

## 经营效率大幅提高，维持长期看好

### ——公司 2011 年年报点评

五粮液  
000858

#### 事件

公布 2011 年年报

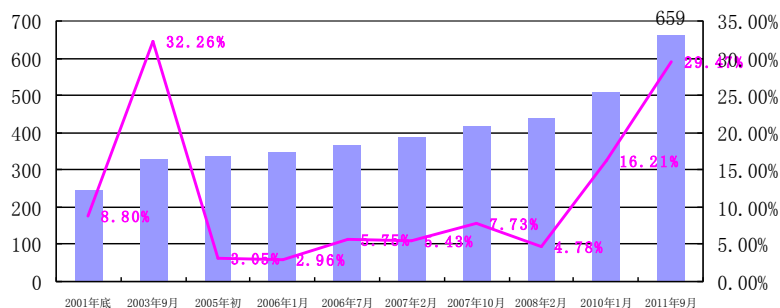
#### 评述

报告期内公司实现营业收入 203.51 亿元，同比增长了 30.95%；实现营业利润 84.97 亿元，与同期相比增加了 39.41%；利润总额为 85 亿元，同比增长了 40.03%；净利润为 63.94 亿元，比去年同期增长了 40.16%。归属于母公司所有者的净利润为 61.57 亿元，同比增长了 40.09%，基本每股收益为 1.62 元。

公司整体业务的毛利率为 66.12%，较去年同期下降了 2.59%，销售净利率为 31.42%，同比增加了 2.07 个百分点。主要原因有三：一是公司去年虽提价，但不是主要的业绩表现期；二是公司经营效率的大幅提高。报告期内管理费率为 8.6%，较同期减少了 1.45%；销售费率也下降了 1.43 个百分点；三是公司现金流充裕，比同期获得更多的利息，财务费用减少了 2.85 亿元。

另外，公司去年刚刚提价，且提价幅度超预期，短期内无提价压力，且行政干预的风险相对较小。

图：五粮液提价历程



数据来源：公司公告、wind 资讯

目前公司一派欣欣向荣之象，高端酒稳步量价齐升，中端酒快速放量，永福酱酒也开始逐步放量打开市场，我们看好公司的未来发展，维持买入评级，预计公司 2012-2013 年的 EPS 为 2.18、2.78 元。

维持 买入

分析师：徐玲玲

投资咨询执业证书编号：

S0630511010004

联系信息：

021-50586660-8634

xll@longone.com.cn

日期

发布日期：2012 年 3 月 28 日

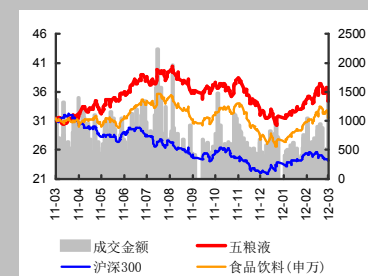
分析日期：2012 年 3 月 28 日

调研日期：2010 年 3 月 10 日

价格

当前市价：34.3

股价表现



公司估值

	A-1	A	A+1
EPS	1.62	2.18	2.78
PE	20.2	15.9	12.4
PB	5.4	4.2	3.1

注：EPS为最新股本摊薄后数据

资产负债表				利润表			
	2011	2012E	2013E		2011	2012E	2013E
现金及现金等价物	21551	29533	42377	营业收入	20351	27473	34807
应收款项	2057	3942	4561	营业成本	6895	8212	10307
存货净额	5537	6091	8089	营业税金及附加	1602	2473	3133
其他流动资产	550	664	887	销售费用	2070	3022	3829
<b>流动资产合计</b>	<b>29713</b>	<b>40231</b>	<b>55914</b>	管理费用	1751	2473	3133
固定资产	6697	6874	6939	财务费用	(477)	(140)	(198)
无形资产及其他	297	288	278	投资收益	2	2	2
投资性房地产	67	67	67	资产减值及公允价值变动	(10)	(3)	(3)
长期股权投资	131	133	136	其他收入	(5)	0	(0)
<b>资产总计</b>	<b>36906</b>	<b>47593</b>	<b>63334</b>	<b>营业利润</b>	<b>8497</b>	<b>11434</b>	<b>14603</b>
短期借款及交易性金融				营业外净收支	3	0	0
负债	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>8500</b>	<b>11434</b>	<b>14603</b>
应付款项	235	353	396	所得税费用	2106	2859	3651
其他流动负债	13175	15169	19914	少数股东损益	237	319	407
<b>流动负债合计</b>	<b>13409</b>	<b>15521</b>	<b>20310</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6157</b>	<b>8257</b>	<b>10545</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	<b>现金流量表(百万元)</b>			
其他长期负债	50	50	50	<b>净利润</b>	6157	8257	10545
<b>长期负债合计</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	资产减值准备	2	(10)	0
<b>负债合计</b>	<b>13459</b>	<b>15571</b>	<b>20359</b>	折旧摊销	709	636	741
少数股东权益	327	646	1053	公允价值变动损失	10	3	3
股东权益	23120	31377	41922	财务费用	(477)	(140)	(198)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>36906</b>	<b>47593</b>	<b>63334</b>	营运资本变动	2241	(452)	1949
<b>关键财务与估值指标</b>				其它	235	329	407
每股收益	1.62	2.18	2.78	<b>经营活动现金流</b>	<b>9354</b>	<b>8762</b>	<b>13645</b>
每股红利	0.00	0.00	0.00	资本开支	(501)	(796)	(798)
每股净资产	6.09	8.27	11.04	其它投资现金流	2	18	0
ROS	30%	30%	30%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(597)</b>	<b>(780)</b>	<b>(801)</b>
ROE	27%	26%	25%	权益性融资	0	0	0
毛利率	66%	70%	70%	负债净变化	0	0	0
EBIT Margin	39%	41%	41%	支付股利、利息	0	0	0
EBITDA Margin	43%	43%	44%	其它融资现金流	(1340)	0	0
收入增长	31%	35%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1340)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
净利润增长	40%	34%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>7416</b>	<b>7982</b>	<b>12844</b>
资产负债率	37%	34%	34%	货币资金的期初余额	14134	21551	29533
息率	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	21551	29533	42377
P/E	20.2	15.9	12.4	企业自由现金流	9752	7857	12693
P/B	5.4	4.2	3.1	权益自由现金流	8412	7962	12842
EV/EBITDA	14.3	12.3	10.0				

**作者简介**

**徐玲玲**: 经济学硕士, 2008 年加入东海证券研究所, 主要负责食品饮料和餐饮旅游行业的研究

重点跟踪公司——五粮液、泸州老窖、张裕、三全食品、南宁糖业、湘鄂情、首旅股份、丽江旅游等。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**风险提示**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

**免责条款**

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**联系方式**

<b>北京 东海证券研究所</b>	<b>上海 东海证券研究所</b>
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660