

食品饮料/必需消费

五粮液 (000858)

业绩持续超预期 建议继续增持!

——五粮液 2011 年中报点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
编号 S0880511010015

本报告导读:

五粮液中报业绩再超预期,预收款持续增加的情况下收入维持大幅增长,年底大幅提价预期强烈,五粮液释放业绩动力强劲的预期也在逐步得到印证,建议继续增持。

投资要点:

- 五粮液上半年实现营业收入、净利润 106 亿、34 亿元,同比增长 40%、49%, Eps0.89 元,超预期增速 9 个百分点。其中二季度收入、净利润 43.5 亿、12.8 亿元,同比增长 41%、74%,呈现淡季不淡销售格局。
- 产品持续旺销带动收入增速超预期: 1) 上半年公司总体销量增长 30.5%,其中五粮液酒销量增速 20%,五粮醇增速 40%以上为单品销量增速最快的品种之一; 2) 五粮液酒去年团购价提价 40 元(幅度 7.5%),团购占比提高、系列酒不同幅度提价推动吨酒价格上升 10%; 3) 中低价位酒收入 20 亿,增长 47%,快于高价位酒 10 个百分点。
- 预收款持续增加,经营性现金流充沛: 公司账面预收款 82.4 亿,较一季度增 5.8 亿;销售商品收到现金 148 亿,同比增长 44%;经营性现金流 54 亿,同比增长 72%;在此基础上公司收入增长更显含金量。
- 毛利率同比下降 1.3 个百分点,大幅提价预期强烈: 成本上升和中低价位酒增速更快拉低了公司整体毛利率水平,但这对提价能力超强的白酒而言只是短期现象;目前五粮液一批与出厂价差高达 250-300 元,大幅价差保证了五粮液未来提价空间;根据我们草根调研了解到的情况,目前五粮液酒终端价格坚挺,渠道库存偏低;唐桥即将正式接任集团公司董事长,下半年 CPI 预计见顶回落,中秋国庆前后五粮液提价的时间窗口有望率先打开,预计提价幅度在 130 元左右。
- 销售、管理费用率下降: 上半年销售、管理费用率分别为 9%、7.7%,收入快速增长带动销售、管理费用率分别下降 1.2、1.1 个百分点。
- 高档酒持续旺销,中低档酒积极运作不断突破带动业绩持续超预期,我们一直强调的五粮液释放业绩动力强劲的预期也在逐步得到印证,上调 11-12 年 Eps 至 1.64、2.22 元,公司年内大幅提价确定性强,未来业绩稳定增长,给予 11 年 30 倍 PE,目标价 49 元,建议增持。

财务摘要(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129	15,541	20,066	26,035	31,601
(+/-)%	40%	40%	29%	30%	21%
经营利润(EBIT)	4,467	5,921	8,284	11,256	14,334
(+/-)%	97%	33%	40%	36%	27%
净利润	3,245	4,395	6,213	8,415	10,713
(+/-)%	79%	35%	41%	35%	27%
每股净收益(元)	0.85	1.16	1.64	2.22	2.82
每股股利(元)	0.15	0.30	0.50	0.80	1.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	40.1%	38.1%	41.3%	43.2%	45.4%
净资产收益率(%)	22.7%	24.3%	27.7%	30.3%	30.9%
投入资本回报率(%)	23.1%	24.3%	27.8%	31.3%	31.3%
EV/EBITDA	27.4	20.1	14.3	10.4	7.7
市盈率	45.9	33.9	24.0	17.7	13.9
股息率(%)	0.4%	0.8%	1.3%	2.0%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 49.00

上次预测: 46.00

当前价格: 39.20

2011.08.16

交易数据

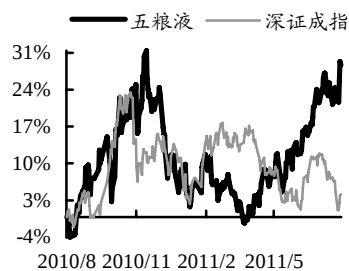
52 周内股价区间(元)	29.38-41.48
总市值(百万元)	148,802
总股本/流通 A 股(百万股)	3,796/3,796
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	21
日均成交值(百万元)	781

