

五粮液 (000858)

## 业绩符合预期 估值起底建议增持

## ——五粮液 2011 年业绩快报点评

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

## 本报告导读:

五粮液 2011 年业绩符合预期, 打消此前市场的种种担忧, 管理层业绩释放态度明确, 大幅提价将保 2012 年业绩大幅增长, 估值起底建议增持。

## 投资要点:

- **2011 年业绩快报摘要:** 收入 202.3 亿, 净利润 61.9 亿, 分别增长 30.1% 和 40.9%, Eps1.63 元, 符合预期; 四季度单季度收入 45.8 亿, 净利润 13.8 亿, 分别增长 12.5% 和 37.5%。收入增速略低于预期, 我们推测可能是预收账款增加以及收入的期间匹配问题所致, 但我们对公司业绩释放节奏表示满意。
- **加强营销初显效, 产品线全面旺销:** 保守预计高档酒五粮液 2011 年全年销售可达 1.45 万吨 (2010 年主品牌销量 1.28 万吨, 2011 年 1-9 月销量 1.1 万多吨), 各中价位品牌销量增速超 30%, 所有品牌事业部圆满完成了年初销售规划。
- **大幅提价后 2012 年具备收入利润大幅增长基础:** 2012 年计划全产品线销量增长 20% 以上, 重点打造的中价位酒销量增长 30%, 总体收入增长目标 30%。去年 9 月份五粮液单品提价 30%, 业绩贡献主要体现在今年 1 月份之后, 预计占公司收入 6-7 成的高档酒五粮液 2012 年单品项收入增长可达 40%-45% 左右。
- **管理层换届完成, 业绩释放预期明确:** 2011 年业绩快报基本定下今年业绩释放的基调, 也打消了此前市场的种种担忧。
- **短期疑虑在于高档酒批零价格回落:** 近期茅台一批价下跌带动五粮液一批价下降 20-30 元至 920-930 元, 春节后淡季一批价可能仍略有回落, 但考虑到五粮液渠道库存并不高因此预计下跌幅度有限, 批零价格略有回调主要影响市场情绪, 但不改我们对公司业绩的预期。
- **盈利预测与投资建议:** 五粮液仍为难得的高确定性、低估值品种, 2012 年价量齐升可见, 管理层释放业绩态度明确。预计 11-12 年 Eps1.63 (增 41%)、2.33 元 (增 43%), 建议增持, 目标价 49 元。

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 11,129 | 15,541 | 20,226 | 26,826 | 32,933 |
| (+/-)%      | 40%    | 40%    | 30%    | 33%    | 23%    |
| 经营利润 (EBIT) | 4,467  | 5,921  | 8,219  | 11,805 | 15,274 |
| (+/-)%      | 97%    | 33%    | 39%    | 44%    | 29%    |
| 净利润         | 3,245  | 4,395  | 6,192  | 8,852  | 11,451 |
| (+/-)%      | 79%    | 35%    | 41%    | 43%    | 29%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.85   | 1.16   | 1.63   | 2.33   | 3.02   |
| 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% | 40.6% | 44.0% | 46.4% |
| 净资产收益率 (%)  | 22.7% | 24.3% | 27.6% | 31.4% | 31.9% |
| 投入资本回报率 (%) | 23.1% | 24.3% | 27.7% | 32.3% | 32.3% |
| EV/EBITDA   | 22.6  | 16.4  | 11.7  | 7.9   | 5.7   |
| 市盈率         | 38.1  | 28.1  | 20.0  | 14.0  | 10.8  |
| 股息率 (%)     | 0.5%  | 0.9%  | 1.5%  | 2.5%  | 3.1%  |

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: 49.00

当前价格: 32.59

2012.01.12

## 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 30.00-40.80 |
| 总市值 (百万元)        | 123,711     |
| 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)      | 16          |
| 日均成交值 (百万元)      | 562         |

## 资产负债表摘要

|            |        |
|------------|--------|
| 股东权益 (百万元) | 21,780 |
| 每股净资产      | 5.74   |
| 市净率        | 5.7    |
| 净负债率       | 0%     |

| EPS (元) | 2010A | 2011E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.40  | 0.55  |
| Q2      | 0.19  | 0.34  |
| Q3      | 0.30  | 0.38  |
| Q4      | 0.26  | 0.36  |
| 全年      | 1.16  | 1.63  |

