不断提升，高档酒对公司的毛利贡献逐年加大。2002年高档酒在毛利中的占比为73%，2010年占比增至89%。

图 5：公司高档、中低档酒收入及毛利率



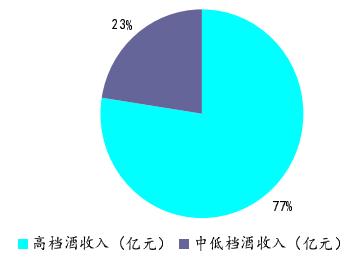
资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图 6：公司高档、中低档酒收入占比（2002 年）



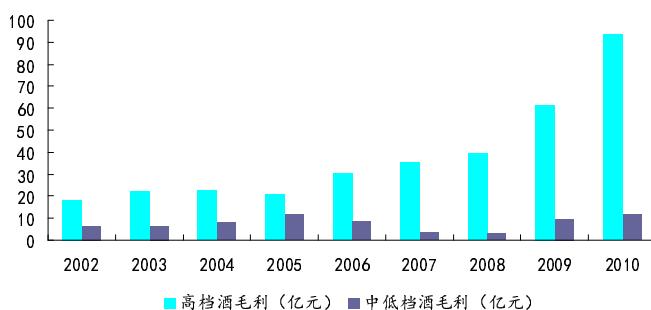
资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图 7：公司高档、中低档酒收入占比（2010 年）



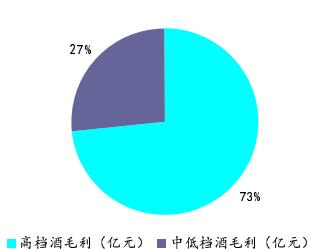
资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图 8：公司高档、中低档酒毛利

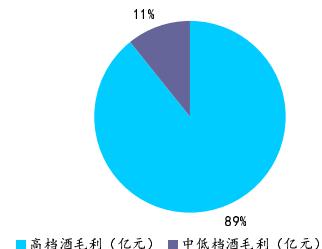


资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图 9：公司高档、中低档酒毛利占比（2002 年） 图 10：公司高档、中低档酒毛利占比（2010 年）



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

2.2 盈利能力十年来大幅提升

2009年以来公司收入和业绩增长明显提速。十年以来，公司年均净利润增长率为23.87%，年均收入增长率为15.02%。2009年以来，公司的收入及业绩增长均明显提速：2009、2010、2011H1收入分别增长40.29%、39.64%、39.84%；净利润分别增长79.20%、35.46%、48.72%。

公司的销售毛利率十年来大幅提升，自2002年的43.91%提升至2010年的68.71%，提升24.8个百分点。毛利率的提升一是来自公司产品提价：自2002年以来五粮液出厂价格上涨了200%；二是来自公司产品结构的不断优化升级。

公司的销售净利润率十年来大幅提升，自2002年的10.85%提升至2010年的29.35%，提升18.5个百分点。净利率的提升主要来自公司产品毛利率的提升。

公司的净资产收益率由2002年的11.56%升至2010年的24.28%，提升12.72个百分点，股东回报率不断改善。

公司现金流充沛，表明公司主营业务收入回款力度大，产品竞争力强，公司信用度高，股东利润分配有保障。公司十年以来的每股经营现金流均值为0.84元，2009、2010年分别为1.60元、2.03元。

图 11：公司收入、净利润及其增长（2002–2010）

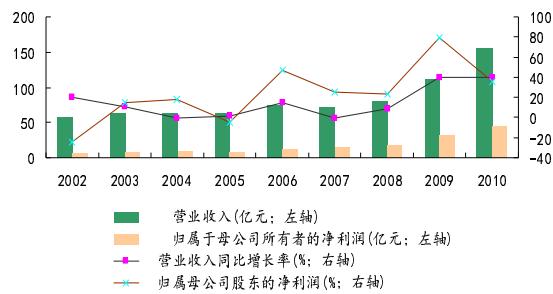
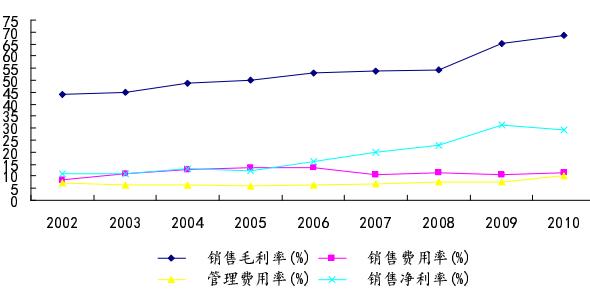


