

五粮液(000858.sz)

投资者见面会交流纪要

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210020048

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210070003

投资分析要点

(1) 产销局面很好。2010年生产形势很好,可保证明年的五粮液产量。五粮液酒供不应求,现仍欠了2000吨,1-9月五粮液酒销量同比增长30%左右。预计2010年销量10万吨以上。团购增加幅度比较大。(2) 根据十二五规划,要在现有的基础上翻一番。若据此推算,每年复合增长率约为15%。

(3) 永福酱酒销售以五粮液公司为主。现有2万多吨酱酒生产能力,工艺上有改进。下一步将推出10年酱酒。明年将出来兼香型酒。(4) 成立华东营销中心。华东营销中心25号正式运作。华东市场是五粮液重点市场,占1/3的比重。与以前的八大片区不同,华东营销中心给予更多的自主权,如果运作情况良好,可迅速复制到其它市场。

盈利预测与投资评级

预计公司2010-2012年实现EPS 1.22元、1.59元、1.99元,同比增长42.4%、30.8%、24.8%,对应PE分别为31、24、19倍。现阶段估值水平合理,团购业务的开展、盈利能力指标的提升、销售体系的改革可驱动未来业绩稳定增长,给予“买入”的投资评级,6个月目标价为47.8元,对应2011年30倍PE。

股价表现的催化剂

(1) 华东营销中心成功运作,中档酒销售加速。

(2) 收购兼并其它企业。

风险提示

2011年消费税增幅超预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7933.07	11129.22	14997.04	17731.76	21013.96
增长率(%)	8.25%	40.29%	34.75%	18.24%	18.51%
EBITDA(百万元)	2705.48	5149.93	7122.36	8818.62	10834.80
净利润(百万元)	1810.69	3244.75	4622.11	6044.72	7545.23
增长率(%)	23.27%	79.20%	42.45%	30.78%	24.82%
每股收益(元)	0.48	0.85	1.22	1.59	1.99
市盈率	27.97	37.04	31.11	23.79	19.06
市净率	4.45	8.42	7.61	5.77	4.43
EV/EBITDA	16.53	21.87	17.64	13.34	9.95

数据来源: 宜宾五粮液股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

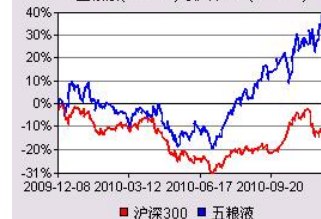
公司评级

买入

当前价格(元)	37.80
目标价格(元)	47.80
前次评级	持有

股价走势

五粮液(000858)与沪深300(000300)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	2.58%	15.42%	29.78%
沪深300	-9.81%	7.36%	-11.69%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)

3,795.97/3,795.52

主要股东:

宜宾市国有资产经营有限公司

主要股东持股比例 56.07%

财务比率

ROE	22.73%
ROA	26.18%
资产负债率	30.07%
每股净资产(元)	3.76

2009年报数据

会议交流纪要

我们参加了12月7日五粮液在深圳召开的投资者见面会，交流纪要如下。

最新经营情况

产销局面很好。今年生产形势很好，可保证明年的五粮液产量。五粮液供不应求，现仍欠了2000吨。

2010年1-9月份生产经营情况。1-9月五粮液酒销售增长30%左右，五粮春增长25%，五粮醇与去年基本持平。总体上看，各个大品牌都在增长，中价位酒、团购酒比去年同期都有较大幅度的增长。六和液基数低、销售增速快，明年加大六和液市场的促销、品鉴力度。预计2010年销量10万吨以上。团购增加幅度比较大。

经营计划

国资委考核的指标。去年11、12月份出了文件，开始考核股份，以前只考核集团考核。省里、市里开始考核市值，市值要求高于同行业的平均水平，成长性跑赢行业。公司必须重视资本市场。

2011年是十二五规划开局之年，第1年肯定要做好，要和投资者有交代，而且国资委的考核越来越严。十二五规划，要在现有的基础上翻一番。若据此推算，每年复合增长率约为15%。五粮液的市场需求很大，每年可在现有基础上量价分别实现10%的上升。