## 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | -8% | -7% | 0%  |
| 相对指数   | -6% | 2%  | 26% |

## 相关报告

- 《2011 完美收官 2012 再谋发展》  
2011.12.22
- 《五粮液: 看得见的确定性增长》  
2011.10.26
- 《低估值, 12 个月可看 50% 空间》  
2011.09.14
- 《提价如期而至 时点和幅度略超预期》  
2011.08.30
- 《业绩持续超预期 建议继续增持!》  
2011.08.16

模型更新时间: 2012.01.11

## 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: 49.00

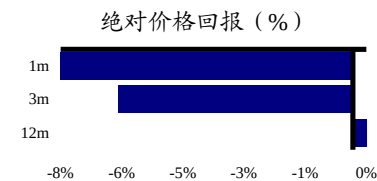
当前价格: 32.59

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



52 周价格范围

30.00-40.80

市值 (百万)

123,711

### 财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 7,397  | 7,329  | 7,933  | 11,129 | 15,541 | 20,226 | 26,826 | 32,933 | 39,416 |
| 营业成本          | 3,494  | 3,378  | 3,618  | 3,861  | 4,863  | 6,177  | 7,557  | 8,692  | 9,786  |
| 税金及附加         | 686    | 583    | 566    | 799    | 1,392  | 1,739  | 2,307  | 2,832  | 3,390  |
| 销售费用          | 1,005  | 783    | 891    | 1,164  | 1,803  | 2,103  | 2,656  | 3,162  | 3,666  |
| 管理费用          | 478    | 498    | 589    | 839    | 1,562  | 1,987  | 2,501  | 2,972  | 3,360  |
| EBIT          | 1,733  | 2,087  | 2,269  | 4,467  | 5,921  | 8,219  | 11,805 | 15,274 | 19,214 |
| 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   | -364   | -474   | -632   |
| 营业利润          | 1,795  | 2,183  | 2,431  | 4,587  | 6,095  | 8,511  | 12,173 | 15,751 | 19,850 |
| 所得税           | 609    | 706    | 569    | 1,139  | 1,508  | 2,116  | 3,024  | 3,912  | 4,930  |
| 少数股东损益        | 9      | 4      | 19     | 222    | 167    | 216    | 309    | 400    | 504    |
| 净利润           | 1,167  | 1,469  | 1,811  | 3,245  | 4,395  | 6,192  | 8,852  | 11,451 | 14,429 |
| 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 | 18,091 | 22,410 | 30,294 | 40,020 |
| 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 | 35,400 | 44,010 | 54,819 | 67,270 |
| 流动负债          | 2,036  | 1,943  | 2,040  | 6,264  | 10,288 | 12,521 | 15,006 | 17,761 | 19,834 |
| 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 | 22,395 | 28,210 | 35,864 | 45,738 |
| 投入资本(IC)      | 8,266  | 9,592  | 11,420 | 14,531 | 18,315 | 22,323 | 27,447 | 35,502 | 45,880 |
| 现金流量表         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 1,142  | 1,411  | 1,731  | 3,362  | 4,450  | 6,179  | 8,875  | 11,483 | 14,445 |
| 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  | 794    | 536    | 934    | 222    |
| 资本支出          | -251   | -247   | -106   | -985   | -461   | -1,337 | -2,337 | -2,337 | -2,337 |
| 自由现金流         | 1,089  | 1,379  | 1,775  | 4,132  | 7,190  | 6,467  | 8,089  | 11,331 | 13,814 |
| 经营现金流         | 1,336  | 1,666  | 1,973  | 6,054  | 7,703  | 8,031  | 10,689 | 14,014 | 16,616 |
| 投资现金流         | -250   | -243   | -106   | -4,257 | -464   | -1,834 | -3,334 | -2,334 | -2,334 |
| 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  | 3,936  | 4,319  | 7,884  | 9,726  |
| 财务指标          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 成长性           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | 15.2%  | -0.9%  | 8.2%   | 40.3%  | 39.6%  | 30.1%  | 32.6%  | 22.8%  | 19.7%  |
| EBIT 增长率      | 48.2%  | 20.4%  | 8.7%   | 96.8%  | 32.6%  | 38.8%  | 43.6%  | 29.4%  | 25.8%  |
| 净利润增长率        | 47.5%  | 25.8%  | 23.3%  | 79.2%  | 35.5%  | 40.9%  | 43.0%  | 29.4%  | 26.0%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 52.8%  | 53.9%  | 54.4%  | 65.3%  | 68.7%  | 69.5%  | 71.8%  | 73.6%  | 75.2%  |
| EBIT 率        | 23.4%  | 28.5%  | 28.6%  | 40.1%  | 38.1%  | 40.6%  | 44.0%  | 46.4%  | 48.7%  |
| 净利润率          | 15.8%  | 20.0%  | 22.8%  | 29.2%  | 28.3%  | 30.6%  | 33.0%  | 34.8%  | 36.6%  |
| 收益率           |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 14.1%  | 15.4%  | 15.9%  | 22.7%  | 24.3%  | 27.6%  | 31.4%  | 31.9%  | 31.5%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 11.3%  | 12.7%  | 13.4%  | 15.6%  | 15.3%  | 17.5%  | 20.1%  | 20.9%  | 21.4%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 13.8%  | 14.7%  | 15.2%  | 23.1%  | 24.3%  | 27.7%  | 32.3%  | 32.3%  | 31.5%  |
| 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    | 578    | 540    | 548    | 565    |
| 净利润现金含量       | 1.14   | 1.13   | 1.09   | 1.87   | 1.75   | 1.30   | 1.21   | 1.22   | 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%  | 35.4%  | 34.1%  | 32.4%  | 29.5%  |
| 净负债率          | -33.8% | -42.5% | -52.1% | -53.0% | -78.2% | -80.8% | -79.4% | -84.5% | -87.5% |
| 估值比率          |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PE            | 75.7   | 84.2   | 68.3   | 38.1   | 28.1   | 20.0   | 14.0   | 10.8   | 8.6    |
| PB            | 10.7   | 12.9   | 10.9   | 8.7    | 6.8    | 5.5    | 4.4    | 3.4    | 2.7    |
| EV/EBITDA     | 38.8   | 46.8   | 43.5   | 22.6   | 16.4   | 11.7   | 7.9    | 5.7    | 4.0    |
| P/S           | 11.9   | 16.9   | 15.6   | 11.1   | 8.0    | 6.1    | 4.6    | 3.8    | 3.1    |
| 股息率           | 0.2%   | 0.0%   | 0.2%   | 0.5%   | 0.9%   | 1.5%   | 2.5%   | 3.1%   | 3.7%   |

