

五粮液 (000858.sz)

2012 年业绩高增长可期

汤玮亮 分析师

电话: 020-87555888-8634

eMail: twl@gf.com.cn

执业编号: S0260511020009

胡鸿 分析师

电话: 0755-82739763

eMail: hh6@gf.com.cn

执业编号: S0260511010017

投资分析要点

1. 3 季度业绩低于预期主要是调整了出厂价体系, 8、9 月份减掉了计划。如果 8、9 月份没有减去计划、同时年初如早调价格, 利润可超越大家预期。

2. 团购酒利润空间大, 占收入的比重在提高。现阶段团购占收入比重可达到 30% 左右。五粮液酒团购价 689 元, 由于给不同团购客户的实际价格可能更高, 因此利润空间大于其他销售模式。

3. 华东营销中心运行状况基本满意。普通五粮液、1618、六和液等高端酒销售增长 30% 以上, 五粮液酒销售占全公司的 1/3 以上。五粮春增长 40%, 五粮醇 1 万吨、增长 50%。

4. 我们现阶段看好五粮液主要基于下面三点理由: (1) 9 月份产品大幅提价的效果主要在 2012 年体现, 因此 2012 年业绩成长的确定性较高。按照五粮液酒均价增长 30%、量增长 10% 估算, 2012 年净利润增幅可以达到 46%。(2) 五粮液团购领域正进入放量期; (3) 销售净利率水平仍远低于泸州老窖。

盈利预测和投资评级

我们提高对五粮液 2012 年的盈利预测, 预计公司 2011-2012 年实现 EPS 1.66 元、2.43 元、3.00 元, 同比增长 43%、46%、24%, 对应 PE 分别为 22、15、12 倍。团购业务的比重提升、五粮液酒量价齐升、可能带来业绩超预期的增长。综合考虑估值水平和成长性, 给予“买入”的投资评级, 我们继续把五粮液放在白酒推荐的首位。

风险提示

宏观经济下滑的风险。

预测及评估

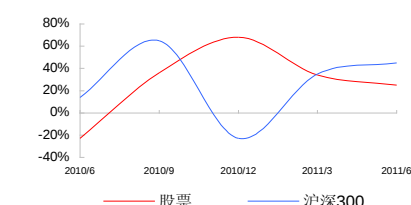
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11129.22	15541.30	20898.24	28644.92	33828.99
增长率(%)	40.29%	39.64%	34.47%	37.07%	18.10%
EBITDA(百万元)	5149.93	6690.98	8412.52	12410.97	15375.86
净利润(百万元)	3244.75	4395.36	6296.56	9215.05	11393.88
增长率(%)	79.20%	35.46%	43.25%	46.35%	23.64%
每股收益(元)	0.85	1.16	1.66	2.43	3.00
市盈率	37.04	29.91	22.43	15.32	12.39
市净率	8.42	7.26	5.79	4.20	3.14
EV/EBITDA	21.87	17.53	14.23	8.70	6.15

公司评级

买入

当前价格	37.43 元
合理价值	55.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	4.85	-1.94	-1.14
沪深 300	3.04	-8.40	-16.84

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

3796/3796

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%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE	24.28%
ROA	17.75%
资产负债率	35.95%

2010 年报数据

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

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

股东大会交流纪要

我们上周参加了五粮液的股东大会，并与公司管理层进行了交流，纪要如下：

1.通过股东大会上的交流，总体感觉新管理团队未来与投资者的沟通仍将很顺畅。刘中国董事长提出每年1-2次投资者见面会会保持，还会有多方面的其它形式的交流。股东大会上五粮液销售团队各主要负责人也与投资者进行了沟通交流，因此新一届的管理层态度积极、值得期待。

2.销售要关注第四季度。3季度业绩低于预期主要原因是，调整了出厂价体系，8、9月份减掉了计划。如果8、9月份没有减去计划、同时年初如早调价格，利润可超越大家预期。五粮液产品现在仍在欠货，截至10月中旬，五粮液酒还欠了 2000多吨。

