

2011 年 4 月 27 日

五粮液

白酒豪门，重装出击

A
买入

000858.SZ – 人民币 31.66

目标价格：人民币 40.88

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(9)	(2)	(1)	13
相对新华富时 A50 指数(%)	(14)	(3)	(8)	16

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	3,79	6
流通股(%)		43.93
流通股市值(人民币 百万)	52,7	96
净负债率(%) (2011E)		净现金
3 个月日均交易额(人民币 百万)	626	
主要股东(%)		
宜宾国有资产经营公司		56.07

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*苏毓为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2011 年 1-3 月份，五粮液实现销售收入 62.45 亿元，同比增长 38.96%，实现营业利润 28.45 亿元，同比增长 36.82%；实现归属上市公司股东净利润 20.81 亿元，同比增长 36.70%；每股收益 0.548 元，基本符合预期。五粮液酒销售依然紧俏，在此基础上，2011 年公司将加大中档酒市场投入，鼓励和引导经销商注重中档产品的市场销售以实现放量增长。预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.46 元、1.79 元和 2.11 元。维持 40.88 元目标价和买入评级。

支撑评级的要点

- 营业税金及附加占收入比重同比下降。
- 销售费用率和管理费用率同比均下降。
- 成本上升以及销售结构的调整对净利率影响有限。
- 华东营销中心护航重点市场，华东地区中档酒市场可能面临重新洗牌。

评级面临的风险

- 高档酒可能面临需求下滑，中档酒面临市场运作的风险。
- 企业业绩调控惯性。

估值

- 采用市盈率估值法，我们维持 40.88 元目标价和买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1,129	15,541	19,194	23,129	27,069
变动(%)	40.3	39.6	23.5	20.5	17.0
净利润(人民币 百万)	3,24	5	4,395	5,537	6,799
全面摊薄每股收益(元)	0.85	1.16	1.46	1.79	2.11
变动(%)	79.2	35.5	26.0	22.8	17.9
市盈率(倍)	37.0	27.3	21.7	17.7	15.0
每股现金流量(人民币)	1.59	2.03	3.12	4.07	4.46
价格/每股现金流量(倍)	19.9	15.6	10.1	7.8	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.8	15.9	12.2	8.7	6.1
每股股息(人民币)	0.15	0.30	0.30	0.37	0.43
股息率(%)	0.47	0.95	0.95	1.16	1.37

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2011年1-3月份，五粮液实现销售收入62.45亿元，同比增长38.96%，实现营业利润28.45亿元，同比增长36.82%；实现归属上市公司股东净利润20.81亿元，同比增长36.70%；每股收益0.548元，基本符合预期。

毛利率同比下降

1-3月份销售毛利率65.8%，同比下降4.1个百分点，环比下降9.6个百分点，主要因为原辅料价格上涨以及人工成本上涨导致成本增长幅度大于销售收入增速。1-3月份，销售成本同比增长57.90%，增速快于销售收入增速18.94个百分点。

毛利率下降的同时，期间费用率下降幅度较大。销售费用同比增长9.97%，销售费用率由上年同期的7.8%下降至6.2%；管理费用率由上年同期7.9%下降至6.9%；现金流状况良好，利息收入同比增长95.28%，财务费用率由-0.3%降至-0.4%。期间费用率12.7%，同比下降2.8%。

费用率下降很大程度抵消了毛利率下降的影响，销售净利率同比仅下滑0.5个百分点至34.6%。

销售紧俏，预售账款高位

公司1-3月份销售收入同比高增的同时，预收账款保持高位。2010年底，预收账款余额71.08亿元，截至2011年3月底，预收账款余额76.60亿元，在收入确认大幅增长的同时，预收账款仍保持增长，反映公司销售依然紧俏，经销商打款拿货积极性高，全年销售收入达标保障系数高。

设立华东营销中心护航重点市场

华东市场是公司收入占比最高地区，公司设立华东营销中心将极大巩固华东市场的重要地位。从目前情况看，华东地区经销商对华东营销中心的设立普遍持支持和乐观态度——对市场的重视会直接影响当地经销商的受益。从2011年5月起，华东地区经销商的打款和发货控制在一个月左右，较目前有很大改观。

华东营销中心的设立，同样对五粮液中档酒在该地区的发展产生重要影响，该地区中档酒的生态环境可能会重新洗牌。

产品战略

放量是未来重点，酱酒或成高端新亮点。公司“1+9+8”战略仍然延续，走多品牌多品种道路，目前中高档品牌较为齐全：超高档的五粮液老酒/年份酒/纪念酒、高档的五粮液、中档的六合液/五粮春/五粮醇。

