

高档酒淡季热销，半年报数据更好

五粮液（000858.SZ）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

董秘彭智辅、证券事务代表肖祥发、财务部长罗军、品牌部副总杨宇针对公司的生产经营情况跟投资者进行了深入的交流。

2. 我们的分析与判断

（一）、高档酒淡季热销，半年报数据更好

一季度系列酒总销量 3.67 万吨，同比增长 23.34%；分品牌来看，五粮液销量 4818 吨，同比增长 20.6%；五粮春销量 2338 吨，同比增长 22.13%；五粮醇销量 2653 吨，同比持平；六和液销量 316 吨，同比增长 111.71%；酱酒 235 吨。

一季度五粮液收入增长 39%，量增长 23.34%，均价提升 12.7% 来自于团购比例提升和中低档酒价格提升。

1-5 月生产经营很好，生产方面基酒大幅增长；销售方面今年出现淡季不淡的现象，供货紧张，半年报数据更好。

（二）、下半年提价预期强烈

提价主要参考三个因素，一是转移成本；二是提升品牌，如果与其他一线品牌差距过大，对公司品牌不利；三是对投资者的回报，能否达到大家的预期。

原材料和人工工资上涨带来成本压力，今年四月份四川省发改委约见四川省白酒企业，希望上半年公司配合国家平抑物价。公司今年一月上调中端指导价至 889 元，出厂价尚未上调，仍维持在 509 元。参考茅台和国窖 1573 的提价行为，公司今年下半年上调出厂价的预期明显，预计提价幅度在 100-120 元。

（三）、行政处罚促使关联交易规范

行政处罚两笔资金总共涉及 1.3 至 1.4 亿，上市公司无损失。处罚起正面作用，促进了关联交易的规范。关联交易大幅下降，10 年同比下降 69%；关联交易程序更加合规合法透明。

3. 投资建议

预计 2011 和 2012 年实现销售收入 194.27 亿和 242.83 亿，EPS 为 1.50 和 1.93 元，对应市盈率分别为 22.4 和 17.4 倍，维持推荐评级。

分析师

郭怡娴

☎：(8610) 6656 8229

✉：guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号：S1070510120021

董俊峰

☎：(8610) 6656 88780

✉：dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010002

市场数据

时间 2011.06.09

A 股收盘价(元)	33.50
A 股一年内最高价(元)	41.48
A 股一年内最低价(元)	22.20
上证指数	2938.98
市净率	4.95
总股本(万股)	379597
实际流通 A 股(万股)	379597
限售的流通 A 股(万股)	379597
流通 A 股市值(亿元)	1271.65

相关研究

《五粮液：转变增长方式，打造中间产品》

20110330

表 1: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E
营业总收入	1554130	1942663	2428328	成长性			
营业总成本	944302	1158077	1418417	营业收入增长	39.6%	25.1%	24.9%
营业成本	486319	582799	704215	营业成本增长	26.0%	19.8%	20.8%
财务费用	-19247	-13348	-19153	营业利润增长	32.9%	28.7%	28.7%
销售费用	180323	225349	281686	利润总额增长	31.8%	29.3%	28.7%
管理费用	156185	188438	233120	净利润增长	35.5%	29.3%	28.7%
投资净收益	338	0	0	盈利能力			
营业利润	609475	784585	1009911	毛利率	68.7%	70.0%	71.0%
营业外收支	-2450	0	0	销售净利率	28.3%	29.2%	30.1%
利润总额	607024	784585	1009911	ROE	23.9%	23.4%	23.0%
所得税	150819	194577	250458	ROIC	73.6%	91.9%	96.2%
少数股东损益	16670	21830	28100	营运效率			
净利润	439536	568178	731354	销售费用/营业收入	11.6%	11.6%	11.6%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	10.0%	9.7%	9.6%
货币资金	1413446	2020137	2906786	投资收益/营业利润	0.1%	0.0%	0.0%
应收帐款	8931	11164	13954	所得税/利润总额	24.8%	24.8%	24.8%
应收票据	218062	272577	340721	应收帐款周转率	161.83	193.35	193.35
存货	451478	542003	654920	存货周转率	1.22	1.17	1.18
流动资产合计	2136971	2900263	3982191	流动资产周转率	0.90	0.77	0.71
固定资产	688810	647725	603610	总资产周转率	0.63	0.60	0.59
资产总计	2867350	3584880	4618015	偿债能力			
短期借款	0	0	0	资产负债率	35.9%	32.3%	31.0%
应付款项	21189	25415	30710	流动比率	2.08	2.50	2.78
流动负债合计	1028834	1158262	1431944	速动比率	1.64	2.04	2.32
长期借款	0	0	0	每股指标 (元)			
负债合计	1030740	1158262	1431944	摊薄 EPS	1.16	1.50	1.93
股本	379597	379597	379597	每股净资产	4.84	6.39	8.39
留存收益	1430507	1998684	2730038	每股经营现金流	2.03	1.68	2.41
少数股东权益	26507	48337	76437	每股经营现金/EPS	1.8	1.1	1.3
权益合计	1836610	2426618	3186071	估值	2010A	2011E	2012E
负债股东权益总计	2867350	3584880	4618015	PE	28.9	22.4	17.4
现金流量表 (万元)				PEG	1.00	0.78	0.61
经营活动现金流	770312	636691	916650	PB	6.9	5.2	4.0
其中营运资本减少	252571	-27173	78404	EV/EBITDA	19.01	15.01	11.89
投资活动现金流	-46448	-30000	-30000	EV/SALES	8.18	6.55	5.24
其中资本支出	-46291	-30000	-30000	EV/IC	26.91	16.10	16.74
融资活动现金流	-64777	0	0	ROIC/WACC	7.02	8.76	9.17
净现金总变化	659087	606691	886650	REP	3.84	1.84	1.83