3.团购酒利润空间大，占收入的比重在提高。现阶段团购占收入比重可达到30%左右。五粮液酒团购价689元，由于给不同团购客户的实际价格可能更高，因此利润空间大于其他销售模式。2011年系列定制酒实现3000吨销量，实现8亿收入，预计2011年可以达到10亿。

4.华东营销中心已经运行了11个月，还需要时间验证，运行状况基本满意，整合市场资源、渠道资源、商家资源、促销资源。普通五粮液、1618、六和液等高端酒销售增长30%以上，五粮液酒销售占全公司的1/3以上。五粮春增长40%，五粮醇增长50%。华东营销中心人员由最初17人增长到现在60人，未来要达到100人。

5.预计2011年销量13万吨左右，中价位酒的放量。五粮液基础酒放量，明年的增长可以期待。

6.五粮醇今年增速很快，预计能达到2万吨，在宁夏、甘肃等地区增速很快。

7.尖庄换了新包装，未来要恢复到5万吨的水平，历史上最高销量曾达到18万吨。

8.永福酱酒今年规划 800吨，目前接近600吨，销售形势很好。计划到2015年达到3000吨以上。酱酒现阶段包装线只有2条、产能不够用。

9.98-03年，经济危机和假酒案导致白酒量下滑，但行业销售收入并没有降低，假酒案主要影响中低价位酒。

继续看好五粮液的理由

10-11月五粮液股价跑输行业指数，我们认为有两个方面的原因：（1）3季度业绩低于预期；（2）管理层人事变动。

关于上面两点，我们认为投资者其实可以更乐观：3季度业绩低于预期主要是为了调整了出厂价体系，8、9月份减掉了计划，如果8、9月份没有减去计划，3季度业绩应该能够达到市场预期。管理层变动不会对既定的发展方向做重大调整，品牌价值不可替代，团购业务推动五粮液未来成长的逻辑很清晰。

我们现阶段看好五粮液主要基于下面三点理由：

1.9月份提价的效果主要在2012年体现，因为2012年业绩成长的确定性较高。按照五粮液酒均价增长30%、量增长10%估算，2012年净利润增幅可以达到46%。

2.五粮液团购领域进入放量期

我们看好五粮液在团购领域的市场拓展。考虑到五粮液的品牌影响力，五粮液的团购业务可以复制茅台的成长路径。2006年到现在，团购市场每年增长60%以上，而经

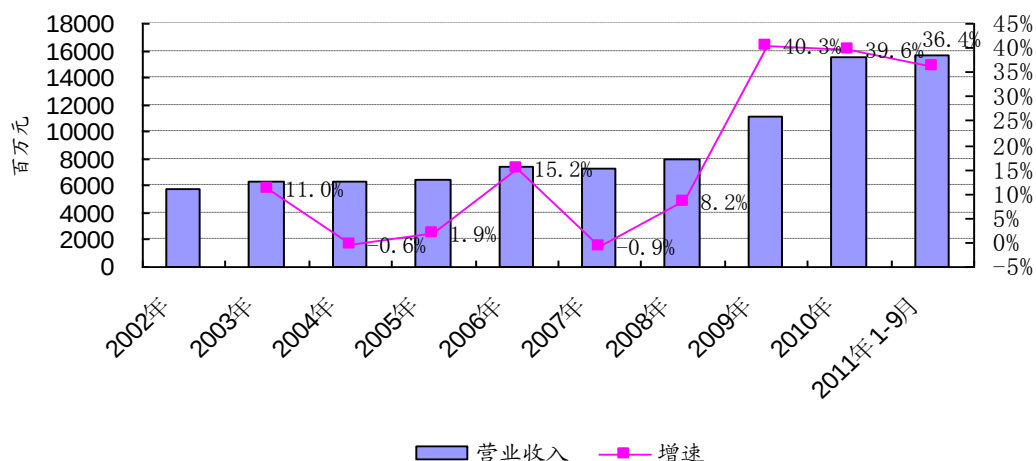
销商的计划每年都在减少。随着团购市场的快速扩展，终端缺货将成为常态，导致进销差价持续扩大，有望重现前几年茅台进销差价的变化趋势。市场现阶段对五粮液的关注重点在于中档酒的快速增长、小酒厂收购预期和华东营销中心，对团购业务关注度不够，随着团购业务认识的深入，市场有望重新思考五粮液未来的成长路径。

