

五粮液 (000858)
买入/维持评级

股价: RMB34

分析师

洪婷
SAC 执业证书编号: S1000510120012
(021)6849 8639
hongting@mail.htlhc.com.cn

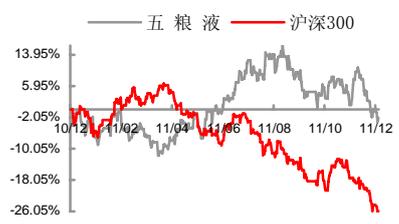
蒋小东
SAC 执业证书编号: S1000510120031
(021)6849 8615
jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn
逯海燕
SAC 执业证书编号: S1000510120030
(021)6849 8615
luhy@mail.htlhc.com.cn

相关研究

基础数据

| | |
|----------------|---------|
| 总股本 (百万股) | 3,796 |
| 流通 A 股 (百万股) | 3,796 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0 |
| 可转债 (百万元) | |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 129,063 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2011 超额完成, 明年高速增长确定性强

—五粮液 1218 经销商大会侧记

- 近日我们参加了五粮液集团在宜宾举行的一年一度的 1218 经销商大会。我们充分感受到了今年以来五粮液酒销售的热度以及各地经销商对五粮液产品质量和品牌的认可。我们自 2008 年以来每年的都会参加五粮液举办的这个经销商大会, 据我们了解今年参加的经销商人数达到创新高的近 2000 人。
- **2011 年超额完成任务, 未来持续增长可期。**公司 2011 年总销量增长 20%, 其中普五销量达到 14600 吨, 增速超年初任务, 总收入超过 20 亿元; 品牌打造取得阶段性成果: 高端及超高端产品销售量大幅提升; 加强了对市场片区的管理和处罚, 稳定市场价格体系; 新建 213 家专卖店、旗舰店; 打造重点品牌, 六和液、五粮春、五粮醇 (销量首次突破 2 万吨, 其中宁夏单地销售量达到 5000 吨) 和酱酒; 华东营销中心有效整合各项资源。
- **2012 年 3 大任务: 提升品牌、优化结构和整合资源, 总收入增长 30%。**公司 2012 年继续推进销售增长: 总收入同比增长 30%, 销售量增长 20%; 高端五粮液收入同比增长 40%, 量价齐升, 1618 稳中有升。系列酒中重点品牌销售收入同比增长 30%, 其他增长 20%。为实现 2012 年销售计划, 公司将重点推进三大工作: 提升品牌、优化结构和整合资源。
- **管理层处磨合期, 对公司业绩增长影响不大。**通过我们在本次经销商大会上的观察以及侧面的了解, 目前新老领导交替顺利进行, 管理层处于磨合期, 股份公司其他高管名单有可能在春节前后确认。我们认为虽然管理层有一定的磨合期, 但从各项销售策略以及发展策略来看, 公司正持续的循着一条持续增长的道路上发展, 业绩的基本面继续实现快速持续增长的确定性较高, 管理层的变化并不会对基本面增长造成负面影响。
- **盈利预测和投资建议:** 通过参加本次经销商大会, 我们也从一个侧面了解到公司 2012 年将实现符合我们之前预期的确定性增长: 收入增长 30%, 业绩增长 40%。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.70、2.38 和 3.20, 相对于目前股价的 PE 为 20、14 和 11 倍, 进入合理估值区间, 达到历史较低的位置, 维持买入评级。
- **风险提示:** 经济和政策风险影响白酒消费。

| 经营预测与估值 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 15541.3 | 20372.0 | 26836.0 | 34927.0 |
| (+/-%) | 39.6 | 31.1 | 31.7 | 30.1 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 4395.4 | 6459.0 | 9046.0 | 12150.0 |
| (+/-%) | 35.5 | 47.0 | 40.1 | 34.3 |
| EPS(元) | 1.16 | 1.70 | 2.38 | 3.20 |
| P/E(倍) | 29.4 | 20.0 | 14.3 | 10.6 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

近日我们参加了五粮液集团在宜宾举行的一年一度的 1218 经销商大会。在本次大会上我们充分感受到了今年以来五粮液酒销售的热度以及各地经销商对五粮液产品质量和品牌的认可，以及对代理销售五粮液产品的积极性。我们自 2008 年以来每年的都会参加五粮液举办的这个经销商大会，据我们了解今年参加的经销商人数达到了 2008 年以来的新高，近 2000 名经销商聚集宜宾与公司共同探讨 2012 年的发展大计。