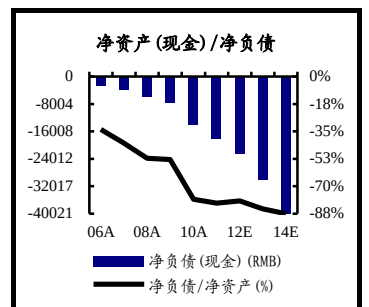
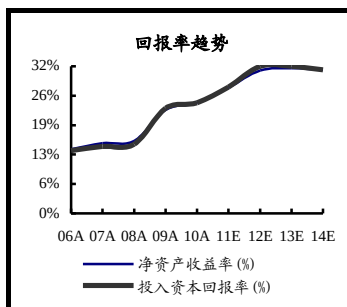
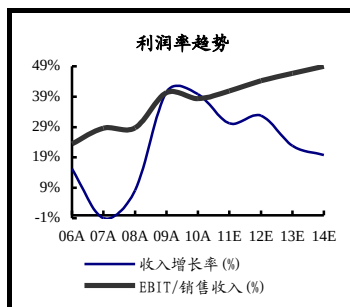
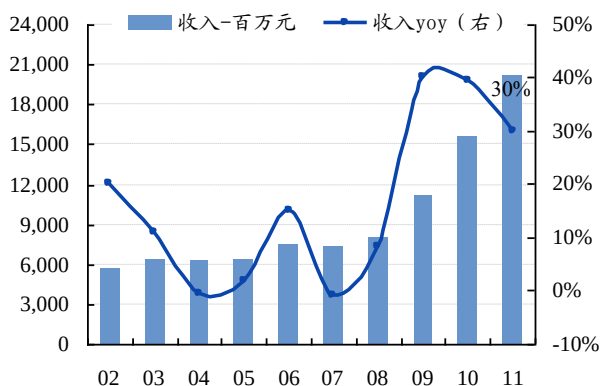
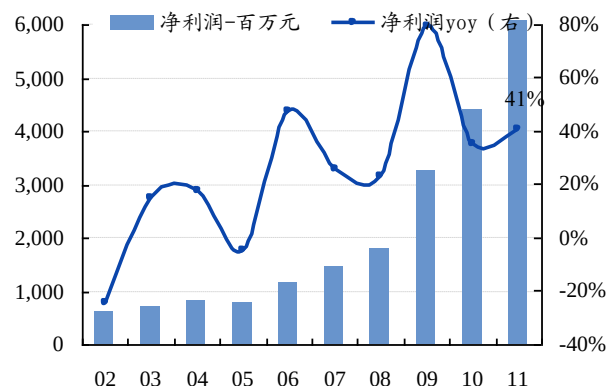