3.销售净利率水平仍远低于泸州老窖，甚至低于洋河股份，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。

盈利预测和投资建议

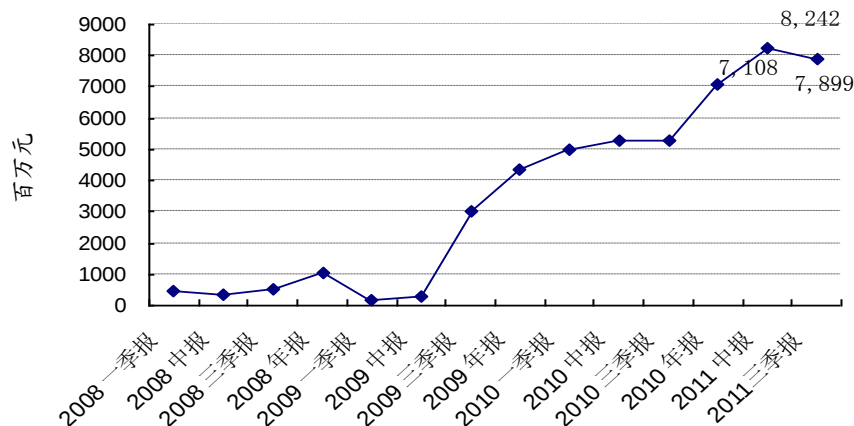
我们提高对五粮液2012年的盈利预测，预计公司2011-2012年实现EPS 1.66元、2.43元、3.00元，同比增长43%、46%、24%，对应PE分别为22、15、12倍。团购业务的比重提升、五粮液酒量价齐升、可能带来业绩超预期的增长。综合考虑估值水平和成长性，给予“买入”的投资评级，我们继续把五粮液放在白酒推荐的首位。