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	20,220
每股净资产	5.33
市净率	7.4
净负债率	0%

EPS(元)	2010A	2011E
Q1	0.40	0.55
Q2	0.19	0.34
Q3	0.30	0.40
Q4	0.26	0.35
全年	1.16	1.64

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	19%	28%
相对指数	11%	22%	22%

相关报告

《五粮液集团任命尘埃落定》	2011.07.06
《继续建议增持, 中报业绩有望超预期》	2011.06.12
《收入增速超预期 估值具备安全边际 建议增持》	2011.04.27
《费用率创新高侵蚀业绩, 预收款保证五...》	2011.03.30
《平滑 10 年业绩 保证 11 年增长》	2011.03.03

模型更新时间: 2011.08.16

股票研究

必需消费
食品饮料

五粮液 (000858)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 49.00

上次预测: 46.00

当前价格: 39.20

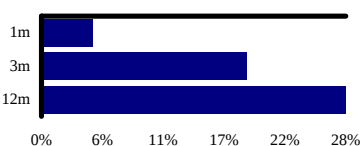
公司网址

www.wuliangye.com.cn

公司简介

公司是以五粮液及其系列酒的生产、销售为主要产业,同时生产经营精密塑胶制品、大中小高精尖注射和冲压模具现代制造产业,以及生物工程为发展产业,药业工业、印刷业、电子器件产业、物流运输和相关的服务业的具有深厚企业文化的现代化企业集团。公司现已系统研制开发了五粮春、五粮神、五粮醇等几十种不同档次、不同口味,满足不同区域、不同文化背景、不同层次消费者需求的系列产品。数年来"五粮液"品牌连续在中国白酒制造业和食品行业"最有价值品牌"中排位居前,具有领先

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

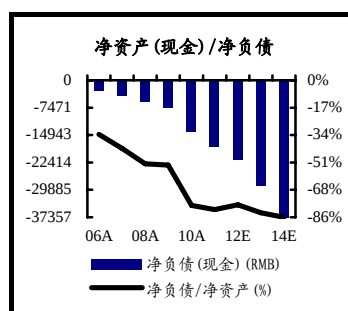
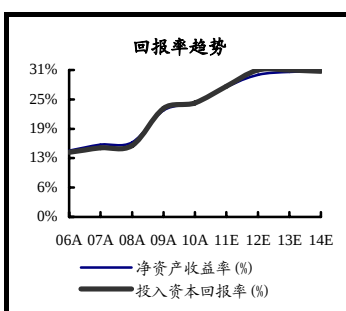
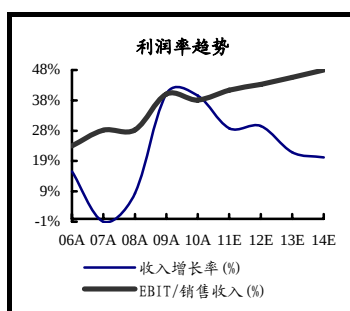
29.38-41.48

市值 (百万)

