

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 55.00元

当前股价: 37.16元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数 10203.40

总股本(百万) 3796

流通股本(百万) 3796

流通市值(亿) 1410

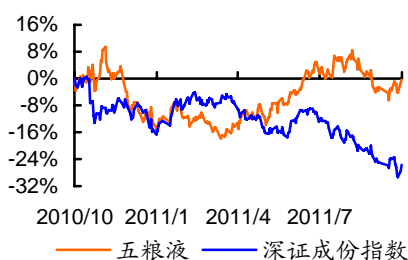
EPS (TTM) 1.45

每股净资产(元) 4.84

资产负债率 35.9%

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|--------|--------|
| 五粮液 | 2.00 | -2.34 | 16.01 |
| 深证成份指数 | -3.18 | -14.73 | -18.43 |



相关报告

《五粮液-基本面持续强劲, 十二五末市值有望冲击5000亿——深圳投资者交流会纪》

《五粮液-提价幅度超市场预期, 明年业绩有望继续增长40%+》2011-8-31

《五粮液-基本面强劲大超预期, 上调12个月目标价至55元——五粮液调研简报》

五粮液

000858

强烈推荐

预收款仍处高位保障今年增长, 短期控量稳价有利明年持续向好——2011年三季报点评

五粮液三季报: 前三季度营收156亿(+36.41%), 归属于母公司所有者净利润48.18亿(+41.91%), EPS1.269元; 三季度单季营收50.54亿(+29.75%), 归属于母公司所有者净利润14.56亿(+28.32%), EPS0.383元。业绩略低于预期, 但预收款仍处高位保障全年增长, 短期控量稳价则有利明年持续向好, 维持“强烈推荐”。

投资要点:

业绩回顾

■ **营收增速有所回落, 但预收帐款仍处于高位。** 三季度单季营收增速较二季度回落了10%, 与公司在9月10日对主品牌提价29.5%, 提价前控量有关, 预收帐款较上半年仅减少了3亿达79亿, 账面现金已增至190亿元, 其中9月份单月预收款回升9亿元, 反映了提价后经销商仍有很高积极性, 而公司则仍谨慎控量确保价格体系执行到位。前三季度费用率基本持平, 单季营业费用高可能与全年费用平滑有关。前三季度营业税金率7.8%; 销售费用率9.46%; 管理费用率8.03%。三项费用率与去年同期相比基本持平, 但三季度单季营业费用达5.25亿, 同比增长99.69%, 可能与费用平滑有关。

未来展望

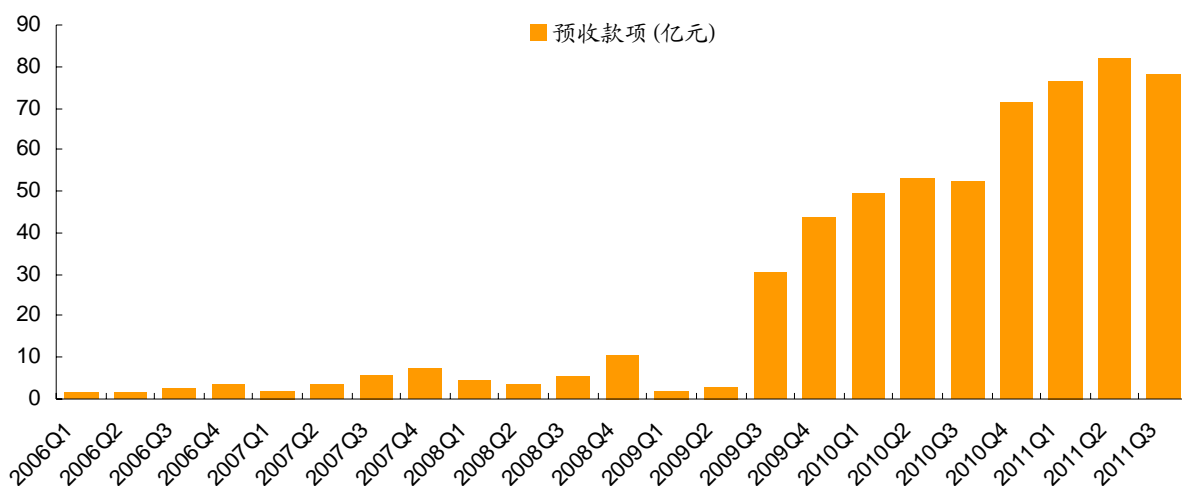
- **集团公司管理层任命有望近期落实, 进而股份公司董事会年内将换届。** 我们预期集团管理层任命在近期有望落实, 董事长、总经理分别更替为唐桥、刘中国, 股份公司则有望迎来董事会换届(上次换届是2007/6, 法规上是三年一换), 届时管理团队将彻底稳定, 进入唐桥时代。
- **随着价格体系逐步稳固, 控量情况将改善, 预收款高企保障了今年业绩的高增长。** 近期我们对经销商调研了解到提价后控量情况在逐步改善了, 但为维护价格体系, 追赶与茅台的价差, 预计仍将控量到明年, 目前五粮液一批价已到999元(9月份提价之前是800多), 逐步到位。三季度末公司预收款仍高达79亿元, 经测算释放6亿元对应EPS为0.1元($6 \times 85\%$ (高档酒毛利率) $\times (1-25\%)/37.96=0.1$ 元), 管理层年内更替使我们对公司全年业绩维持高增长仍持乐观态度。
- **明年的业绩有望保持40%+的增长。** 今年主品牌产量增速有望在10%+, 决定了明年可供放量10%+, 待价格体系稳固后, 按公司提价幅度29.5%的水平估算, 明年业绩有望实现40%+的增长。
- **公司规划到2015年实现营收400亿, 2010-2015年复合增速达20.88%, 增长来自内涵式增长+外延式扩张并举。** 内涵式增长来自营销体系变革, 外延式增长则来自整合地方酒企, 拓展销售渠道, 目前行业收入CR10仍不到40%, 整合空间巨大, 而三季度末公司账面资金增至190亿元, 资本实力居行业首位。
- **强烈推荐评级。** 11/12/13年EPS预测1.7/2.44/3.11元, PE为22/15/12。
- **风险提示:** 经济下行、政务消费受限制

