

**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: 36.29元

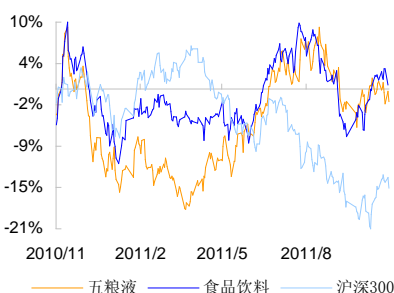
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2466.96
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	3796
流通市值(亿)	1377
EPS	1.16
每股净资产(元)	4.77
资产负债率	35.95%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
五粮液	0.86	-8.27	9.84
食品饮料	7.54	-6.19	7.13
沪深300指数	3.43	-4.54	-12.26



**相关报告**

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年三季报点评 2011-10-26  
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 2011-09-08

**五粮液**

**000858**

**强烈推荐**

**增长确定, 制约股价的因素逐步消除**

**——临时股东大会调研简报**

今天我们见证了具有历史意义的股东大会: 刘中国先生接替唐桥先生当选为股份公司第四届董事会董事长。我们期待董事长更替后公司持续和谐发展, 前期公司股价表现较弱, 我们认为有两个原因: 一是市场对管理层更替存在疑虑, 二是三季度业绩低于预期; 随着董事长实现平稳过渡, 三季度提价效应逐步在四季度显现助推业绩回升, 制约股价的因素逐步消除, 公司当前低估值远未反映业绩确定性的高增长, 我们持续强推。

**投资要点:**

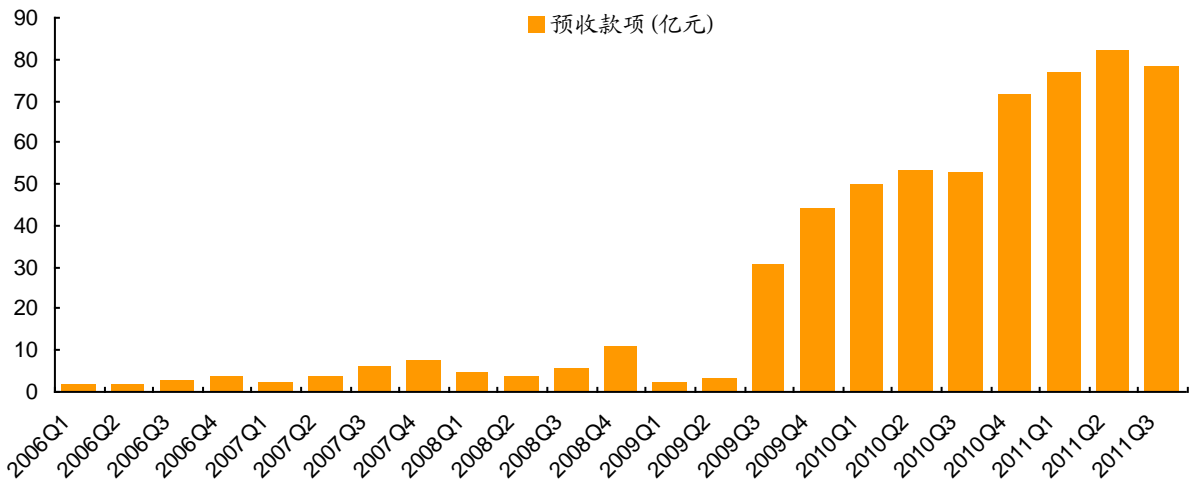
- **董事长实现平稳过渡, 延续前期的战略思路有利长期发展。**刘董事长多次提及尊重历史, 发展未来, 上任后将延续此前的战略思路: 做精做强超高端品牌, 做活做大中价位品牌, 做实做稳低端品牌, 实质上是要在提升品牌价值的基础上, 提高产能利用率及将原来散酒的销售转变为品牌酒销售(主品牌五粮液酒长期以来供不应求, 但浓香型酒分段摘酒的生产工艺决定了要实现五粮液酒产量提升, 要销售掉生产五粮液酒同时生产出来的大量的二、三级系列酒)。公司正通过更精细化的渠道变革(华东营销中心), 及大力发展高价团购定制酒策略提高系列酒的销量及售价, 逐步提升五粮液的产量, 实现量价齐升。战略思路的延续有利公司平稳发展。
- **随着五粮液酒价格体系逐步稳固, 提价效果显现有望使公司四季度业绩重回高增长。**我们从终端调研发现, 9月份五粮液提价后, 目前五粮液一批价已到950~1000元(9月份提价之前是800多), 价格迅速到位。实际上也是公司品牌力提升+渠道扁平化的必然结果。品牌力提升: 公司高层亲自带队做团购, 争取意见领袖提升品牌力, 我们估算公司的团购比例已达30%, 减少了流通渠道的销量; 渠道扁平化: 除提高团购比例外, 公司还大力发展专卖店, 控老店的计划量, 增加新店, 扁平化渠道提高掌控力(目前已有近1000家专卖店数量与茅台相仿), 掌控力提高则价格体系理得很顺。三季度末公司预收款仍高达79亿元, 随着明年春节提前, 四季度是销售旺季, 给经销商发货进度加快, 大量预收款有望在四季度逐步确认收入, 经测算6亿元对应EPS为0.1元(6×85%(高档酒毛利率)×(1-25%)/37.96=0.1元)。
- **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。而公司加大对定价在200-600元间中价位系列酒的投入也将有望成为明年业绩增长的亮点。
- **2015年规划实现营收400亿, 5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实现主品牌及系列酒的量价齐升, 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。
- **持续强推。维持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