148,802

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	7,397	7,329	7,933	11,129	15,541	20,066	26,035	31,601	37,831
营业成本	3,494	3,378	3,618	3,861	4,863	6,143	7,593	8,734	9,833
税金及附加	686	583	566	799	1,392	1,726	2,239	2,718	3,253
销售费用	1,005	783	891	1,164	1,803	2,007	2,525	2,970	3,443
管理费用	478	498	589	839	1,562	1,906	2,421	2,844	3,216
EBIT	1,733	2,087	2,269	4,467	5,921	8,284	11,256	14,334	18,086
公允价值变动收益	3	0	0	16	-7	0	0	0	0
投资收益	3	3	2	3	3	3	3	3	3
财务费用	-50	-92	-160	-110	-192	-290	-357	-453	-595
营业利润	1,795	2,183	2,431	4,587	6,095	8,576	11,617	14,789	18,685
所得税	609	706	569	1,139	1,508	2,129	2,883	3,671	4,638
少数股东损益	9	4	19	222	167	235	318	405	512
净利润	1,167	1,469	1,811	3,245	4,395	6,213	8,415	10,713	13,535
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	2,795	4,069	5,933	7,567	14,155	18,103	21,612	28,738	37,374
其他流动资产	24	43	53	29	64	60	66	73	80
长期投资	26	26	27	30	33	533	1,533	1,533	1,533
固定资产合计	5,212	4,994	4,662	7,154	6,888	7,282	8,511	9,520	10,309
无形及其他资产	65	62	61	376	372	496	603	693	770
资产合计	10,340	11,572	13,496	20,849	28,674	35,331	43,219	53,037	64,534
流动负债	2,036	1,943	2,040	6,264	10,288	12,412	14,603	17,099	19,103
非流动负债	3	3	0	5	19	3	3	3	3
股东权益	8,263	9,569	11,380	14,275	18,101	22,416	27,794	34,712	43,692
投入资本(IC)	8,266	9,592	11,420	14,531	18,315	22,362	27,059	34,382	43,874
现金流量表									
NOPLAT	1,142	1,411	1,731	3,362	4,450	6,228	8,462	10,777	13,597
折旧与摊销	471	469	436	683	770	831	1,015	1,251	1,484
流动资金增量	-273	-253	-286	1,072	2,431	766	154	908	17
资本支出	-251	-247	-106	-985	-461	-1,349	-2,350	-2,350	-2,350
自由现金流	1,089	1,379	1,775	4,132	7,190	6,476	7,281	10,586	12,749
经营现金流	1,336	1,666	1,973	6,054	7,703	8,055	9,893	13,269	15,538
投资现金流	-250	-243	-106	-4,257	-464	-1,846	-3,347	-2,347	-2,347
融资现金流	-271	-148	-3	-179	-648	-2,261	-3,037	-3,796	-4,555
现金流净增加额	815	1,275	1,865	1,618	6,591	3,948	3,509	7,126	8,636
财务指标									
成长性									
收入增长率	15.2%	-0.9%	8.2%	40.3%	39.6%	29.1%	29.8%	21.4%	19.7%
EBIT 增长率	48.2%	20.4%	8.7%	96.8%	32.6%	39.9%	35.9%	27.3%	26.2%
净利润增长率	47.5%	25.8%	23.3%	79.2%	35.5%	41.3%	35.5%	27.3%	26.3%
利润率									
毛利率	52.8%	53.9%	54.4%	65.3%	68.7%	69.4%	70.8%	72.4%	74.0%
EBIT 率	23.4%	28.5%	28.6%	40.1%	38.1%	41.3%	43.2%	45.4%	47.8%
净利润率	15.8%	20.0%	22.8%	29.2%	28.3%	31.0%	32.3%	33.9%	35.8%
收益率									
净资产收益率(ROE)	14.1%	15.4%	15.9%	22.7%	24.3%	27.7%	30.3%	30.9%	31.0%
总资产收益率(ROA)	11.3%	12.7%	13.4%	15.6%	15.3%	17.6%	19.5%	20.2%	21.0%
投入资本回报率(ROIC)	13.8%	14.7%	15.2%	23.1%	24.3%	27.8%	31.3%	31.3%	31.0%
运营能力									
存货周转天数	154	179	196	263	300	300	300	300	300
应收账款周转天数	0	0	0	2	2	2	1	1	1
总资产周转天数	492	546	577	563	582	582	551	556	567
净利润现金含量	1.14	1.13	1.09	1.87	1.75	1.30	1.18	1.24	1.15
资本支出/收入	3%	3%	1%	9%	3%	7%	9%	7%	6%
偿债能力									
资产负债率	19.7%	16.8%	15.1%	30.1%	35.9%	35.1%	33.8%	32.2%	29.6%
净负债率	-33.8%	-42.5%	-52.1%	-53.0%	-78.2%	-80.8%	-77.8%	-82.8%	-85.5%
估值比率									
PE	91.0	101.3	82.2	45.9	33.9	24.0	17.7	13.9	11.0
PB	12.9	15.5	13.1	10.4	8.2	6.6	5.4	4.3	3.4
EV/EBITDA	47.0	56.6	52.8	27.4	20.1	14.3	10.4	7.7	5.7
P/S	14.4	20.3	18.8	13.4	9.6	7.4	5.7	4.7	3.9
股息率	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.8%	1.3%	2.0%	2.6%	3.1%