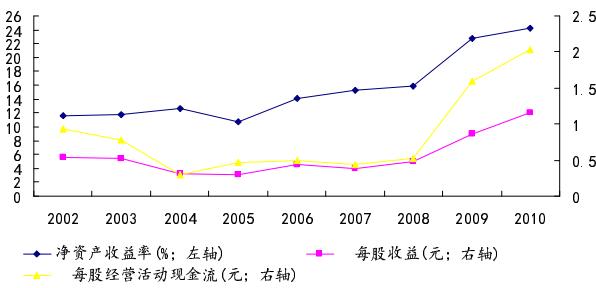
图 12：公司盈利能力（2002–2010）



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图 13：公司股东回报情况（2002–2010）



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

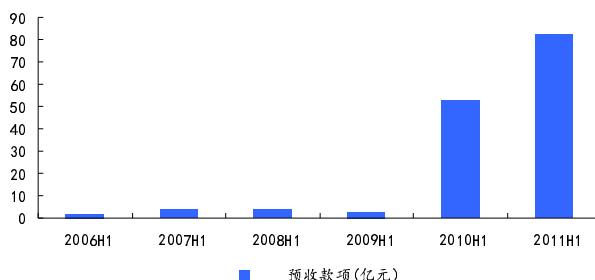
2.3 销量与价格分析

2.3.1 高档酒销量增长受限

出酒率的问题：一级酒是指用来做五粮液的60度原酒；优质酒出酒率的提高取决于酿酒工艺的把握，以及水和气候因素的配合。目前公司的优酒率大概在10%-13%；高档酒产能大概在1.5-2万吨。

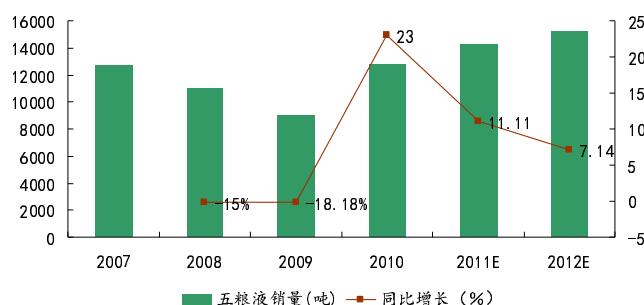
“五粮液”高档酒的市场需求巨大，但供给受限。公司高档酒的销售由供给面即产能决定而不是消费面。市场对“五粮液”的需求较大，上半年公司预收款项巨增虽然有经销商在提价前囤货的因素，但更多的显示了市场较大的消费潜力。相比需求，目前公司高档酒的产能受限较大，目前产能供给根本无法满足，五粮液高档酒在2010年、2011年上半年产销量增幅高达23%、19%，更大程度是对2008、2009年负增长的修复，而不具备长久性。我们预计，未来高档酒产销量可保持5%-10%区间的稳速增长。

图 14：公司预收款项



资料来源：公司年报

图 15：“五粮液”高档酒销量情况估计



资料来源：中原证券研究所

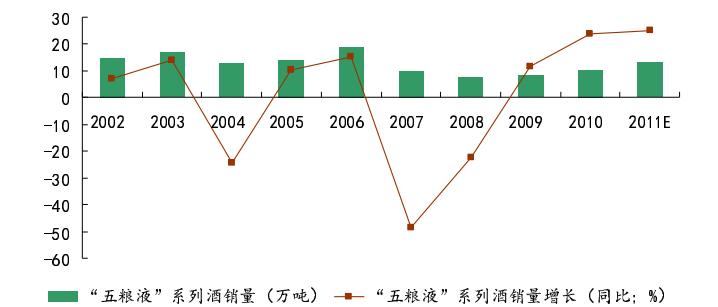
高档酒对公司的毛利贡献接近90%，意义重大：根据敏感性分析，公司的高档酒销量减少10%，需要中低档酒销量增加90%来弥补对业绩的影响。由于高档酒产销量增长有限，公司需要大力发展中低档酒以拉动整体经营和业绩，公司成立华东营销中心的主要目的也是在此。