图 1：五粮液收入增速



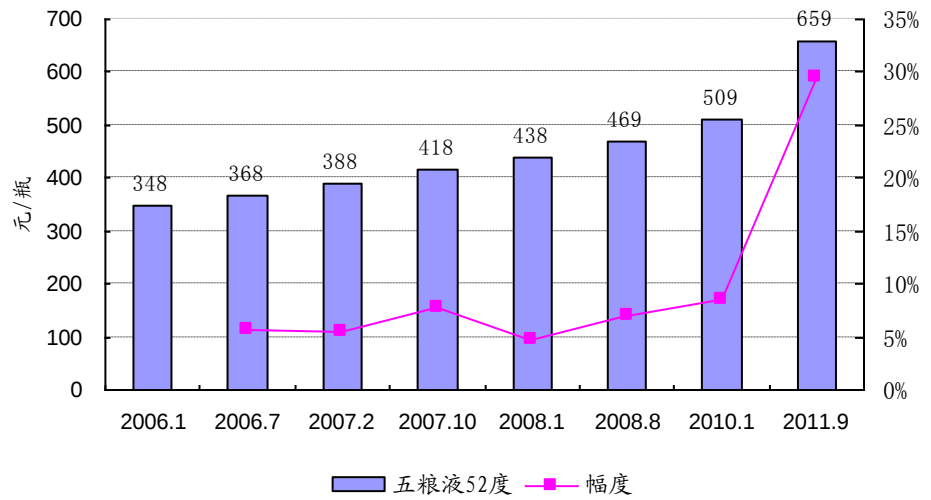
数据来源：广发证券发展研究中心

图 2：五粮液预收账款



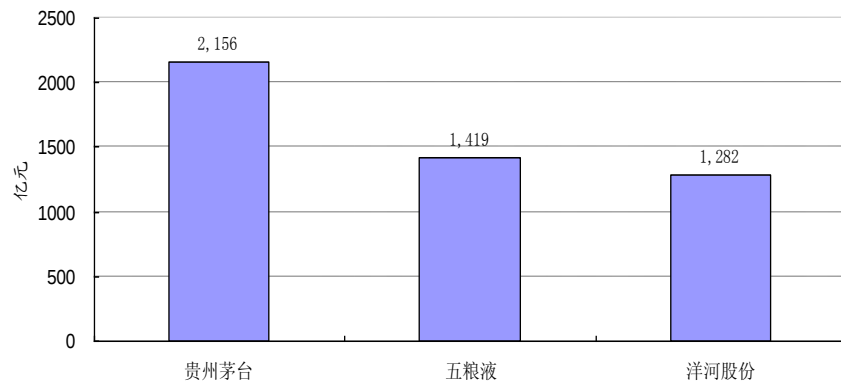
数据来源：广发证券发展研究中心

图 3：五粮液出厂价变化情况



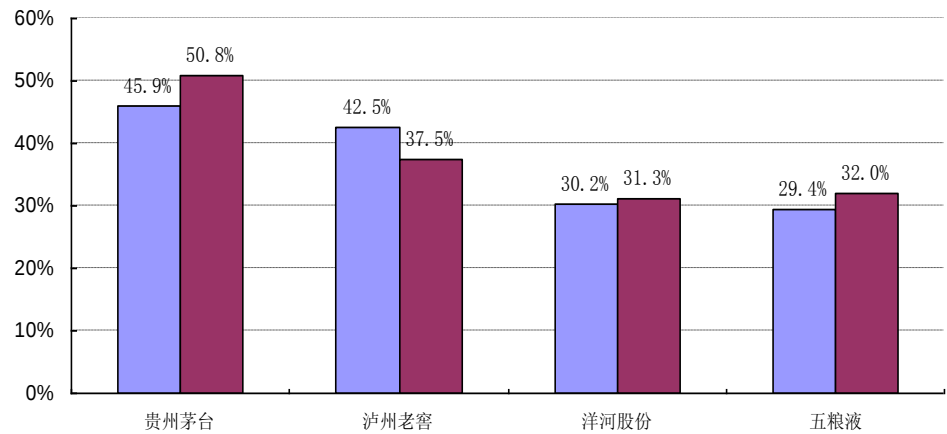
数据来源：广发证券发展研究中心

图 4：市值对比



数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：销售净利率对比 2010年、2011年1-9月



数据来源：广发证券发展研究中心

表 1：五粮液人员构成情况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
生产	15133	13190	12372	15791	21747	23193
销售	238	296	315	320	362	292
财务	47	48	50	53	85	105
行政	676	658	732	766	773	1124

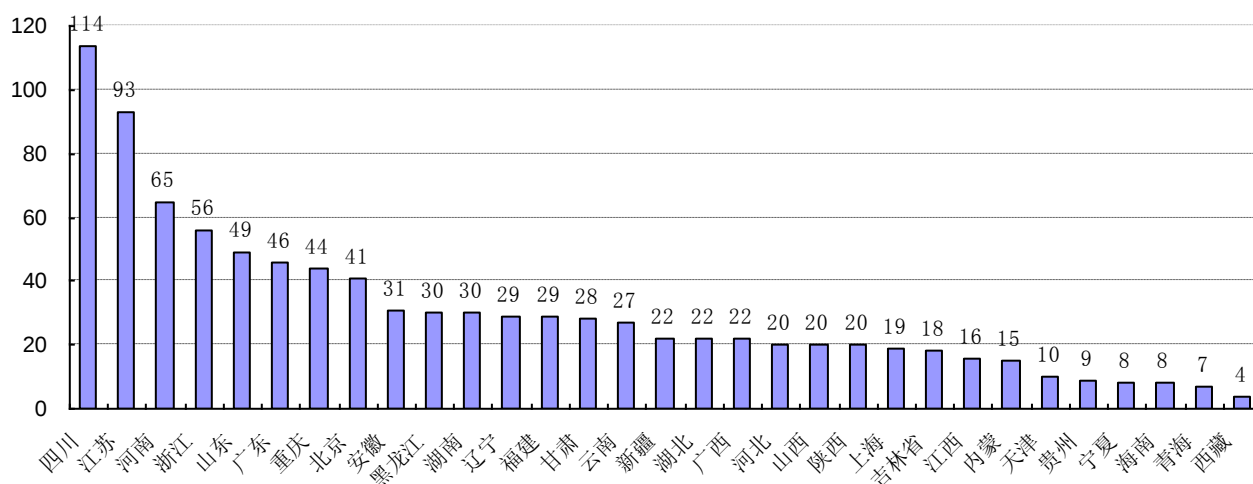
数据来源：公司资料

表 2：支出与经营活动相关的现金

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年中期
形象宣传及广告费用	306	422	283	283	282	421	221
市场开发费	213	148	307	307	501	383	17

