

高增长持续，维持“强烈推荐”

——五粮液（000858）动态点评

报告日期：2011年9月8日

分析师

王萍

☎0755-83515609 ✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：S1070209040318

要点：

- **事件：**9月8日，公司在深圳举行投资者交流会。
- **销售势头强劲：**公司对营销工作做了调整，内容包括：一是成立华东营销中心，实现决策平台前移；二是严格考核经销商，第一年没有完成任务的80%，给予警告，第二年仍然如此，取消资格；三是品牌数量有增有减，增加新品牌的前提是经销商有实力，减少表现不好的品牌；四是加大定制产品和团购渠道的销售力度，实现量价齐升。

上半年，所有品牌全部超额完成任务，其中五粮醇表现突出，往年总有1、2个无法完成任务。

1-8月份，营业收入、净利润增速在30%、40%以上（上半年为39.85%和48.72%）。产品供不应求，销量接近9万吨（上半年为6.7万吨，同比增长30.5%），预计全年达到13.5万吨（去年为10.45万吨，同比增长23.67%）。

由于8月份停止经销商打款，预收账款期末余额下降，约为70亿元（6月底为82.42亿元）。

- **梳理中端品牌，重点打造五粮醇等：**部分中端品牌销量曾经达到10万吨，甚至更高，如尖庄、金六福等。由于数量多造成运作难度大，公司只好收缩战线。

今年，口号是做精、做强高端品牌，做好、做大中端，做实、做稳低端。与之前相比，中端品牌打法有所不同，首先梳理重点，然后重点支持，如五粮醇等。

上半年，五粮醇销量7600吨，同比增长43.5%，表现突出，预计全年销量超过2万吨，计划在2015年做到5万吨。

- **力争缩小与贵州茅台终端价差距：**自9月10日起，上调五粮液出厂价，幅度为20-30%，其中52度涨至659元，终端指导价为1109元；39度终端指导价为1009元。

上调价格的原因在于：一是供求关系，价值回归；二是原材料、人工等价格上涨。目前，公司人均年收入为6万元，低于贵州茅台（14万元）和泸州老窖（12万元），因此薪酬制度准备改革，特别是销售人员。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资评级：强烈推荐（维持）

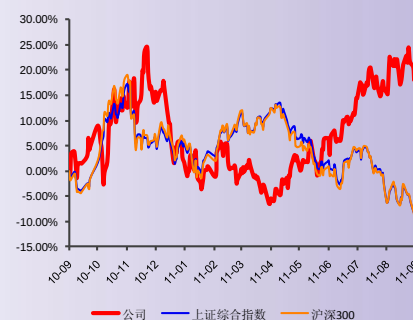
市场数据

总市值（亿元）	1476.63
流通市值（亿元）	1476.46
总股本（万股）	379596.67
流通股本（万股）	379552.1
12个月最高/最低（元）	40.4/29.53
十大流通股（%）	60.58
股东总数	324979

盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E
营业收入	1554130	2092826	2894741
(+/-%)	39.64%	34.66%	38.32%
净利润	439536	612057	866057
(+/-%)	35.46%	39.25%	41.50%
摊薄每股收益	1.16	1.61	2.28
PE	33.60	24.13	17.05

股价表现图



相关报告

淡季不淡，旺季更旺，强烈推荐，2011.8.17



- **永福酱酒取得开门红：**永福酱酒在去年四季度推出，终端指导价为1280元。考虑到不分散对主要产品的注意力，以及品牌打造需要时间，公司选择银基公司做总经销商。1-8月份，销量为500吨，预计全年达到800吨。

- **存在收购预期：**上半年，经营活动产生的现金流量金额为54.1亿元，同比增长72.36%；预收账款期末余额为82.42亿元，同比增长56.36%；扣除预收账款，货币资金期末余额也接近100亿元。

潜在收购对象必须符合以下三个条件：一是在所在地有品牌优势；二是管理、营销团队实力强；三是所在地不产好酒，主要通过外购基酒进行勾兑，公司白酒产能约为40万吨，完全能够保证。

- **维持“强烈推荐”投资评级：**公司压力来自于投资者和政府（宜宾国资委每年考核一次，任期考核每三年进行一次，其中经济指标权重为80%，市值为10%，综合为10%），计划在“十二五”末，销量做到20万吨，销售收入做到400亿元（含增值税）。