多品种方面，包括已经推向市场的酱酒和拟 2011 年推出的兼香型白酒。酱香型白酒市场在不断扩大，但高端酱香白酒供给有限，公司酱酒十年磨一剑，具备 20,000 吨以上产能，产品已于 2010 年 10 月上市，终端零售价格超过 1,000 元，其盈利能力不逊于五粮液。公司同银基集团强强联手，未来市场推广效果乐观，有望成为公司高端增长新亮点。

公司目前有约 18 万吨的固态发酵产能，以中高档为主，另外有 20 万吨液态发酵产能，2010 年 10 万吨销量与之相比，中档放量的空间仍然很大。在高端酒地位稳固，市场运作成熟的基础上，未来与经销商一起做好中端酒将成为重点。我们认为中、高档产品组合相对于单一中档或单一高档的产品结构更有优势。

随着消费升级，公司低价位酒的放量不是简单重复，公司低价位酒价格中心已经上移。

估值

预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.46 元、1.79 元和 2.11 元。维持 40.88 元目标价和买入评级。

图表 2. 公司 2011 年 1 季度利润表分析

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	2010 年 4 季度	11 年 1 季度	同比变动 (%)	环比变动 (%)
营业总收入	4,493.63	4,069.59	6,244.56	38.96	53.44
营业收入 4,49	3.63	4,069.59	6,244.56	38.96	53.44
营业总成本	2,412.45	2,642.63	3,401.08	40.98	28.70
营业成本 1,35	4.05	1,001.18	2,138.11	57.90	113.56
营业税金及附加	362.05	442.21	467.76	29.20	5.78
销售费用 351.	59	766.67	386.64	9.97	(49.57)
管理费用	356.75	504.78	432.00	21.09	(14.42)
财务费用	(11.99)	(87.24)	(23.41)	95.2	8
资产减值损失	0.00	15.03	0.00		(100.00)
其他经营收益					
公允价值变动净收益	(1.81)	(0.01)	1.76	-	-
投资净收益 0.13		6.88	0.01	(92.16)	(99.86)
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00		
营业利润	2,079.49	1,433.83	2,845.25	36.82	98.44
加: 营业外收入	13.85	20.96	16.63	20.10	(20.65)
减: 营业外支出 6.66		63.50	1.37	(79.45)	(97.85)
利润总额	2,086.68	1,391.30	2,860.51	37.08	105.60
减: 所得税 508.	60	362.01	699.02	37.44	93.09
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00		
净利润	1,578.09	1,029.29	2,161.49	36.97	110.00
减: 少数股东损益	55.45	29.29	80.09	44.44	173.43
归属于母公司股东的净利润	1,522.64	1,000.00	2,081.40	36.70	108.14
每股收益:	0.40	0.26	0.55		
盈利能力(%)					
毛利率	69.9	75.4	65.8		
经营利润率	46.3	35.2	45.6		
税前利润率	46.4	34.2	45.8		
净利率	35.1	25.3	34.6		

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	11,129	15,541	19,194	23,129	27,069
销售成本	(3,861)	(4,863)	(6,232)	(7,529)	(8,743)
经营费用	(2,792)	(4,776)	(5,534)	(6,575)	(7,775)
息税折旧前利润	5,160	6,672	7,816	9,445	10,991
折旧及摊销	(683)	(770)	(388)	(420)	(439)
经营利润(息税前利润)	4,477	5,902	7,428	9,025	10,551
净利息收入/(费用) 110		192	160	238	346
其他收益/(损失) 19		(25)	30	0	0
税前利润	4,606	6,070	7,618	9,263	10,897
所得税	(1,139)	(1,508)	(1,905)	(2,269)	(2,670)
少数股东权益	(222)	(167)	(177)	(194)	(210)
净利润	3,245	4,395	5,537	6,799	8,018
核心净利润	3,245	4,395	5,537	6,799	8,018
每股收益(人民币) 0.85		1.16	1.46	1.79	2.11
核心每股收益(人民币) 0.85		1.16	1.46	1.79	2.11
每股股息(人民币) 0.15		0.30	0.30	0.37	0.43
收入增长(%) 40.2	9	39.64	23.50	20.50	17.04
息税前利润增长(%) 97.1	2	31.84	25.85	21.50	16.91
息税折旧前利润增长(%) 90.6	0	29.31	17.14	20.85	16.36
每股收益增长(%) 79.20		35.46	25.97	22.79	17.93
核心每股收益增长(%) 79.2	0	35.46	25.97	22.79	17.93