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 15541 | 22027 | 27301 | 33728 |
| 同比(%) | 40% | 42% | 24% | 24% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 4395 | 6464 | 9267 | 11842 |
| 同比(%) | 35% | 47% | 43% | 28% |
| 毛利率(%) | 68.7% | 68.6% | 74.8% | 76.3% |
| ROE(%) | 24.3% | 27.6% | 29.9% | 29.3% |
| 每股收益(元) | 1.16 | 1.70 | 2.44 | 3.12 |
| P/E | 32.32 | 21.98 | 15.33 | 12.00 |
| P/B | 7.85 | 6.06 | 4.58 | 3.51 |
| EV/EBITDA | 19 | 14 | 10 | 8 |

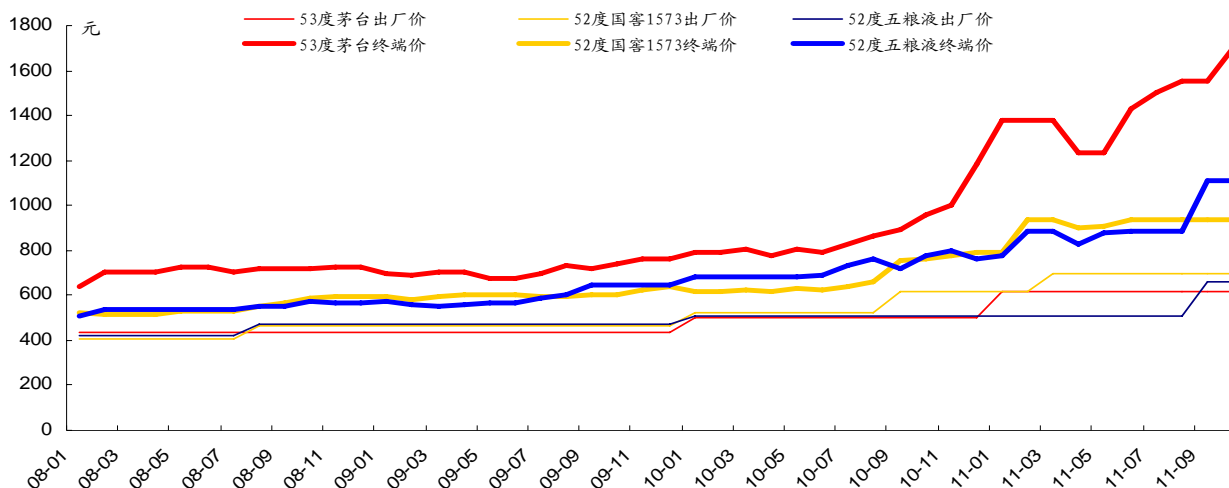
资料来源: 中投证券研究所

图 1 公司巨额的预收帐款有望为业绩保持稳定增长保驾护航



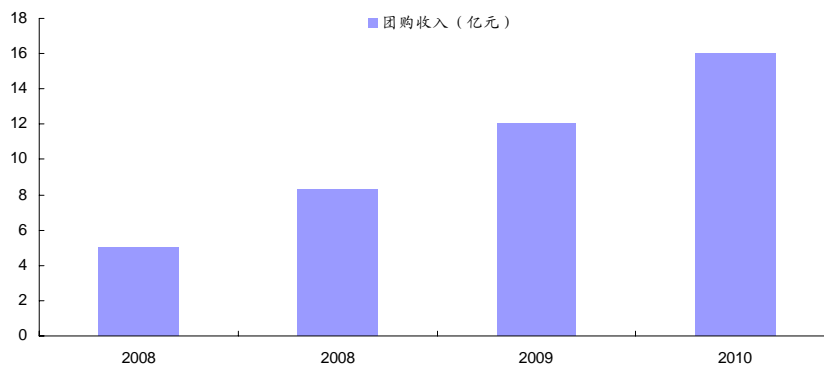
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 近三年高档白酒出厂价/终端价情况



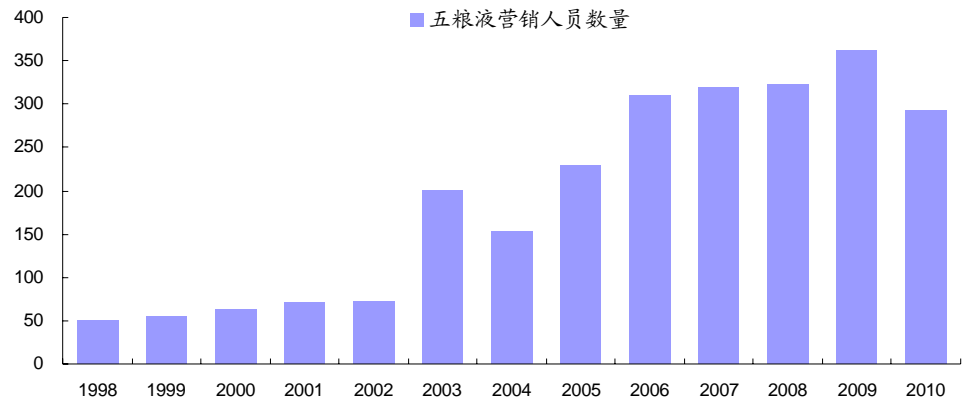
资料来源：中投证券研究所

图 3 五粮液团购收入迅速提升



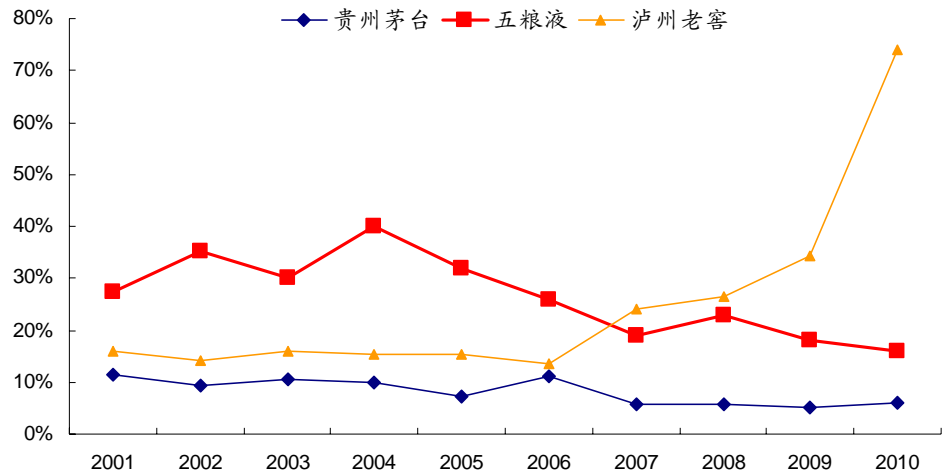
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 五粮液营销人员团队持续壮大