数据来源：公司资料

图 6：五粮液各地专卖店数量分布 2011年8月



数据来源：广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

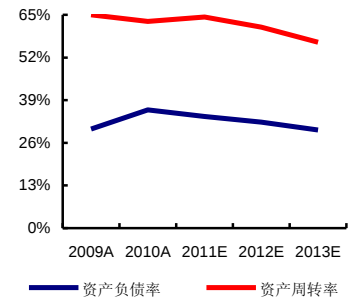
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	13,283	21,370	31,145	43,453	57,833
货币资金	7,544	14,134	21,612	31,797	44,289
应收及预付	2,209	2,636	3,700	4,624	5,500
存货	3,477	4,515	5,812	7,012	8,023
其他流动资产	53	84	21	21	21
非流动资产	7,566	7,304	6,788	6,364	5,941
长期股权投资	30	33	28	28	28
固定资产	6,936	6,373	6,473	6,573	6,673
在建工程	218	515	0	-515	-1,029
无形资产	376	372	286	277	269
其他长期资产	6	11	0	0	0
资产总计	20,849	28,674	37,933	49,818	63,775
流动负债	6,264	10,288	12,864	16,044	19,047
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	6,264	10,288	12,864	16,044	19,047
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	19	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	5	19	0	0	0
负债合计	6,269	10,307	12,864	16,044	19,047
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	9,526	13,352	19,819	28,525	39,478
归属母公司股东权益	14,275	18,101	24,569	33,274	44,228
少数股东权益	305	265	500	500	500
负债和股东权益	20,849	28,674	37,933	49,818	63,775

利润表

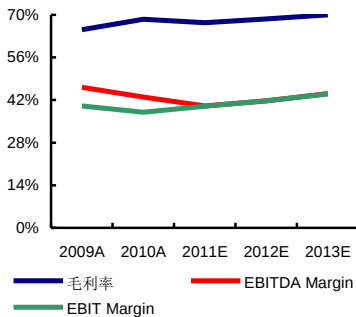
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11129	15541	21351	26815	32067
营业成本	3861	4863	6936	8368	9575
营业税金及附加	799	1392	1802	2413	2886
销售费用	1164	1803	2135	2547	2886
管理费用	839	1562	1922	2279	2565
财务费用	-110	-192	-360	-400	-450
资产减值损失	9	15	0	0	0
公允价值变动收益	16	-7	0	0	0
投资净收益	3	3	0	0	0
营业利润	4587	6095	8916	11607	14605
营业外收入	21	51	35	0	0
营业外支出	2	75	14	0	0
利润总额	4606	6070	8937	11607	14605
所得税	1139	1508	2234	2902	3651
净利润	3467	4562	6703	8705	10954
少数股东损益	222	167	235	0	0
归属母公司净利润	3245	4395	6468	8705	10954
EBITDA	5150	6691	8565	11216	14163
EPS (元)	0.85	1.16	1.70	2.29	2.89

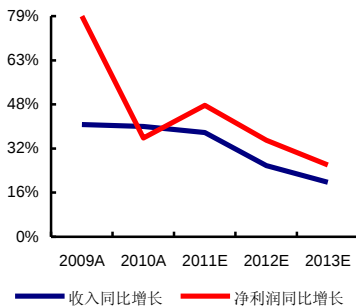
资产负债率趋势



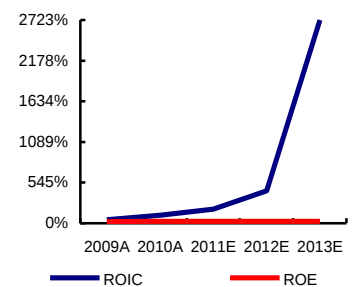
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