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15541	22027	27301	33728
收入同比(%)	40%	42%	24%	24%
归属母公司净利润	4395	6464	9267	11842
净利润同比(%)	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	32.13	21.85	15.24	11.92
P/B	7.80	6.03	4.55	3.49
EV/EBITDA	19	14	10	8

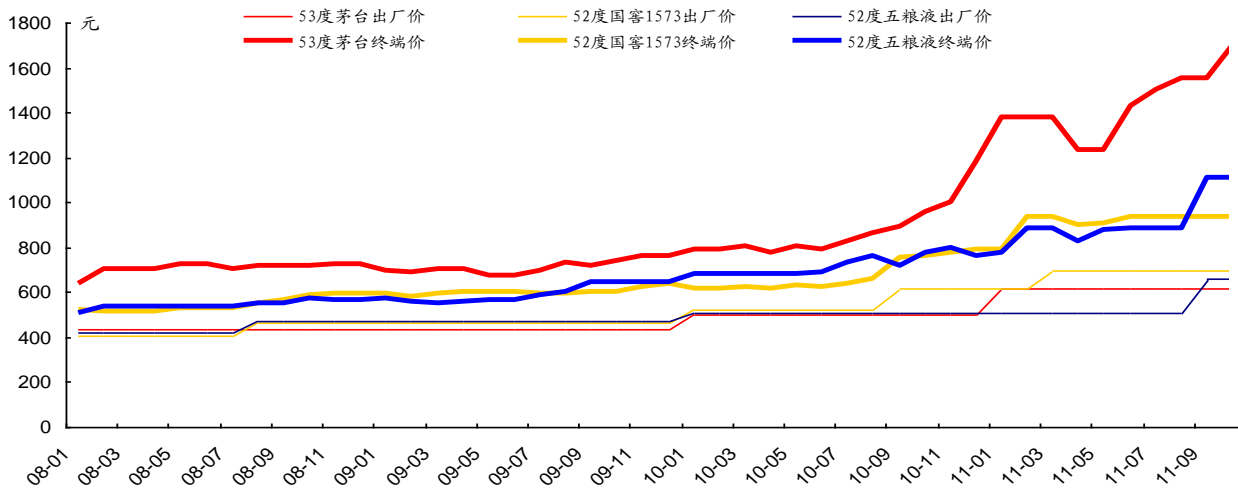
资料来源: 中投证券研究所