图 1: 营业收入及增速 (年度)



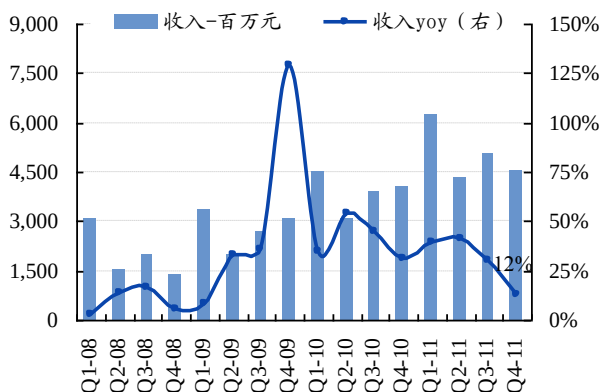
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 2: 归属母公司股东净利润及增速 (年度)



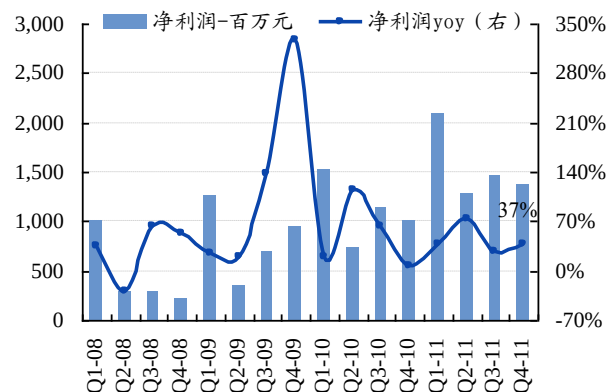
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 3: 营业收入及增速 (单季度)



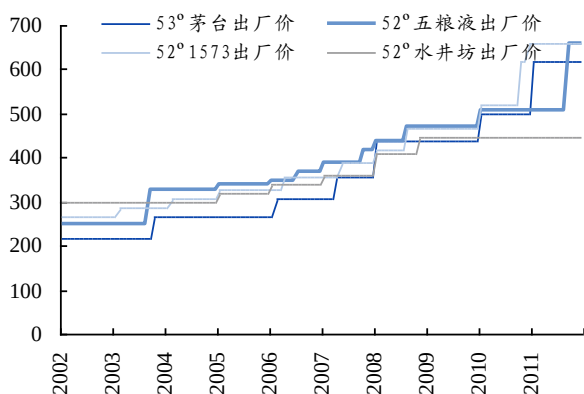
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 归属母公司股东净利润及增速 (单季度)



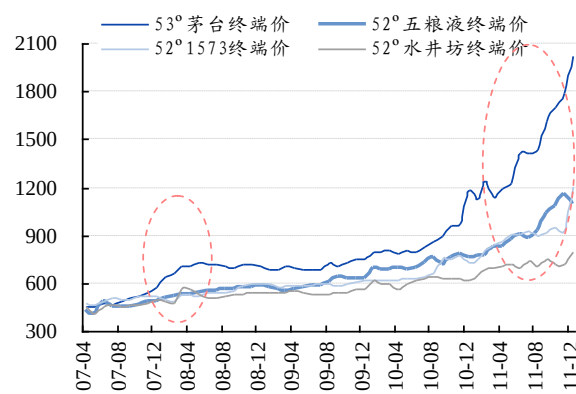
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 高档白酒出厂价



数据来源: 国泰君安证券研究

图 6: 高档白酒终端零售价



数据来源: 糖酒快讯, 国泰君安证券研究

注: 数据截止至 2011 年 12 月

**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

**张楷湔（贡献作者）:**

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

## 本公司具有中国证监会核准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，需在允许的范围内使用，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 | gt.jaresearch@gt.jas.com     |                              |                               |