2.3.2 系列酒销量大幅增长

“五粮液”系列酒销量近两年较大幅度增长。“五粮液”系列酒销量近两年较大幅度增长，除了行业层面原因之外，另一原因是公司政策方针的调整：

公司在2004年、2007-2008年两个时间段致力于压缩中低档酒的产销，力捧高档酒，以达到缩减营业成本、提高盈利能力的经营目的，而2010、2011两年，公司旨在做大中低档酒以拉动公司的整体经营，因而系列酒销售势头大增。

图 16：“五粮液”系列酒近十年销量及其增长情况

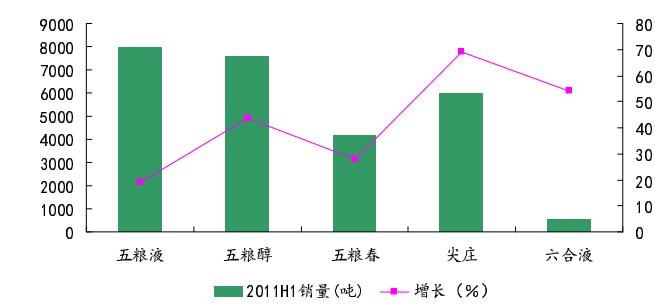


资料来源：公司年报

从这两年的情况看，公司中低产品销量增长远高出五粮液高档酒。公司中低档酒主要包括五粮醇、五粮春、金六福、浏阳河和尖庄。2011年上半年，五粮醇产销7600吨，三年来年均增速27.94%；五粮春产销4200吨，2010年、2011年上半年分别增长26%、28%，五粮春是公司今年以来着重发力的产品，预计未来销量还会持续增长；在广告宣传的作用下，浏阳河2010年销量增长2倍多，达到12500吨；金六福2010年销售18000吨，但增长速度放缓，年仅增0.62%；低端产品尖庄2011年上半年销售6000吨，大涨近70%，增速较上年全年增长52个百分点，成为今年爆发式增长的产品。

但是，公司中低档酒的盈利能力较低，市场运营能力弱于优秀二线白酒。公司中低档酒近5年来的平均毛利率仅24.8%，不及优秀的二线白酒；且公司中低档酒的市场运营能力也不如二线白酒企业如洋河和汾酒，中低档酒的销量增长低于优秀二线白酒的同期水平。

图 17：公司各类产品销量情况 (2011H1)



资料来源：中原证券研究所

表2：公司产品销量及其增速

	五粮液销量 (吨)	五粮液销量增长	中低档酒销量 (吨)	中低档酒销量增长	总销量 (吨)	总销量增长
2007	12650	/	85150	/	97800	-48.44%
2008	11000	-15%	64800	-23.9%	75800	-22.5%
2009	9000	-18.18%	75500	16.51%	84500	11.5%
2010	12800	23%	78530	4.01%	91330	8.08%
20111Q	4818	21%	31882		36700	23%
2011E	14000	9.38%	97423	22%	111423	22%
2012E	15000	7.14%	116479	21%	131479	18%

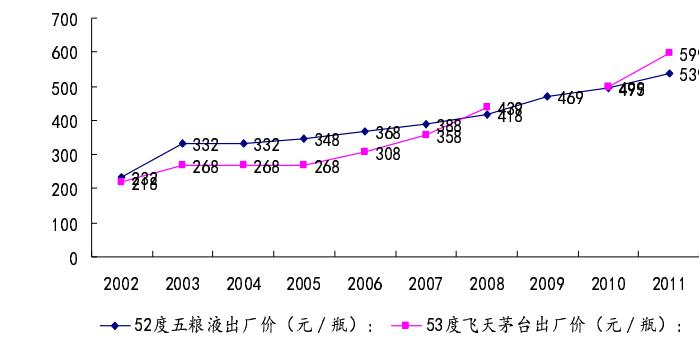
资料来源：中原证券研究所 公司公告

2.3.3 “五粮液”价格仍有提升空间

“五粮液”提价空间较大。52度五粮液的出厂价近十年涨幅132%，53度飞天茅台涨幅175%，五粮液的长期价格上涨幅度小于茅台。2010年以来，茅台提价均幅达28%，五粮液主要产品出厂价格提价幅度20%-30%，茅台的价格仍高于五粮液，而五粮液的市场终端价格已经达到1000元以上，渠道利润丰厚。

