

五粮液：关注未来发展战略和方向

评级： 买入-A

上次评级： 买入-A

五粮液公司调研简报

目标价格： 50.00 元

报告关键点：

期限： 6个月 上次预测： 56.00元

现价(2011年11月18日)： 35.12元

- 📖 提名候选人高票通过，尚未提出具体发展战略；
- 📖 2011年经营状况良好，华东营销中心试点成功；
- 📖 短期业绩无忧，关注未来发展战略和方向

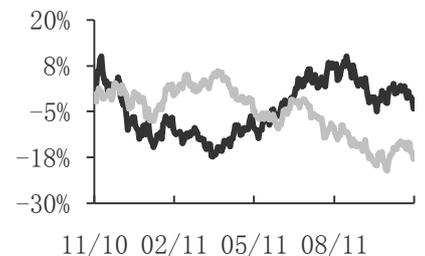
报告日期： 2011-11-21

报告摘要：

总市值(百万元)	133,314.35
流通市值(百万元)	133,298.70
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.52
12个月最低/最高	30.00/41.48元
十大流通股股东(%)	60.94%
股东户数	277,171

➤ **提名候选人高票通过，尚未提出具体发展战略：**11月16日五粮液公司召开临时股东大会，会议通过了选举刘中国先生任股份公司董事议案，赞成票占99.86%，弃权票占0.14%。随后的第四届董事会第十八次会议选举刘中国先生担任股份公司董事长。我们注意到：会上刘总虽然在就职演说中提到了五粮液未来发展目标 and 远景，但我们认为总体上是一个纲领性的，还不具体和清晰。

12个月股价表现



11/10 02/11 05/11 08/11

五粮液 沪深300

➤ **2011年经营状况良好，华东营销中心试点成功：**前三季度公司共销售约10万吨白酒，同比增长30%。其中五粮液销售近12000吨，增长约16%，我们预计全年完成14000吨销量基本无悬念。另外，公司的中低档酒的销售也取得了较好的战绩，其中，尖庄8000吨，同比增长25%；五粮春6000多吨，增长约18%；普酒491吨；金六福13700吨，增长超过12%。特别是五粮醇11000多吨，同比增长27.6%，预计全年能够达到20000吨。我们预计公司全年白酒销量将达到13-14万吨。成立不到1年的华东营销中心，除五粮液、1618等高端产品已超额完成任务外，六和液增幅在30%以上，五粮春增幅40%，五粮醇销售达到10000吨，增幅高达50%，达到当初设立中心“整合资源，加强中档酒的营销力度”的目标，我们预计这种新型的营销方式将会在其他地区进行复制。

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.31)	(4.15)	13.78
绝对收益	(1.90)	(11.31)	(4.22)

➤ **短期业绩无忧，更关注未来发展战略和方向：**公司9月初对52°五粮液果断提价150元/瓶，由于之前的欠酒和提价前的控货，预计提价基本都在2012年体现。加之公司今年五粮液优质酒的增长在10%以上，从当前市场的供求状况看，明年业绩将呈现量价齐升式的增长。另外，公司利用巨大的资本和产能技术优势进行行业整合也将在明年开始展开。但我们认为市场更重视五粮液未来的发展战略和方向，因为这将决定未来相当长的一段时期公司的成长性和行业地位。

李铁

 010-66581633
执业证书编号

行业分析师

 litie2@essence.com.cn
S1450511020014

徐昊

 010-66581748
执业证书编号

行业分析师

 xuhao1@essence.com.cn
S1450511080005

➤ **维持盈利预测和投资评级：**我们预计公司2011-2013年的销售收入分别为203亿元、264亿元和317亿元，EPS分别为1.71元、2.27元和2.82元，对应21、16和13倍PE。考虑到公司的行业龙头地位，参考其他一线白酒的估值情况，我们给予公司2012年22倍PE，6个月的目标价为50元，维持买入-A的投资评级。

➤ **风险提示：**白酒行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.2	15,541.3	20,349.9	26,354.8	31,748.5
Growth(%)	40.3%	39.6%	30.9%	29.5%	20.5%
净利润	3,466.7	4,562.1	6,543.2	8,657.9	10,751.3
Growth(%)	79.2%	35.5%	48.0%	32.3%	24.2%
毛利率(%)	65.3%	68.7%	70.6%	71.5%	71.7%
净利润率(%)	29.2%	28.3%	32.0%	32.7%	33.7%
每股收益(元)	0.85	1.16	1.71	2.27	2.82
每股净资产(元)	3.84	4.84	6.56	8.84	11.68
市盈率	41.1	30.3	20.5	15.5	12.5
市净率	9.1	7.3	5.4	4.0	3.0
净资产收益率(%)	23.8%	24.8%	26.3%	25.8%	24.3%
ROIC(%)	55.0%	56.4%	113.8%	237.8%	15460.9%
EV/EBITDA	24.8	18.2	13.2	9.1	6.4
股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