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



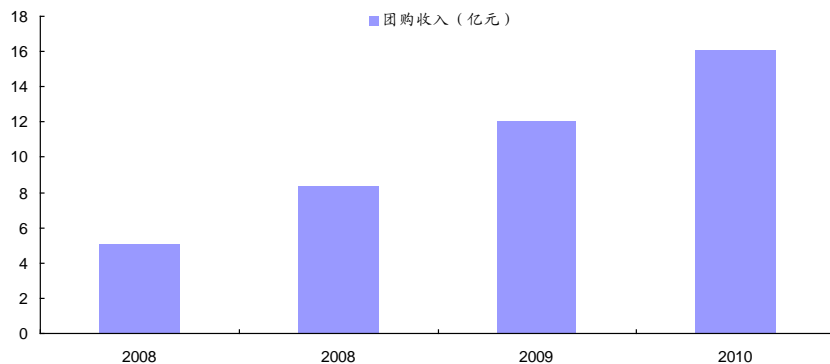
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 近三年高档白酒出厂价/终端价情况



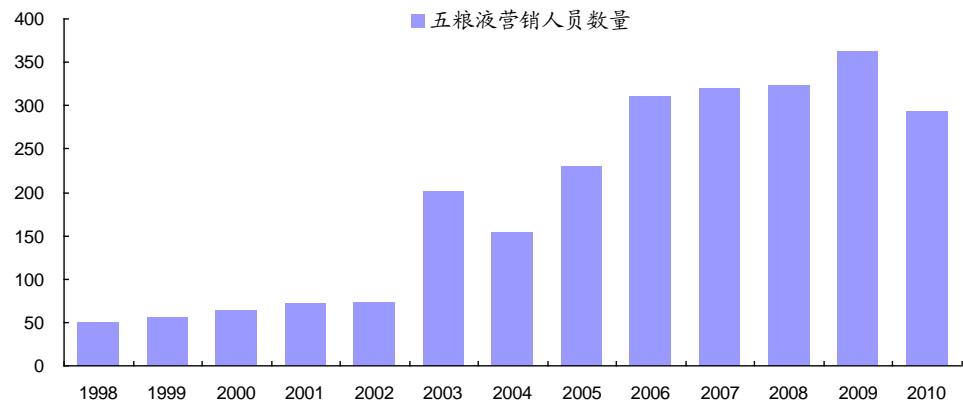
资料来源：中投证券研究所

图 3 五粮液团购收入迅速提升



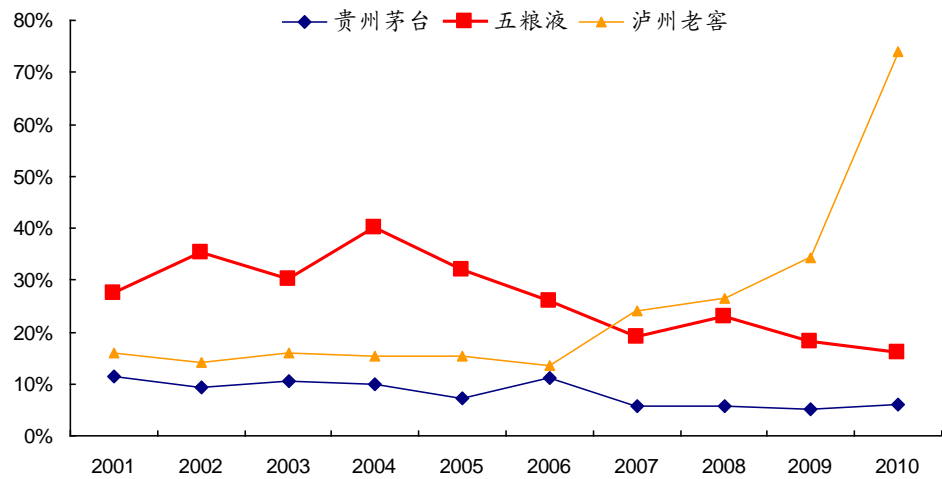
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 五粮液营销人员团队持续壮大