资产负债表

单位：百万元

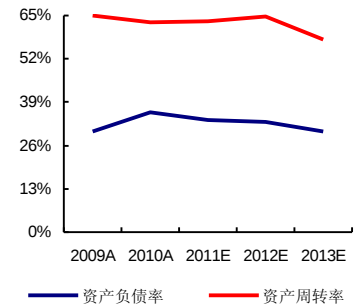
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	13,283	21,370	30,667	45,077	60,269
货币资金	7,544	14,134	21,513	33,275	46,682
应收及预付	2,209	2,636	3,608	4,891	5,750
存货	3,477	4,515	5,525	6,890	7,816
其他流动资产	53	84	21	21	21
非流动资产	7,566	7,304	6,788	6,364	5,941
长期股权投资	30	33	28	28	28
固定资产	6,936	6,373	6,473	6,573	6,673
在建工程	218	515	0	-515	-1,029
无形资产	376	372	286	277	269
其他长期资产	6	11	0	0	0
资产总计	20,849	28,674	37,455	51,441	66,211
流动负债	6,264	10,288	12,554	16,976	19,920
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	6,264	10,288	12,554	16,976	19,920
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	5	19	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	5	19	0	0	0
负债合计	6,269	10,307	12,554	16,976	19,920
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	9,526	13,352	19,648	28,863	40,257
归属母公司股东权益	14,275	18,101	24,398	33,613	45,007
少数股东权益	305	265	504	853	1,284
负债和股东权益	20,849	28,674	37,455	51,441	66,211

利润表

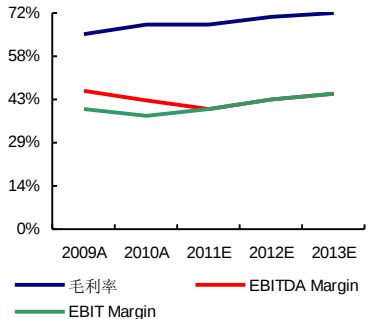
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11129	15541	20898	28645	33829
营业成本	3861	4863	6593	8222	9328
营业税金及附加	799	1392	1764	2578	3045
销售费用	1164	1803	2299	3008	3383
管理费用	839	1562	1839	2435	2706
财务费用	-110	-192	-300	-350	-400
资产减值损失	9	15	0	0	0
公允价值变动收益	16	-7	0	0	0
投资净收益	3	3	0	0	0
营业利润	4587	6095	8703	12752	15767
营业外收入	21	51	40	0	0
营业外支出	2	75	30	0	0
利润总额	4606	6070	8713	12752	15767
所得税	1139	1508	2178	3188	3942
净利润	3467	4562	6535	9564	11826
少数股东损益	222	167	239	349	432
归属母公司净利润	3245	4395	6297	9215	11394
EBITDA	5150	6691	8413	12411	15376
EPS (元)	0.85	1.16	1.66	2.43	3.00