高端白酒价格上涨是长期趋势。高端白酒因其资源和稀缺属性，其价格有长期上涨的趋势。高端白酒价格上涨趋势或因经济恶化等系统性风险的出现而被打断，但是就长期来看，这种趋势较难改变，因为高端白酒价格的上涨是由其“供不应求”的市场关系所决定的。政府意愿或在一定时间范围内对企业有一定的约束作用，但这种约束作用相对有限，较难改变高档白酒价格的上涨要求。

因此，公司未来业绩最主要的拉动力即是高档五粮液价格的持续上涨。

图18：五粮液、茅台出厂价比较


资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

3 公司比较

3.1 财务比较

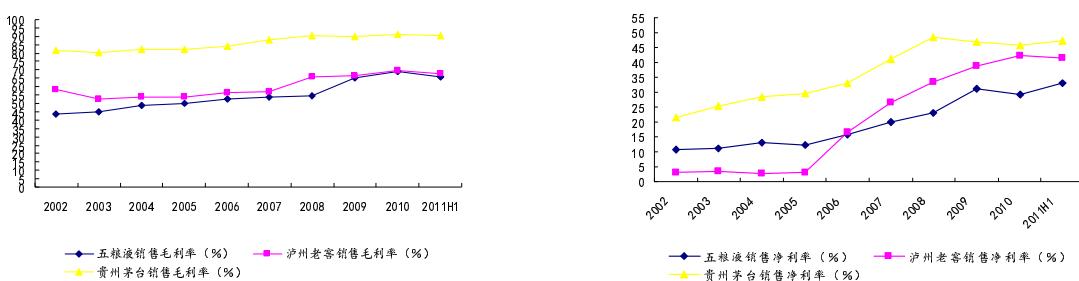
五粮液、贵州茅台、泸州老窖为中国高端白酒的代表品牌和企业。

茅台的毛利率最高，老窖略高于五粮液。茅台是酱香型贵酒，其盈利能力始终领衔高端白酒，毛利率自2002年的80%提升至目前的90%上下，提升了10个百分点。老窖和五粮液均属浓香型川酒，老窖的毛利率始终略高于五粮液：老窖在2008年推出新品，拉升了产品结构，从而使毛利率有了较大提升；随后，五粮液在2009年加大提价幅度，毛利率有较大提升，与老窖的盈利能力在2009年开始趋同。

三者相比，老窖的管理能力最强，体现在较低的销售和管理费用率。老窖是制度创新者，公司的销售及管理的集约性主要来自“七泉”销售制度和行政职能外包，二者大大降低了公司的两项费用率。茅台由于其国酒地位和团购、专营的营销方式，其销售费用率在白酒业中较低；但茅台的管理费用率始终高企，高于五粮液和老窖。五粮液的销售费用率较茅台和老窖高，管理费用率居中。

由于低毛利率和高费用率，五粮液的净利润率较低。茅台的净利润率最高，老窖的管理创新已见成效，净利润率水平目前接近茅台，五粮液的净利润率最低。2011年上半年，茅台、老窖、五粮液的净利润率分别为47.18%、41.41%、32.95%。

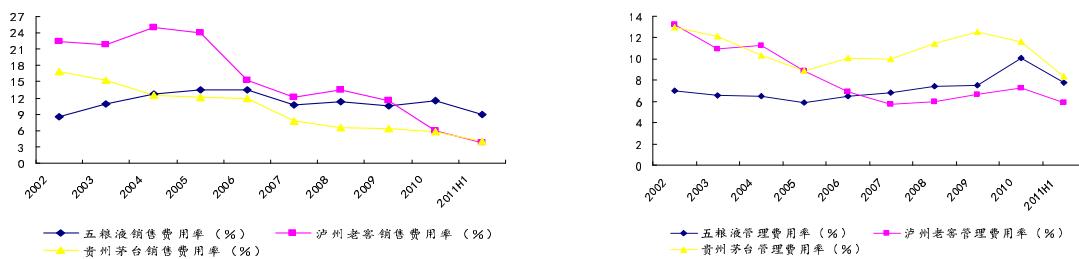
图 19：五粮液、泸州老窖、贵州茅台销售毛利率 图 20：五粮液、泸州老窖、贵州茅台销售净利润率