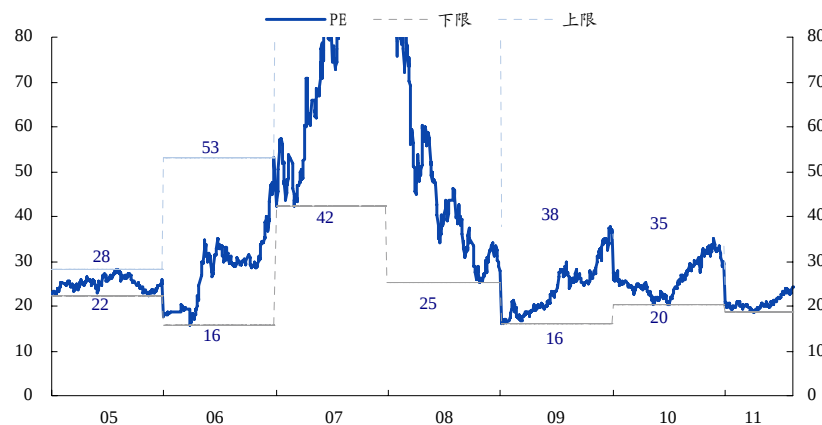
1. 行情回顾与未来推演

- **行情回顾：**从4月份一线白酒带动本年度白酒行情启动以来，截止8月15日涨幅：茅台 32%、五粮液 24%、老窖 11%、洋河 45%、汾酒 42%、古井 41%、金种子 15%、老白干 14%、酒鬼 15%。其中，茅台、老窖、洋河、汾酒、古井均创出历史新高。一二线品种超额收益尽管已不低，但在市场震荡、周期品缺乏趋势性投资机会的行情下，白酒板块以其业绩高增速和高确定性持续获得资金青睐。今年的白酒行情也体现出了寻找业绩高确定性、兼顾低估值的特点。
- **行业景气、上市公司业绩不断超预期、后续不乏提价催化剂：**1-6月白酒行业产量增速 28%，收入增速 38%进一步给予市场对白酒行业持续维持高增长的信心；汾酒、古井中期净利分别增长 97%、150%，五粮液中期业绩又超预期，收入增速 40%、特别是其中低价位酒增速 47%将进一步印证市场对于白酒行业持续景气的判断，加之销售旺季来临前高档白酒批零价再度上涨，提价预期又将不断强化，预计白酒板块超额收益有望延续至三季报前后。

2. 关于投资价值与时点的差异化思考

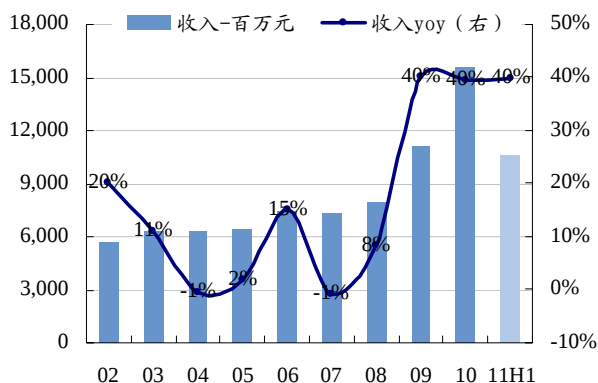
- **继续首推五粮液，相对、绝对收益空间均可见：**虽然 2010 年公司提价预期最终并未兑现，加之 2010 年业绩略低于预期使得部分投资者在年初受过伤，我们曾在今年屡次强调“十二五开局、唐桥接任和同业业绩大幅增长”都会刺激公司未来业绩释放，目前来看这一判断正在五粮液报表中逐季得到印证，中报业绩如约再超市场预期。目前 12 年 PE 不到 18 倍，以 12 年 20 倍作为 2012 年五粮液的估值底部来计算，45 元以下可看作相对安全价格，仍有至少 15% 安全空间。假定至 10 月五粮液预期涨幅 15% 的情况下，若对应上证综指不达 3000 点则五粮液仍有超额收益，因此在周期品确定的趋势性机会来临前，高流动性、高确定性、高业绩增长、相对低估值、并有望首先率领高档白酒今年大幅提价的五粮液都非常有吸引力。而从现金替代的角度来看，五粮液绝对安全收益空间 15% 依然可见，因此我们站在这个时点看年底，继续维持五粮液首推。年内目标价 49 元，对应 11 年 30xPE，12 年 22xPE，仍有 20% 以上空间。