五粮液：业绩符合预期，提价奠定基础
2011-10-27

五粮液：业绩超预期，预收创新高
2011-08-16

五粮液：改革即将全面进行
2011-06-21

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-11-18
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表											
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
减: 营业成本	3,860.7	4,863.2	5,979.5	7,508.1	8,995.9	营业收入增长率	40.3%	39.6%	30.9%	29.5%	20.5%
营业税费	798.6	1,392.2	1,831.5	2,371.9	2,844.7	营业利润增长率	88.7%	32.9%			24.2%
销售费用	1,164.2	1,803.2	2,360.6	3,162.6	3,682.8	净利润增长率	79.2%	35.5%			24.2%
管理费用	839.0	1,561.9	2,045.2	2,648.7	3,190.7	EBITDA 增长率	89.4%	29.3%			21.6%
财务费用	-109.7	-192.5	-558.2	-879.0	-1,297.2	EBIT 增长率	97.1%	31.8%			22.2%
资产减值损失	8.5	15.0	-29.4	-0.0	-0.0	NOPLAT 增长率					22.2%
加: 公允价值变动收益	15.5	-6.9	-	-	-	投资资本增长率	27.3%	-31.3%			
投资和汇兑收益	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4	净资产增长率	27.3%	26.0%			
营业利润	4,586.7	6,094.7		11,545.9	14,335.0	利润率					
加: 营业外净收支	18.9	-24.5	-	-2.0	-	毛利率	65.3%	68.7%	70.6%	71.5%	71.7%
利润总额	4,605.6	6,070.2		11,543.9	14,335.0	营业利润率	41.2%	39.2%		43.8%	45.2%
减: 所得税	1,138.9	1,508.2	-	2,886.0	3,583.8	净利润率	29.2%	28.3%		32.7%	33.7%
净利润	3,466.7	4,562.1		8,657.9	10,751.3	EBITDA/营业收入	46.0%	42.6%		41.8%	42.2%
资产负债表											
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	40.2%	38.0%		40.5%	41.1%
交易性金融资产	7,543.6	14,134.5	23,082.0	35,521.0	50,961.9	运营效率					
应收帐款	23.7	20.8	20.8	20.8	20.8	固定资产周转天数	182	154	112	85	68
应收票据	171.6	127.0	166.7	215.9	260.1	流动营业资本周转天数	28	-17	-48	-69	-96
预付款项	1,842.1	2,180.6	2,855.1	3,697.6	4,454.4	流动资产周转天数	356	401	474	543	637
存货	195.7	328.4	491.6	696.6	942.2	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
其他流动资产	3,476.8	4,514.8	5,537.2	6,952.7	8,330.4	存货周转天数	90	93	89	85	87
可供出售金融资产	29.3	63.7	71.7	118.5	160.6	总资产周转天数	555	574	601	636	712
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	226	153			
长期股权投资	30.0	32.5	32.1	32.1	32.1	投资回报率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROE	23.8%	24.8%			
固定资产	6,935.9	6,373.5	6,287.3	6,114.5	5,886.0	ROA	16.6%	15.9%		16.0%	15.0%
在建工程	218.5	514.6	309.4	186.2	112.3	ROIC					
无形资产	308.1	299.6	299.7	299.8	299.9	费用率					
其他非流动资产	73.7	83.6	89.2	89.5	89.7	销售费用率	10.5%	11.6%	11.6%	12.0%	11.6%
资产总额	20,849.1	28,673.5	39,242.6	53,945.3	71,550.4	管理费用率	7.5%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-1.0%	-1.2%	-2.7%	-3.3%	-4.1%
应付帐款	579.0	844.5	205.8	258.4	309.6	三费/营业收入	17.0%	20.4%	18.9%	18.7%	17.6%
应付票据	-	56.5	69.5	87.2	104.5	偿债能力					
其他流动负债	5,684.7	9,387.4	14,021.8	19,974.6	26,740.5	资产负债率	30.1%	35.9%			
长期借款	-	-	-	-	-	负债权益比	43.0%	56.1%	57.5%	60.7%	61.4%
其他非流动负债	4.9	19.1	36.4	58.0	77.4	流动比率	2.12	2.08	2.25	2.32	2.40
负债总额	6,268.6	10,307.4	14,333.4	20,378.1	27,231.9	速动比率	1.56	1.64	1.87	1.98	2.09
少数股东权益	305.4	265.1	303.7	354.8	418.2	利息保障倍数	#####	-30.67	-14.63	-12.13	-10.05
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	分红指标					
留存收益	10,479.1	14,305.1	20,809.6	29,416.5	40,104.3	DPS(元)	0.09	0.15	-	-	-
股东权益	14,580.5	18,366.1	24,909.3	33,567.2	44,318.5	分红比率	10.8%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	3,466.7	4,562.1	6,543.2	8,657.9	10,751.3	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
加: 折旧和摊销	683.1	770.1	337.7	347.5	354.2	EPS(元)	0.85	1.16	1.71	2.27	2.82
资产减值准备	8.5	8.3	-29.4	-0.0	-0.0	BVPS(元)	3.84	4.84	6.56	8.84	11.68
公允价值变动损失	-15.5	6.9	0.0	-	-	PE(X)	41.1	30.3	20.5	15.5	12.5
财务费用	-	-	-	-558.2	-879.0	PB(X)	9.1	7.3	5.4	4.0	3.0
投资收益	-3.1	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4	P/FCF	-	19.5	15.6	11.2	8.9
少数股东损益	221.9	166.7	38.6	51.1	63.4	P/S	12.0	8.6	6.6	5.1	4.2
营运资金的变动	2,388.9	3,320.6	2,118.2	3,485.7	4,387.5	EV/EBITDA	24.8	18.2	13.2	9.1	6.4
经营活动产生现金流量	6,054.0	7,703.1	8,446.7	11,659.8	14,255.8	CAGR(%)	35.7%	33.1%	26.3%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-4,257.0	-464.5	-28.3	-28.7	-28.7	PEG	1.2	0.9	0.8	-0.2	-0.1
融资活动产生现金流量	-178.8	-647.8	558.2	879.0	1,297.2	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University）会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008年1月加盟安信证券研究中心。

徐昊，食品饮料行业分析师，会计学硕士，3年食品饮料行业投资研究经验。曾就职于国都证券研究所，2011年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

李铁、徐昊分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034