资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

图 21：五粮液、泸州老窖、贵州茅台销售费用率 图 22：五粮液、泸州老窖、贵州茅台管理费用率

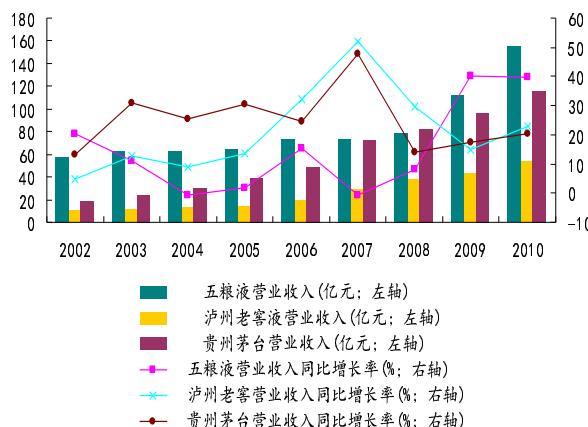
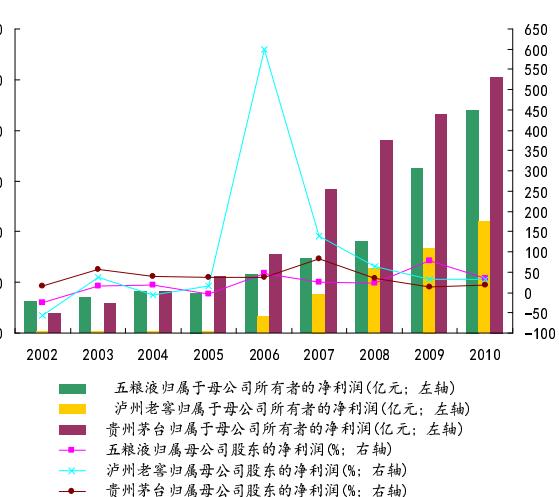


资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

五粮液收入规模增速低于茅台和老窖，未来提速依靠系列酒。五粮液收入增长自2009年开始提速，2009年、2010年分别增长40.29%、39.64%；而在过往的几年中公司收入增速水平比较低：2002至2008年的平均增速仅7.89%，2002至2010年的平均增速为15.02%。相比之下，老窖2002年以来的平均收入增速21.33%，茅台为24.89%，均高于五粮液。2009年开始，公司收入规模加速增长，主要靠系列酒销量增长的拉动；由于五粮液高档酒产销量增长有限，未来两年公司收入高增长主要靠中低档酒增长来拉动。

相比五粮液，老窖、茅台未来两年收入增长的空间比较大：“十二五”期间茅台年新增产能2600吨，较“十一五”多增600吨，至2015年茅台的可销量预计可达到15000吨，较2010年增长近两倍；同期，老窖推出的中高端“窖龄酒”和高端“中国品味”可成为未来拉动销售的新增长点。

图 23：五粮液、泸州老窖、贵州茅台营业收入

图 24：五粮液、泸州老窖、贵州茅台净利润


资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

资料来源：中原证券研究所 WIND 资讯

3.3 品牌、营销、体制比较

3.3.1 品牌

五粮液源于明朝，其前身是明朝年间宜宾地区“温德丰”糟坊所酿的“杂粮酒”，在当时就已经非常受欢迎；晚清年间“杂粮酒”正式改名为“五粮液”，故五粮液品牌源于晚清。“五粮液”曾五次荣获“中国名酒”称号，是我国浓香型白酒的代表。截至目前，“五粮液”品牌价值为584.03亿元，在白酒品牌中位于第二，略输茅台。

茅台品牌源于18和19世纪的三大民间烧房，建国后仁怀县人民政府将三大烧房接管并组建国营酒厂，命名为“茅台”。茅台酒是我国酱香型白酒的代表，具有“酱香突出、酒体丰满”的特点。截至目前，“茅台”品牌价值为595.28亿元，在白酒品牌中居首。