图 1：五粮液 PE 运行区间



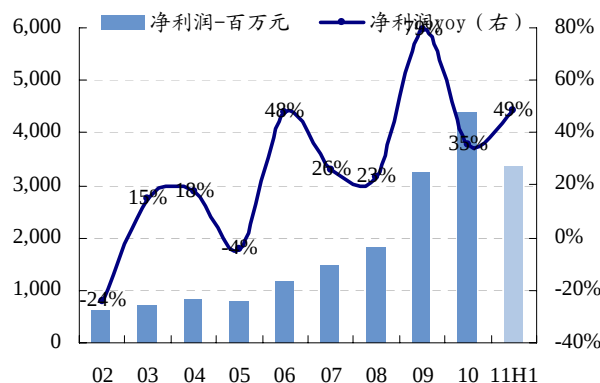
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2: 营业收入及增速 (年度)



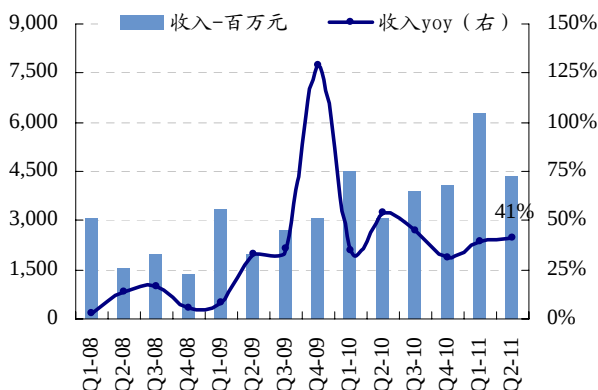
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 3: 归属母公司股东净利润及增速 (年度)



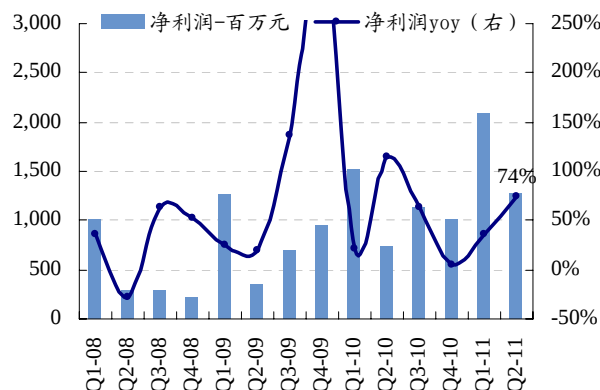
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 营业收入及增速 (季度)



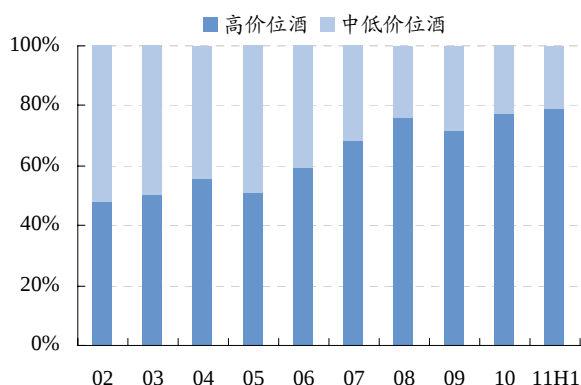
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 归属母公司股东净利润及增速 (季度)