资料来源: 中国银河证券研究部

附：投资者见面会交流纪要

Q: 1-5 月生产经营情况

A: 一季度系列酒总销量 3.67 万吨，同比增长 23.34%；分品牌来看，五粮液销量 4818 吨，同比增长 20.6%；五粮春销量 2338 吨，同比增长 22.13%；五粮醇销量 2653 吨，同比持平；六和液销量 316 吨，同比增长 111.71%；酱酒 235 吨。1-5 月生产经营很好，生产方面基酒大幅增长；销售方面今年出现淡季不淡的现象，供货紧张，半年报数据更好。

Q: 公司对于行政处罚的看法

A: 接受证监会处罚，无诉讼，更加积极的态度加强内部管理。两笔资金总共涉及 1.3 至 1.4 亿，处理的很好，上市公司无损失。处罚起正面作用，促进了关联交易的规范。关联交易大幅下降，10 年同比下降 69%；关联交易程序更加合规合法透明。

Q: 3 月份糖酒会期间，公司提出收入增长 20% 的目标，但茅台计划今年收入增长 45%、十二五实现 400 亿收入的目标。公司是否考虑发展提速。

S: 五粮液尊重市场和公司情况，如果政府对应五粮液有过多压力，或许会这么做，目前政府方面尊重公司按经济规律办事。公司有十二五规划，数据方面不便于披露。

Q: 成本上涨的情况下，公司是否有提价计划。

S: 原材料和人工工资上涨带来压力，高端产品能够消化压力，如果市场价格远高于出厂价，公司会考虑。媒体公开四川省发改委约见四川白酒企业，希望上半年公司配合国家平抑物价。五粮液响应政府号召，但是同时按照经济规律办事。董秘认为，下半年有提价可能。

Q: 华东营销中心的进展情况。

S: 之前在进行人力物力财力整合，接下来发展更好。华东营销中心营销队伍的销售人员增加，但没有翻番的增加营销人员。

Q: 今年淡季高端白酒出现热销的现象，其根源是什么。

S: 原因是文化和价值的回归，更深入的说有性价比的原因，洋酒性价比没有白酒高。中国经济快速发展增长了中国人的信心，这种现象会持续。

Q: 一季度五粮液收入增长 39%，量增长 23.34%，差距应该是价格导致，但是公司又没有提价，差距出现的原因是什么。

S: 差距是均价的提升。

Q: 自有资金情况怎么样，怎么利用公司有何规划。

S: 上半年预收账款和货币资金继续增长。资本运作的计划和思路前几年就有，资本运作可能有动作。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰，食品饮料行业证券分析师。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业证券分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事证券业行业研究工作。清华大学硕士。

郭怡娴，食品饮料行业证券分析师。2008 年至今从事食品饮料行业研究。武汉大学金融学硕士。

上述三人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映研究观点。两人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）等

A 股：伊利股份（600887.SH）、青岛啤酒（600600.SH）、贵州茅台（600519.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券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。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908