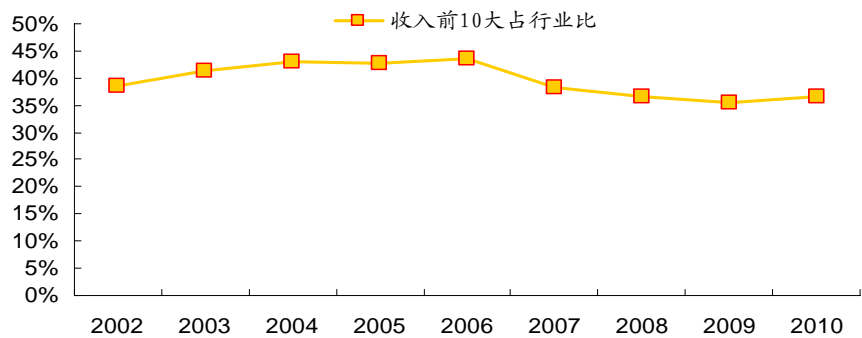
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 从前 5 大客户贡献收入占比持续降低可见五粮液对经销商掌控能力提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：为剔除 2008 年前五粮液巨额关联交易的影响，2008 年前五粮液的数据均为前 4 大客户贡献收入比例）

图 6 白酒行业集中度仍有很大的提升空间



资料来源：统计局、公司公告、中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

| | |
|---|------------|
| 五粮液-预收款仍处高位保障今年增长，短期控量稳价有利明年持续向好——2011 年三季度报点评 | 2011/10/26 |
| 洽洽食品-利润增速超预期，目前估值偏低 | 2011/10/25 |
| 皇氏乳业-收入持续高增长，利润率有待提升 | 2011/10/24 |
| 双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大 | 2011/10/22 |
| 山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011 年三季度报点评 | 2011/10/20 |
| 好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种 | 2011/10/20 |
| 洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率高弹性已显现——跟踪报告 | 2011/10/20 |
| 贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011 年三季度报点评 | 2011/10/17 |
| 贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估 | 2011/10/12 |
| 贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评 | 2011/10/11 |
| 白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评 | 2011/9/25 |
| 好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长 | 2011/9/23 |
| 双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升 | 2011/9/23 |
| 五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要 | 2011/9/8 |
| 贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评 | 2011/8/30 |
| 五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+ | 2011/8/30 |
| 水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道 | 2011/8/26 |
| 酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪 | 2011/8/24 |
| 白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要 | 2011/8/24 |
| 皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张 | 2011/8/22 |
| 双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善 | 2011/8/18 |
| 五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报 | 2011/8/16 |
| 青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升 | 2011/8/13 |
| 伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点 | 2011/8/5 |
| 葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要 | 2011/8/4 |
| 酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂 | 2011/8/3 |
| 洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大 | 2011/8/1 |
| 五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评 | 2011/8/1 |
| 酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力 | 2011/7/28 |
| 洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升 | 2011/7/27 |
| 双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进 | 2011/7/24 |
| 洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵 | 2011/7/22 |
| 五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！） | 2011/7/21 |
| 酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度 | 2011/7/13 |
| 葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年 | 2011/7/12 |
| CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评 | 2011/7/12 |
| 洽洽食品-下一个中国旺旺 | 2011/7/07 |
| 酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础 | 2011/6/28 |
| 双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道 | 2011/6/22 |
| 2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现 | 2011/6/20 |
| 五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种 | 2011/6/12 |
| 泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评 | 2011/6/10 |

| | |
|---|------------------|
| 五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低 | 2011/6/09 |
| 洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低 | 2011/6/08 |
| 双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果 | 2011/5/30 |
| 伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升 | 2011/5/25 |
| 伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长 | 2011/5/18 |
| 青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张 | 2011/5/11 |
| 洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降 | 2011/5/02 |
| 光明乳业-季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源 | 2011/4/30 |
| 伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升 | 2011/4/30 |
| 双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复 | 2011/4/28 |
| 水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评 | 2011/4/28 |
| 贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评 | 2011/4/23 |
| 酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评 | 2011/4/22 |
| 双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面 | 2011/4/21 |
| 双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会 | 2011/4/19 |
| 皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货 | 2011/4/14 |
| 洽洽食品-季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升 | 2011/4/14 |
| 白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂 | 2011/4/11 |
| 食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评 | 2011/4/7 |
| 蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业 | 2011/4/4 |
| 光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效 | 2011/4/1 |
| 贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评 | 2011/3/29 |
| 泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评 | 2011/3/27 |
| 洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大 | 2011/3/25 |
| 金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商 | 2011/3/25 |
| 水井坊-2011 年仍是调整转型年 | 2011/3/24 |
| 贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评 | 2011/3/21 |
| 洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵 | 2011/3/14 |
| 伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心 | 2011/3/14 |
| 贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元 | 2011/3/10 |
| 金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家 | 2011/3/4 |
| 皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现 | 2011/2/27 |
| 乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合 | 2011/2/26 |
| 泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评 | 2011/2/22 |
| 食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大 | 2011/2/21 |
| 水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊 | 2011/2/16 |
| 双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿 | 2011/2/16 |
| 酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂 | 2011/2/14 |
| 水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候 | 2011/2/10 |
| 酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评 | 2011/1/28 |
| 伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化 | 2011/1/20 |
| 泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即 | 2011/1/19 |