泸州老窖特曲最早出现在宋朝，现存最早的老窖池群始自明代万历年间，距今已有400多年的历史。泸州老窖特曲具有“醇香浓郁、饮后尤香、

清冽甘爽、回味悠长”的风格，是我国老四大名酒之一，浓香型白酒的代表。截至目前，“泸州老窖”品牌价值为152.06亿元，在白酒品牌中位居第四。

表3：五粮液、贵州茅台、泸州老窖品牌价值比较（2011年）

品牌	五粮液	贵州茅台	泸州老窖
价值（亿元）	584.03	595.28	152.06

资料来源：中国酒类流通协会、中华品牌战略研究院

3.2.2 营销

五粮液以往的营销模式以传统经销商制和设立专营店为主，目前加大了团购营销的力度，另外从2010年开始公司发力中低端酒，相应措施是建立华东营销中心，走一条深耕市场的路子。

茅台的营销以团购、传统经销商制和设立专营店为主要模式。茅台的营销模式与茅台酒自身的资源稀缺性有关，模式较为传统而缺少市场竞争力。

泸州老窖目前推行精细化营销布局：对省级市场重新划分，深度规划，重新布局，在重点市场实现精耕细作和渠道的扁平化管理；推广团购和定制营销。三者相比，老窖在销售方面的创新最为有力，市场竞争力最强。目前公司已经建立起全新的“七泉制度”，即与经销商捆绑利益，使其入股。

3.2.3 体制

茅台、老窖和五粮液均为国企体制，其中泸州老窖较早的着手管理层股权激励，体制相对灵活。

表4：三大白酒企业品牌、体制、营销比较

	品牌	营销	体制
五粮液	不可复制的、沿袭下来的品牌优势。	传统经销商制+团购+专营店。缺少市场活力。2010年开始发力中低端酒，对抗二线产品对其的冲击，相应措施是建立华东营销中心。	国企体制。
泸州老窖	不可复制的、沿袭下来的品牌优势。	销售创新+管理创新：已经建立起全新的“七泉制度”，即与经销商捆绑利益，使其入股；实现行政职能外包。	国企体制；但较早着手管理层股权激励。
贵州茅台	不可复制的、沿袭下来的品牌优势。	团购+传统经销商制+专营店。缺少市场竞争能力。	国企体制。

资料来源：中原证券研究所

4 投资评级

投资评级：“五粮液”高档酒的市场需求巨大，但供给受限；中低档酒的发展及高档酒持续提价是拉动公司业绩增长的主要力量。预计公司2011、2012、2013年的每股收益分别为1.63元、2.05元、2.58元，根据2011年9月22日收盘价37.16元，相应的市盈率分别为22.80倍、18.13倍、14.40倍，目前公司股价略有低估，给予公司“买入”评级。

风险：经济增长放缓将会影响白酒消费；“五粮液”酒产销量增长放缓。

表5：五粮液（000858）盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E	单位：亿元
营业收入	155.41	206.70	266.04	342.42	
营业成本	48.63	63.22	81.11	104.07	
营业税费	13.93	17.57	22.61	29.11	
销售费用	18.03	24.80	34.59	47.94	
管理费用	15.62	19.64	25.27	32.53	
财务费用	-1.59	-2.12	-2.77	-3.56	
资产减值损失	0.004	0.005	0.007	0.009	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.03	0.03	0.03	0.03	
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	60.82	83.61	105.24	132.36	
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	
利润总额	60.82	83.61	105.24	132.36	
所得税	15.11	20.77	26.14	32.88	
净利润	45.71	62.84	79.10	99.48	
少数股东权益	0.66	0.88	1.11	1.39	
归属母公司所有者	45.06	61.96	77.99	98.09	
净利润	1.19	1.63	2.05	2.58	
基本EPS					

表6：五粮液（000858）资产负债预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
资产				
流动资产				
最低现金	10,101,845,332.05	13,435,454,291.63	17,292,625,126.44	22,257,147,192.26
超额现金	0.00	177,728.71	199,505.85	229,213.83
交易性金融资产	20,756,261.28	20,756,261.28	20,756,261.28	20,756,261.28
应收票据	2,180,444,461.67	3,100,489,451.91	3,990,605,798.41	5,136,264,736.68