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 7,54	4	14,134	24,498	38,232	53,517
应收帐款 1,94	5	2,270	3,071	3,747	4,385
库存 3,47	7	4,515	5,609	6,776	7,868
其他流动资产 318		451	458	510	555
流动资产总计	13,283	21,370	33,636	49,264	66,325
固定资产 6,93	6	6,373	6,905	6,874	6,804
无形资产 308		300	290	280	270
其他长期资产 322		631	212	372	332
长期资产总计	7,566	7,304	7,406	7,525	7,406
总资产	20,849	28,674	41,042	56,789	73,731
应付帐款 239		155	187	226	262
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债 6,02	5	10,133	17,894	28,002	38,322
流动负债总计	6,264	10,288	18,081	28,228	38,585
长期借款	0	0	5	11	14
其他长期负债	5	19	19	19	19
股本 3,79	6	3,796	3,796	3,796	3,796
储备 10,4	79	14,305	18,699	24,099	30,472
股东权益	14,275	18,101	22,495	27,895	34,267
少数股东权益 305		265	442	636	846
总负债及权益	20,849	28,674	41,042	56,789	73,731
每股帐面价值(人民币) 3.76		4.77	5.93	7.35	9.03
每股有形资产(人民币) 3.68		4.69	5.85	7.27	8.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.99)	(3.73)	(6.46)	(10.07)	(14.10)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 4,60	6	6,070	7,618	9,263	10,897
折旧与摊销 683		770	388	420	439
净利息费用	0	0	(160)	(238)	(346)
运营资本变动 4,54	1	8,087	12,266	15,628	17,061
税金	(1,139)	(1,508)	(1,905)	(2,269)	(2,670)
其他经营现金流	(2,637)	(5,716)	(6,367)	(7,364)	(8,471)
经营活动产生的现金流	6,054	7,703	11,841	15,439	16,911
购买固定资产净值	(985)	(463)	(500)	(550)	(330)
投资减少/增加	1	5	0	0	0
其他投资现金流	(3,273)	(7)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(4,257)	(464)	(500)	(550)	(330)
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	5	6	3
支付股息	(569)	(1,139)	(1,143)	(1,399)	(1,645)
其他融资现金流 391		491	160	238	346
融资活动产生的现金流	(179)	(648)	(977)	(1,156)	(1,296)
现金变动 1,61	8	6,591	10,363	13,734	15,285
期初现金 5,92	5	7,544	14,134	24,498	38,232
公司自由现金流 1,79	7	7,239	11,341	14,889	16,581
权益自由现金流 1,90	7	7,431	11,506	15,132	16,930

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	46.36	42.93	40.72	40.84	40.60
息税前利润率(%) 40.2	3	37.98	38.70	39.02	38.98
税前利润率(%) 41.3	8	39.06	39.69	40.05	40.26
净利率(%) 29.1	6	28.28	28.85	29.40	29.62
流动性					
流动比率(倍)	2.12	2.08	1.86	1.75	1.72
利息覆盖率(倍)	(40.8)	(30.7)	(46.3)	(38.0)	(30.5)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍) 1.57		1.64	1.55	1.51	1.52
估值					
市盈率(倍) 37.0		27.3	21.7	17.7	15.0
核心业务市盈率(倍)	37.0	27.3	21.7	17.7	15.0
目标价对应核心业务					
市盈率(倍) 47.8		35.3	28.0	22.8	19.4
市净率(倍) 8.2		6.5	5.2	4.2	3.4
价格/现金流(倍) 19.9		15.6	10.1	7.8	7.1
企业价值/息税折旧前					
利润(倍) 21.8		15.9	12.2	8.7	6.1
周转率					
存货周转天数 114.	0	106.0	106.7	106.9	106.1
应收帐款周转天数 3.4		2.1	3.7	4.4	4.4
应付帐款周转天数 22.6		11.7	11.0	11.0	11.0
回报率					
股息支付率(%) 17.5	5	25.91	20.64	20.57	20.52
净资产收益率(%)	22.25	23.93	24.14	23.83	22.83
资产收益率(%)	15.56	15.33	13.49	11.97	10.87
已运用资本收益率(%)	23.03	24.1	0	24.28	23.71

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371