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 21370 | 23584 | 31796 | 43343 | 营业收入 | 15541 | 22027 | 27301 | 33728 |
| 现金 | 14134 | 17864 | 25653 | 36029 | 营业成本 | 4863 | 6920 | 6866 | 7999 |
| 应收账款 | 89 | 20 | 25 | 30 | 营业税金及附加 | 1392 | 1974 | 2446 | 3022 |
| 其它应收款 | 38 | 108 | 134 | 165 | 营业费用 | 1803 | 2555 | 3167 | 3912 |
| 预付账款 | 328 | 14 | 14 | 16 | 管理费用 | 1562 | 1872 | 2321 | 2867 |
| 存货 | 4515 | 3768 | 3739 | 4356 | 财务费用 | -192 | -240 | -326 | -463 |
| 其他 | 2265 | 1810 | 2232 | 2746 | 资产减值损失 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 7304 | 7022 | 6704 | 6339 | 公允价值变动收益 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 33 | 27 | 27 | 27 | 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 6373 | 6322 | 6112 | 5803 | 营业利润 | 6095 | 8946 | 12827 | 16390 |
| 无形资产 | 300 | 296 | 292 | 289 | 营业外收入 | 51 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 598 | 377 | 273 | 221 | 营业外支出 | 75 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 28674 | 30605 | 38500 | 49682 | 利润总额 | 6070 | 8946 | 12827 | 16390 |
| 流动负债 | 10288 | 6666 | 6620 | 7918 | 所得税 | 1508 | 2237 | 3207 | 4097 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 4562 | 6710 | 9620 | 12292 |
| 应付账款 | 155 | 69 | 69 | 80 | 少数股东损益 | 167 | 246 | 353 | 451 |
| 其他 | 10133 | 6597 | 6551 | 7838 | 归属母公司净利润 | 4395 | 6464 | 9267 | 11842 |
| 非流动负债 | 19 | 3 | 3 | 3 | EBITDA | 6672 | 9367 | 13217 | 16691 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.16 | 1.70 | 2.44 | 3.12 |
| 其他 | 19 | 3 | 3 | 3 | | | | | |
| 负债合计 | 10307 | 6669 | 6622 | 7920 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 265 | 511 | 864 | 1315 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 3796 | 3796 | 3796 | 3796 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 953 | 953 | 953 | 953 | 营业收入 | 39.6% | 41.7% | 23.9% | 23.5% |
| 留存收益 | 13352 | 18677 | 26264 | 35696 | 营业利润 | 32.9% | 46.8% | 43.4% | 27.8% |
| 归属母公司股东权益 | 18101 | 23426 | 31014 | 40447 | 归属于母公司净利润 | 35.5% | 47.1% | 43.4% | 27.8% |
| 负债和股东权益 | 28674 | 30605 | 38500 | 49682 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 68.7% | 68.6% | 74.8% | 76.3% |
| | | | | | 净利率 | 28.3% | 29.3% | 33.9% | 35.1% |
| | | | | | ROE | 24.3% | 27.6% | 29.9% | 29.3% |
| | | | | | ROIC | 130.0 | 143.5% | 201.0 | 278.1% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 35.9% | 21.8% | 17.2% | 15.9% |
| | | | | | 净负债比率 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 2.08 | 3.54 | 4.80 | 5.47 |
| | | | | | 速动比率 | 1.64 | 2.97 | 4.23 | 4.92 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.63 | 0.74 | 0.79 | 0.76 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 156 | 383 | 1107 | 1105 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 24.65 | 61.61 | 99.61 | 107.62 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 1.16 | 1.70 | 2.44 | 3.12 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.03 | 1.40 | 2.51 | 3.35 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.77 | 6.17 | 8.17 | 10.66 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 32.32 | 21.98 | 15.33 | 12.00 |
| | | | | | P/B | 7.85 | 6.06 | 4.58 | 3.51 |
| | | | | | EV/EBITDA | 19 | 14 | 10 | 8 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434