应收帐款	88, 585, 412. 91	113,684,613.24	146,322,212.61	188,329,707.01
减：坏帐准备	265, 756. 24	341,053.84	438,966.64	564,989.12
应收帐款净额	88, 319, 656. 67	113,343,559.40	145,883,245.97	187,764,717.89
预付款项	328, 450, 161. 78	486,503,824.13	689,286,117.32	949,455,086.66
其他应收款	37, 299, 121. 23	62,009,789.04	79,812,115.97	102,725,294.73
减：坏帐准备	111, 897. 36	186,029.37	239,436.35	308,175.88
其他应收款净额	37, 187, 223. 86	61,823,759.67	79,572,679.62	102,417,118.85
存货	4, 514, 985, 234. 69	5,689,931,844.67	7,300,162,555.03	9,366,082,896.03
减：存货跌价准备	0. 00	0.00	0.00	0.00
存货净额	4, 514, 985, 234. 69	5,689,931,844.67	7,300,162,555.03	9,366,082,896.03
一年内到期的非流动资产	0. 00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	29, 337, 771. 64	29,337,771.64	29,337,771.64	29,337,771.64
流动资产合计	17, 301, 326, 103. 65	22,937,818,493.04	29,548,429,061.57	38,049,454,995.10
非流动资产				
可供出售金融资产	0. 00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0. 00	0.00	0.00	0.00
长期应收款	0. 00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	32524090. 85	34800777.21	37236831.61	39843409.83
减：长期股权投资减值准备	0. 00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资净额	32, 524, 090. 85	34,800,777.21	37,236,831.61	39,843,409.83
投资性房地产	0. 00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6935927656. 62	6935927656.62	6935927656.62	6935927656.62
减：累计折旧	416, 208, 717. 14	832,417,434.28	1,248,626,151.42	1,664,834,868.55
固定资产净值	6519718939. 48	6103510222.34	5687301505.20	5271092788.07
减：固定资产减值准备	0. 00	0.00	0.00	0.00
固定资产净额	6, 519, 718, 939. 48	6,103,510,222.34	5,687,301,505.20	5,271,092,788.07
在建工程	(327680144. 51)	81082.91	110701.47	140320.03
减：在建工程减值准备	0. 00	0.00	0.00	0.00
在建工程净额	-327, 680, 144. 51	81,082.91	110,701.47	140,320.03
工程物资	0. 00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0. 00	0.00	0.00	0.00
生物资产	0. 00	0.00	0.00	0.00
油气资产	5, 551, 213. 38	5,273,652.72	5,009,970.08	4,759,471.58
无形资产	292, 689, 127. 08	278,054,670.73	264,151,937.19	250,944,340.33
减：无形资产减	0. 00	0.00	0.00	0.00

值准备				
无形资产净额	292,689,127.08	278,054,670.73	264,151,937.19	250,944,340.33
开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉	3,243,239.06	4,864,858.59	6,486,478.12	8,108,097.65
长期待摊费用	66,363,820.13	66,363,820.13	66,363,820.13	66,363,820.13
递延所得税资产	11,405,479.92	11,405,479.92	11,405,479.92	11,405,479.92
其他非流动资产	-106,357.98	-106,357.98	-106,357.98	-106,357.98
非流动资产合计	6,603,709,407.42	6,504,248,206.56	6,077,960,365.75	5,652,551,369.55
资产总计	239,050,355,11.07	294,420,666,99.60	356,263,894,27.32	437,020,063,64.65
流动负债				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	56,412,999.49	0.00	0.00	0.00
应付帐款	155,622,067.55	189,664,394.82	162,225,834.56	208,135,175.47
预收款项	5,151,911,850.86	5,921,206,226.14	6,811,322,572.64	7,956,981,510.90
其他应付款	689,113,967.85	632,214,649.41	811,129,172.78	1,040,675,877.34
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,324,331,045.56	1,375,617,337.25	1,434,958,427.01	1,511,335,689.56
流动负债合计	7,377,391,931.30	8,118,702,607.62	9,219,636,006.99	10,717,128,253.27
不包括短期借款流动负债	7,377,391,931.30	8,118,702,607.62	9,219,636,006.99	10,717,128,253.27
非流动负债				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	972,637.92	1,896,643.95	2,433,387.52	3,122,027.63
递延所得税负债	2,152,565.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	-106,357.98	-106,357.98	-106,357.98	-106,357.98
非流动负债合计	3,018,845.02	1,790,285.97	2,327,029.54	3,015,669.65
负债合计	73,804,107,76.33	81,204,928,93.59	92,219,630,36.53	107,201,439,22.92
所有者权益				
实收资本(或股本)	3,795,966,720.00	3,795,966,720.00	3,795,966,720.00	3,795,966,720.00
资本公积	953,203,468.32	953,203,468.32	953,203,468.32	953,203,468.32
盈余公积	2,769,459,103.85	3,389,082,570.14	4,169,020,252.77	5,149,889,814.74
未分配利润	9,910,357,603.26	13,628,098,401.00	18,307,724,496.76	24,192,941,868.58
所有者权益合计	174,289,868,95.43	217,663,511,59.46	272,259,149,37.85	340,920,018,71.64