去年，我国白酒产量达到890.83万吨，创历史新高（1996年为801.3万吨），2004-2010年累计增长185.82%，原因除了受益于经济增长外，低度化趋势也不能忽视。我们判断行业仍旧处于快速发展期，公司凭借品牌优势、营销工作调整等，高增长持续，上调2011-2013年EPS 为1.61、2.28、3元，对应最新收盘价，PE为24.13、17.05、12.98X。

- **风险提示：**经济环境、行业政策等。

利润表（万元）					主要财务指标				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1554130	2092826	2894741	3820284	成长性				
营业成本	486319	653121	877824	1168059	营业收入增长	39.64%	34.66%	38.32%	31.97%
销售费用	180323	230211	318421	420231	营业成本增长	25.97%	34.30%	34.40%	33.06%
管理费用	156185	188354	260527	343826	营业利润增长	32.88%	38.69%	41.50%	31.35%
财务费用	-19247	-11619	-17414	-25098	利润总额增长	31.80%	39.25%	41.50%	31.35%
投资净收益	338	0	0	0	净利润增长	35.46%	39.25%	41.50%	31.35%
营业利润	609475	845286	1196075	1571050	盈利能力				
营业外收支	-2450	0	0	0	毛利率	68.71%	68.79%	69.68%	69.42%
利润总额	607024	845286	1196075	1571050	销售净利率	28.28%	29.25%	29.92%	29.78%
所得税	150819	210016	297172	390336	ROE	23.93%	24.76%	25.69%	24.99%
少数股东损益	16670	23213	32847	43144	ROIC	41.92%	59.28%	74.54%	84.43%
净利润	439536	612057	866057	1137569	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	11.60%	11.00%	11.00%	11.00%
流动资产	2136971	3119747	4507687	6251263	管理费用/营业收入	10.05%	9.00%	9.00%	9.00%
货币资金	1413446	2147911	3189714	4503027	财务费用/营业收入	-1.24%	-0.56%	-0.60%	-0.66%
应收帐款	8931	12026	16635	21953	投资收益/营业利润	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	218062	293647	406164	536028	所得税/利润总额	24.85%	24.85%	24.85%	24.85%
存货	451478	606329	814934	1084376	应收帐款周转率	148.31	146.04	150.03	11.65
非流动资产	730379	738334	763007	813256	存货周转率	0.92	0.92	0.92	0.91
固定资产	688810	699368	726643	779494	流动资产周转率	0.59	0.55	0.54	0.51
资产总计	2867350	3858080	5270695	7064519	总资产周转率	0.46	0.46	0.47	0.44
流动负债	1028834	1384294	1898004	2511115	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	35.95%	35.93%	36.05%	35.57%
应付款项	21189	28457	38247	50893	流动比率	2.08	2.25	2.37	2.49
非流动负债	1906	1906	1906	1906	速动比率	1.64	1.82	1.95	2.06
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	1030740	1386200	1899911	2513021	EPS	1.16	1.61	2.28	3.00
股东权益	1836610	2471880	3370784	4551498	每股净资产	4.84	6.51	8.88	11.99
股本	379597	379597	379597	379597	每股经营现金流	2.03	2.11	2.97	3.78
留存收益	1430507	2042563	2908620	4046190	每股经营现金/EPS	1.75	1.31	1.30	1.26
少数股东权益	26507	49720	82567	125711	估值				
负债和权益总计	2867350	3858080	5270695	7064519	PE	33.60	24.13	17.05	12.98
现金流量表（万元）					PEG	0.90	0.66	0.54	-
经营活动现金流	770312	799107	1128853	1433718	PB	8.04	5.97	4.38	3.24
其中营运资本减少	252571	107150	167574	182849	EV/EBITDA	22.07	16.59	11.90	9.14
投资活动现金流	-46448	-64642	-87050	-120405	EV/SALES	9.50	7.06	5.10	3.87
其中资本支出	-46291	-64642	-87049	-120404	EV/IC	14.69	13.32	11.65	9.95
融资活动现金流	-64777	0	0	0	ROIC/WACC	3.41	4.82	6.07	6.87
净现金总变化	659087	734465	1041803	1313313	REP	4.31	2.76	1.92	1.45

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，08年任农业和食品饮料行业分析师。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层
邮编：100044
传真：86-10-88366650
网址：<http://www.cgws.com>