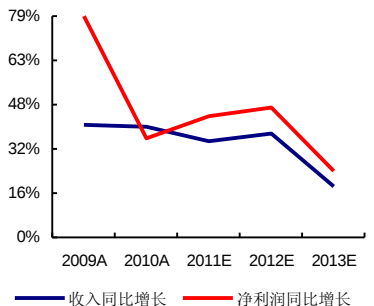
资产负债率趋势



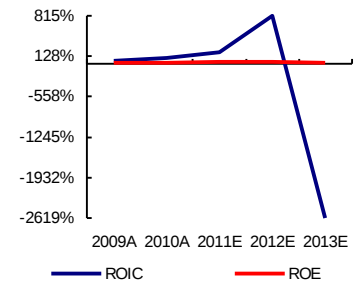
经营利润率趋势



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

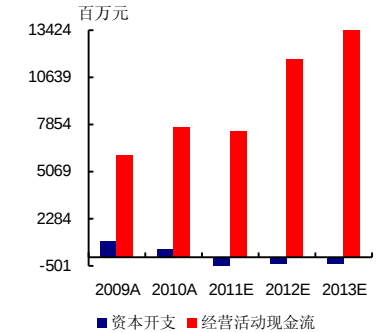
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6,054	7,703	7,240	11,347	12,992
净利润	3,467	4,562	6,535	9,564	11,826
折旧摊销	683	770	9	9	9
营运资金变动	1,911	2,366	696	1,774	1,158
其它	-7	5	-1	0	0
投资活动现金流	-4,257	-464	506	415	415
资本支出	-985	-461	501	415	415
投资变动	-3,272	1	4	0	0
其他	0	-4	0	0	0
筹资活动现金流	-179	-648	-366	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-17	0	0
股权融资	11	13	0	0	0
其他	-190	-661	-349	0	0
现金净增加额	1,618	6,591	7,379	11,762	13,407
期初现金余额	5,925	7,544	14,134	21,513	33,275
期末现金余额	7,544	14,134	21,513	33,275	46,682

主要财务比率

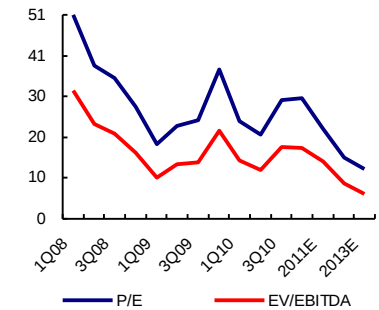
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	40.3%	39.6%	34.5%	37.1%	18.1%
营业利润	88.7%	32.9%	42.8%	46.5%	23.6%
归属于母公司净利润	79.2%	35.5%	43.3%	46.4%	23.6%
获利能力					
毛利率	65.3%	68.7%	68.5%	71.3%	72.4%
净利率	31.1%	29.4%	31.3%	33.4%	35.0%
ROE	22.7%	24.3%	25.8%	27.4%	25.3%
ROIC	48.1%	106.4%	188.8%	815.0%	-2618.5%
偿债能力					
资产负债率	30.1%	35.9%	33.5%	33.0%	30.1%
净负债比率	-51.9%	-77.1%	-86.5%	-96.6%	-100.9%
流动比率	2.12	2.08	2.44	2.66	3.03
速动比率	1.53	1.61	1.97	2.22	2.60
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.63	0.63	0.64	0.58
应收账款周转率	206.23	161.83	131.18	131.18	131.18
存货周转率	1.39	1.22	1.19	1.19	1.19
每股指标 (元)					
每股收益	0.85	1.16	1.66	2.43	3.00
每股经营现金流	1.59	2.03	1.91	2.99	3.42
每股净资产	3.76	4.77	6.43	8.85	11.86
估值比率					
P/E	37.0	29.9	22.4	15.3	12.4
P/B	8.4	7.3	5.8	4.2	3.1
EV/EBITDA	21.9	17.5	14.2	8.7	6.1

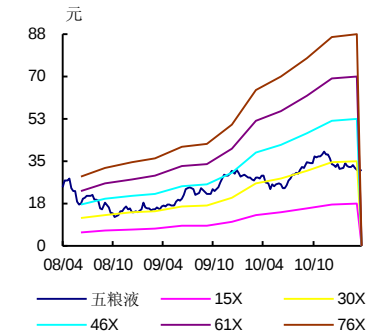
资本支出与经营活动现金流



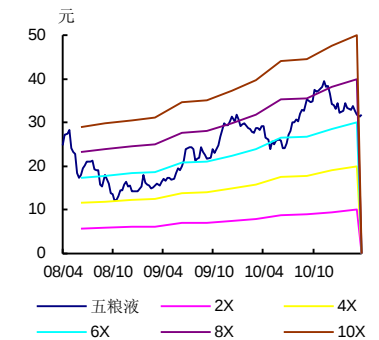
相对估值



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

五粮液（000858.sz）：产品控量提价，3 季度业绩略低于预期	汤伟亮	2011-10-28
五粮液（000858.sz）：团购业务给力，进销差价仍处于高位	汤伟亮	2011-09-26
五粮液(000858.sz)：投资者见面会交流纪要	汤伟亮	2010-12-08

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。