产能计划。今年对过去的没用生产的车间基本上恢复，未来几年将现有闲置的设备全部发挥。

永福酱酒和其他新产品

公司做酒业大王，除了规模大销售收入高，还要满足不同的消费者需求。2000年起步生产酱香型酒，永福酱酒10月份正式投放市场，开局不错，2010年的销售任务完成，达到预期的目标没问题。永福酱酒与银基合同签5年，合作模式上，销售以五粮液公司为主。现有2万多吨酱酒生产能力，工艺上有改进。下一步将推出10年酱酒。明年一定要出来兼香型酒。完善现有的种类。

开发品牌，除了1218之外，没有新的品牌。

提价时机需等待

通胀时期，迫于政策压力，茅台、五粮液短期内都不敢贸然大幅提价。

牛刀小试，成立华东营销中心

华东营销中心25号正式运作。华东市场经济发达，也是五粮液重点市场，占1/3的比重。公司为了更好地贴近市场、快速反应市场，成立华东营销中心。与以前的八大片区不同，华东营销中心给予更多的自主权。华东营销中心如果运作情况良好，可迅速复制到其它市场。

中价位品牌放量

加大中价位的酒的销售。由于生产规模扩大，但一级酒出酒率很低，将产生大量的中低价位酒。今年利润达到目标了，开始考虑放量的问题。中价位品牌有潜力、会迅速

成长起来，放量不是历史的重复，而是会上一个新台阶，在过去的基础上，价格有大幅度的提高。

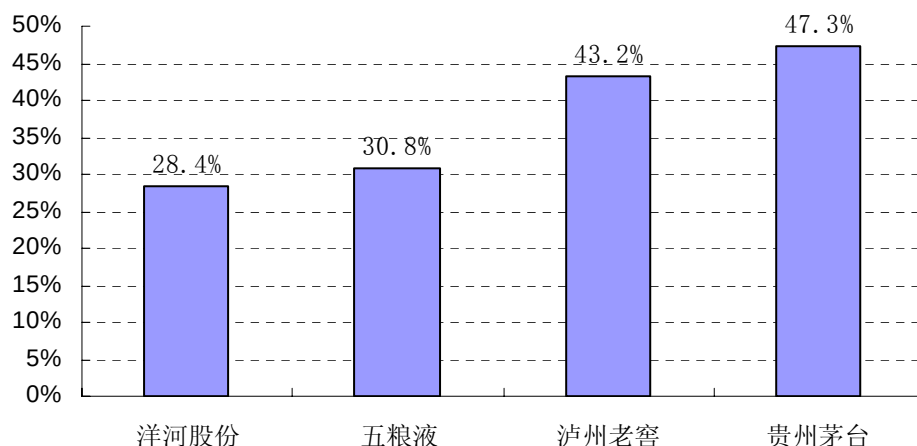
盈利预测和投资建议

我们认为公司未来业绩的增长主要看3个方面：（1）团购领域的开拓，对比茅台，五粮液的团购占收入比重较小，考虑到产品的品牌影响力和管理层对团购市场的重视，团购市场仍有较大提升空间；（2）公司与泸州老窖产品结构相似，但销售净利率水平仍远低于泸州老窖，随着经销商考核和内部管理的规范，毛利率和费用率仍有改善的空间；（3）销售体系改革，成立华东营销中心，更好地贴近市场、快速反应市场，促进中档酒的销售。

五粮液作为业内销售规模最大的企业，已占据高端酒1/3的市场份额，很难期望公司未来业绩出现爆发式的增长，但业绩稳定增长可期。

预计公司2010-2012年实现EPS 1.22元、1.59元、1.99元，同比增长42.4%、30.8%、24.8%，对应PE分别为31、24、19倍。现阶段估值水平合理，团购业务的开展、盈利能力指标的提升、销售体系的改革可驱动未来业绩稳定增长，综合考虑估值水平和成长性，给予“买入”的投资评级，6个月目标价为47.8元，对应2011年30倍PE。