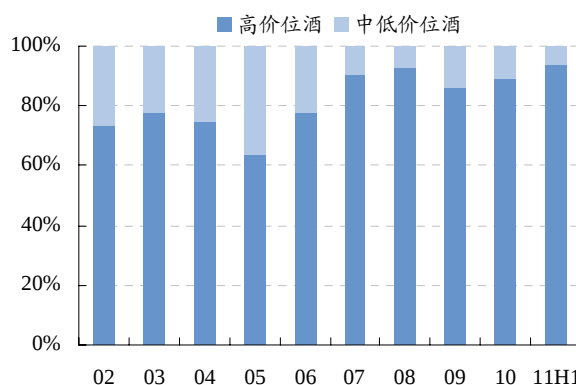
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 6: 高、中低价位酒收入占比



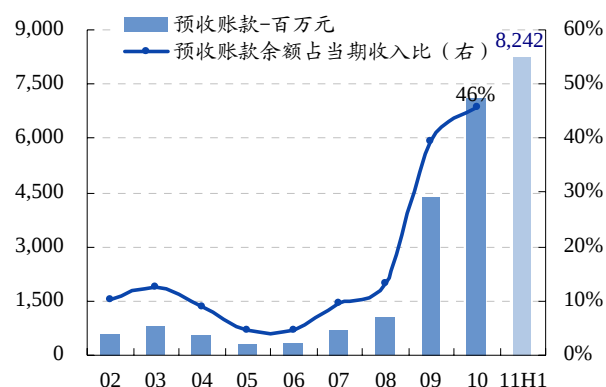
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 7: 高、中低价位酒毛利占比



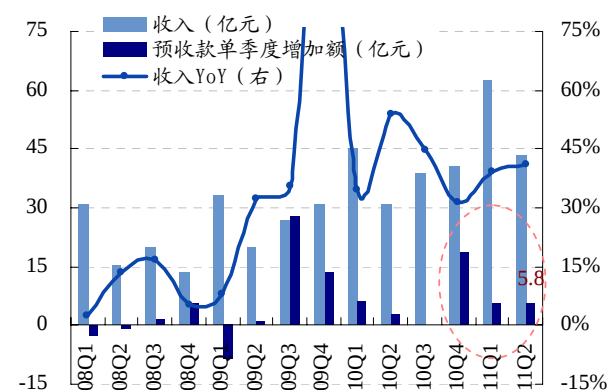
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 8: 预收款再创新高



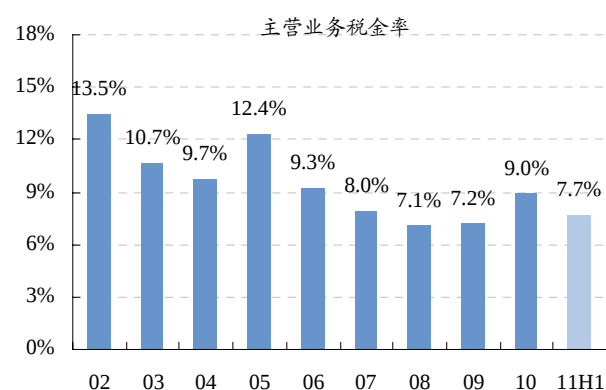
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 9: 二季度预收账款再增 5.8 亿



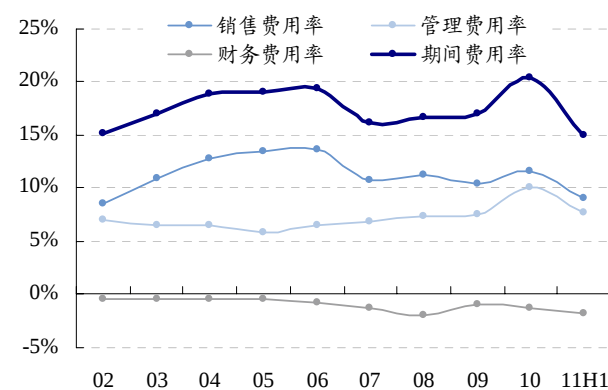
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 10: 上半年主营业务税金率 7.7%



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 11: 期间费用率同比下降 3 个百分点



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业七年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湜（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		