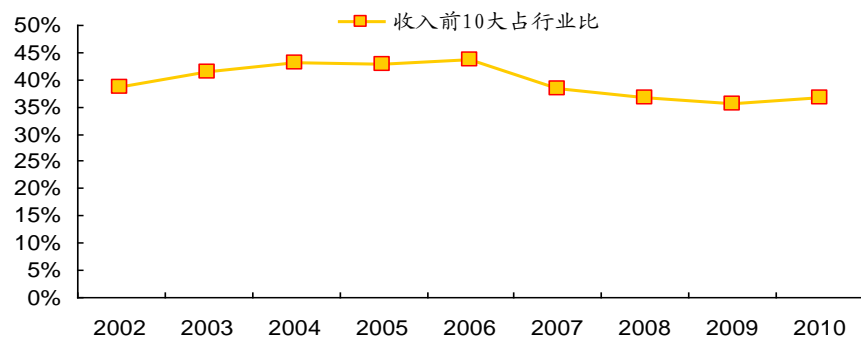
资料来源：公司公告、中投证券研究所

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 6 个月来发布的报告

五粮液-增长确定，制约股价的因素逐步消除——临时股东大会调研简报	2011/11/17
酒鬼酒-销售情况良好，增发完成后业绩有望持续高增长——联合调研纪要	2011/11/13
酒鬼酒-增发完成在即，业绩有望持续高增长——2011 年三季度点评	2011/10/30
泸州老窖-主营业务增长超预期，投资收益拖累净利润——2011 年三季度点评	2011/10/28
水井坊-业绩大幅增长，仍需紧密关注品牌渠道重塑——2011 年三季度点评	2011/10/26
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——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

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	21370	23584	31796	43343
现金	14134	17864	25653	36029
应收账款	89	20	25	30
其他应收款	38	108	134	165
预付账款	328	14	14	16
存货	4515	3768	3739	4356
其他流动资产	2265	1810	2232	2746
<b>非流动资产</b>	7304	7022	6704	6339
长期投资	33	27	27	27
固定资产	6373	6322	6112	5803
无形资产	300	296	292	289
其他非流动资产	598	377	273	221
<b>资产总计</b>	28674	30605	38500	49682
<b>流动负债</b>	10288	6666	6620	7918
短期借款	0	0	0	0
应付账款	155	69	69	80
其他流动负债	10133	6597	6551	7838
<b>非流动负债</b>	19	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	3	3	3
<b>负债合计</b>	10307	6669	6622	7920
少数股东权益	265	511	864	1315
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	13352	18677	26264	35696
归属母公司股东权益	18101	23426	31014	40447
<b>负债和股东权益</b>	28674	30605	38500	49682

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	7703	5332	9541	12721
净利润	4562	6710	9620	12292
折旧摊销	770	661	716	763
财务费用	-192	-240	-326	-463
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	2366	-1801	-471	119
其他经营现金流	201	2	2	8
<b>投资活动现金流</b>	-464	-355	-399	-399
资本支出	463	400	400	400
长期投资	0	-6	0	0
其他投资现金流	-2	39	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-648	-1248	-1353	-1946
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-648	-1248	-1353	-1946
<b>现金净增加额</b>	6591	3729	7789	10376

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	15541	22027	27301	33728
营业成本	4863	6920	6866	7999
营业税金及附加	1392	1974	2446	3022
营业费用	1803	2555	3167	3912
管理费用	1562	1872	2321	2867
财务费用	-192	-240	-326	-463
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	6095	8946	12827	16390
营业外收入	51	0	0	0
营业外支出	75	0	0	0
<b>利润总额</b>	6070	8946	12827	16390
所得税	1508	2237	3207	4097
<b>净利润</b>	4562	6710	9620	12292
少数股东损益	167	246	353	451
<b>归属母公司净利润</b>	4395	6464	9267	11842
<b>EBITDA</b>	6672	9367	13217	16691
<b>EPS (元)</b>	1.16	1.70	2.44	3.12

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	39.6%	41.7%	23.9%	23.5%
营业利润	32.9%	46.8%	43.4%	27.8%
归属于母公司净利润	35.5%	47.1%	43.4%	27.8%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	32.13	21.85	15.24	11.92
P/B	7.80	6.03	4.55	3.49
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(酒类), 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>

### 深圳市

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

### 北京市

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

### 上海市

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