图 1：销售净利率对比 2010.1-9



数据来源：广发证券发展研究中心

股价表现的催化剂

华东营销中心成功运作，中档酒销售加速。
收购兼并其它白酒企业。

风险提示

2011年消费税增幅超预期。

资产负债表

单位：百万元

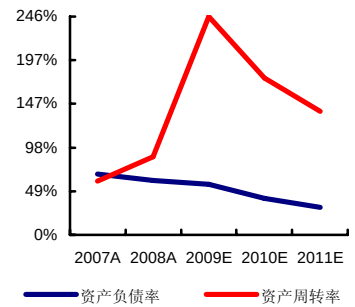
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	8,742	13,283	25,484	34,293	45,043
货币资金	5,925	7,544	18,160	26,155	36,003
应收及预付	678	2,209	3,391	3,940	4,588
存货	2,077	3,477	3,909	4,174	4,428
其他流动资产	61	53	24	24	24
非流动资产	4,755	7,566	6,975	6,456	5,927
长期股权投资	27	30	26	26	26
固定资产	4,334	6,936	6,297	5,648	4,988
在建工程	328	218	354	489	624
无形资产	61	376	299	294	289
其他长期资产	4	6	0	0	0
资产总计	13,496	20,849	32,459	40,750	50,970
流动负债	2,040	6,264	13,088	15,334	18,009
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	2,040	6,264	13,088	15,334	18,009
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	5	0	0	0
负债合计	2,040	6,269	13,088	15,334	18,009
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
资本公积	953	953	953	953	953
留存收益	6,631	9,526	14,148	20,193	27,738
归属母公司股东权益	11,380	14,275	18,897	24,942	32,487
少数股东权益	76	305	474	474	474
负债和股东权益	13,496	20,849	32,459	40,750	50,970

利润表

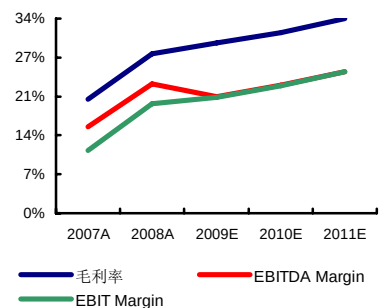
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7933	11129	14997	17732	21014
营业成本	3618	3861	4653	4968	5270
营业税金及附加	566	799	1266	1596	2101
销售费用	891	1164	1350	1596	1891
管理费用	589	839	1350	1507	1681
财务费用	-160	-110	9	5	10
资产减值损失	0	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	0	0	0
投资净收益	2	3	-4	0	0
营业利润	2431	4587	6366	8060	10060
营业外收入	1	21	35	0	0
营业外支出	33	2	14	0	0
利润总额	2399	4606	6387	8060	10060
所得税	569	1139	1597	2015	2515
净利润	1830	3467	4790	6045	7545
少数股东损益	19	222	168	0	0
归属母公司净利润	1811	3245	4622	6045	7545
EBITDA	2705	5150	7122	8819	10835
EPS (元)	0.48	0.85	1.22	1.59	1.99

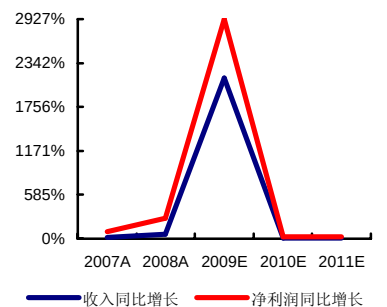
资产负债率趋势



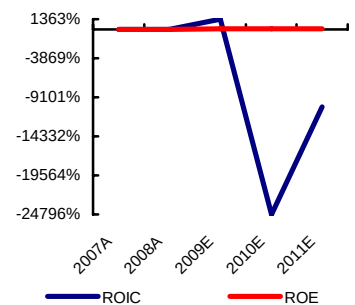
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