计(不包含少数
股东权益)

少数股东权益	371,270,121.48	459,249,112.64	569,990,771.43	709,262,311.67
所有者权益合 计	17,800,257,016.91	22,225,600,272.10	27,795,905,709.28	34,801,264,183.31
负债和所有者 权益合计	25180667793.23	30346093165.68	37017868745.80	45521408106.23

表 7：五粮液 (000858) 现金流预测
经营活动产生的现金流量

净利润(含少数股东损益)	4571494309.86	6284213654.06	7910118485.06	9947967159.95
资产减值准备	377653.60	527083.21	678402.99	873165.01
折旧和摊销	431905577.16	431120734.16	430375133.31	429666812.50
公允价值变动损失/(收益)	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(158808906.29)	(211837296.17)	(276556109.87)	(355951809.35)
投资损失(收益)	(3000000.00)	(3000000.00)	(3000000.00)	(3000000.00)
营运资金变动	(357266015.71)	(1563150667.05)	(1652626216.62)	(2039166438.35)
应收票据减少	(338312699.05)	(920044990.24)	(890116346.50)	(1145658938.27)
应收账款减少	14173812.05	(25364956.56)	(32978653.21)	(42446461.04)
其他应收款减少	31565207.04	(24822565.18)	(17988356.30)	(23152615.11)
预付款项减少	(132765076.38)	(158053662.35)	(202782293.20)	(260168969.33)
长期应收款减少	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据增加	56412999.49	(56412999.49)	0.00	0.00
应付账款增加	(83450465.39)	34042327.28	(27438560.27)	45909340.91
预收款项增加	775643657.19	769294375.29	890116346.50	1145658938.27
其他应付款增加	349154282.18	(56899318.45)	178914523.37	229546704.55
长期应付款增加	(27362.08)	924006.03	536743.57	688640.11
存货的减少	(1038140493.65)	(1174946609.98)	(1610230710.36)	(2065920340.99)
递延所得税资产减少	(5562097.41)	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债增加	(1727856.08)	(2152565.08)	0.00	0.00
长期待摊费用的减少	(7053.50)	0.00	0.00	0.00
其他流动资产减少	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债增加	15883487.86	51286291.69	59341089.77	76377262.55
其他非流动资产减少	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债增加	(106357.98)	0.00	0.00	0.00
合计	4484702618.62	4937873508.21	6408989694.86	7980388889.76

投资活动产生的现金流量

交易性金融资产的减少	2948810.52	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债的增加	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资的减少	(2545036.60)	(2276686.36)	(2436054.40)	(2606578.21)
投资性房地产的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3000000.00	3000000.00	3000000.00	3000000.00

一年内到期非流动资产减少	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资本投资	327701990.30	(29618.56)	(29618.56)	(29618.56)
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
开发支出的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉的减少	(1621619.53)	(1621619.53)	(1621619.53)	(1621619.53)
油气资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
生物资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
工程物资减少	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理减少	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	329484144.69	(927924.45)	(1087292.49)	(1257816.30)
融资活动产生的现金流量				
一年内到期的非流动负债增加	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
股份发行	0.00	0.00	0.00	0.00
财务收入	158808906.29	211837296.17	276556109.87	355951809.35
股利分配	(1351699437.54)	(1858870398.87)	(2339813047.88)	(2942608685.91)
计入循环贷款前融资活动产生的现金流量	(1192890531.25)	(1647033102.70)	(2063256938.01)	(2586656876.57)
短期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	(1192890531.25)	(1647033102.70)	(2063256938.01)	(2586656876.57)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入： 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持： 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望： 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出： 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。