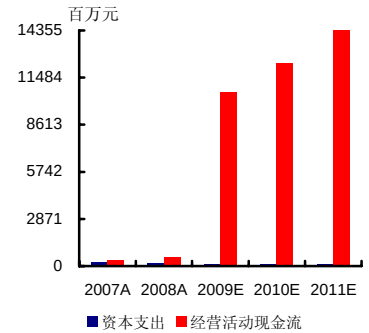
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1,973	6,054	10,979	8,231	10,083
净利润	1,830	3,467	4,790	6,045	7,545
折旧摊销	436	683	744	754	764
营运资金变动	-294	1,911	5,460	1,432	1,773
其它	1	-7	-15	0	0
投资活动现金流	-106	-4,257	-141	-235	-235
资本支出	-106	-985	-142	-235	-235
投资变动	1	-3,272	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3	-179	-222	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-1	0	0
股权融资	0	11	0	0	0
其他	-3	-190	-221	0	0
现金净增加额	1,865	1,618	10,616	7,996	9,848
期初现金余额	4,061	5,925	7,544	18,160	26,155
期末现金余额	5,925	7,544	18,160	26,155	36,003

主要财务比率

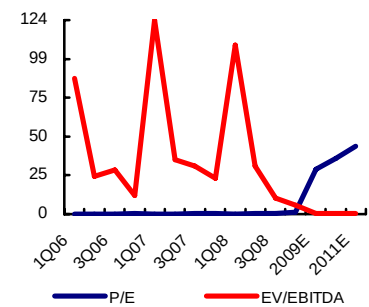
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	8.2%	40.3%	34.8%	18.2%	18.5%
营业利润	11.3%	88.7%	38.8%	26.6%	24.8%
归属于母公司净利润	23.3%	79.2%	42.4%	30.8%	24.8%
获利能力					
毛利率	54.4%	65.3%	69.0%	72.0%	74.9%
净利率	23.1%	31.1%	31.9%	34.1%	35.9%
ROE	15.9%	22.7%	24.5%	24.2%	23.2%
ROIC	31.5%	48.1%	411.8%	-766.1%	-244.3%
偿债能力					
资产负债率	15.1%	30.1%	40.3%	37.6%	35.3%
净负债比率	-51.8%	-51.9%	-93.9%	-103.0%	-109.3%
流动比率	4.28	2.12	1.95	2.24	2.50
速动比率	3.24	1.53	1.60	1.92	2.22
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.65	0.56	0.48	0.46
应收账款周转率	1326.22	206.23	132.01	132.01	132.01
存货周转率	1.86	1.39	1.19	1.19	1.19
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.85	1.22	1.59	1.99
每股经营现金流	0.52	1.59	2.89	2.17	2.66
每股净资产	3.00	3.76	4.98	6.57	8.56
估值比率					
P/E	28.0	37.0	31.1	23.8	19.1
P/B	4.4	8.4	7.6	5.8	4.4
EV/EBITDA	16.5	21.9	17.6	13.3	9.9

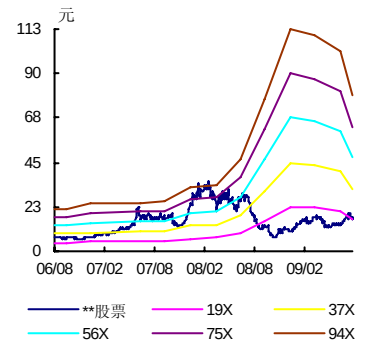
资本支出与经营活动现金流



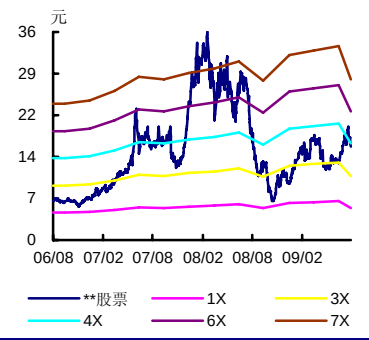
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤伟亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。