通过本次大会，我将主要的感受以及对白酒行业及公司的认识总结为以下几点：

- 从公司长期发展来说：公司将继续以白酒为主业，推进量价齐升的政策，继续实现股份制公司业绩稳定较快增长。
- 2012 年公司将专注于三大工作：提升品牌、优化结构和整合资源。继续坚持品牌建设，做强高端、做大中高端，做实低端，并进一步整合经销商及专卖店以支持品牌及销售策略。
- 外延式扩张：公司可能会寻找合适的地方性酒企作为收购标的，以实现销售渠道、市场和规模的扩大。

2011 年超额完成任务，未来持续快速增长可期

在行业整体景气以及公司自身的不懈努力之下，公司超额完成 2011 年的生产和销售任务：

- 总销量增长超过 20%，高端产品普通五粮液销售量达到 14600 吨，总收入超过 20 亿元。
- 品牌打造取得阶段性成果：一、高端及超高端产品销售量大幅提升；二、加强了对市场片区的管理和处罚，稳定市场价格体系；三、新建 213 家专卖店、旗舰店；四、打造重点品牌，六和液、五粮春、五粮醇（销量首次突破 2 万吨，其中宁夏单地销售量达到 5000 吨）和酱酒；五、华东营销中心有效整合各项资源。
- 国际化战略有较大突破。
- 加强与党政军的合作，团购数量有较大幅度提升。

2012 年 3 大任务：提升品牌、优化结构、整合资源

公司提出 2012 年销售计划：总收入同比增长 30%，销售量增长 20%；高端五粮液收入同比增长 40%，量价齐升，1618 稳中有升。系列酒中重点品牌销售收入同比增长 30%，其他增长 20%。

为实现销售计划，公司将集中精力做好 3 大任务：提升品牌、优化结构、整合资源。

继续通过广告宣传市场投入等手段提升品牌形象

公司 2012 年品牌提升主要分以下几部分：

- 精细化做好五粮液核心品牌：普通五粮液、1618 和年份酒等。五粮液品牌是公司的重中之重，五粮液核心品牌的维护是带动其他品牌产品的重要基础。
- 构建系列酒强势品牌(突出区域性强势品牌)。未来公司上量的产品还是以五粮醇、五粮春、五粮神为主的中低价位系列酒产品，其品牌的构建是公司未来收入及销量增速提升的重点。
- 科学构建系列酒品牌：战略布局次高端品牌。公司目前重点打造的次高端品牌是 1618 和六和液，在五粮液、贵州茅台等高档产品售价超过 1000 元之后，200-1000 元的市场空间增大，公司将战略性在该市场逐步树立有一定品牌影响力的产品。
- 整合弱势品牌。目前公司还有一些销售量较差的总经销品牌，明年将逐步整合，剔除出市场。

通过优化产品结构实现持续增长

公司将继续遵循 2010 年下半年以来的销售策略：做强高端产品、做大中高端产品，做实低端产品以实现产品结构的优化。

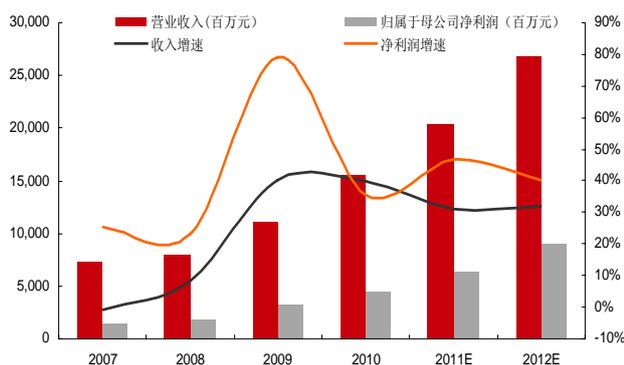
未来业绩的持续增长不仅来自于以普通五粮液为代表的高端产品的量价齐升，还将更多的来自于以五粮醇、五粮春等为主的中高端产品销售量的快速提升。

进一步整合品牌、渠道等资源

为实现最高的运作效率，整合各项资源是公司 2012 年工作的重点：

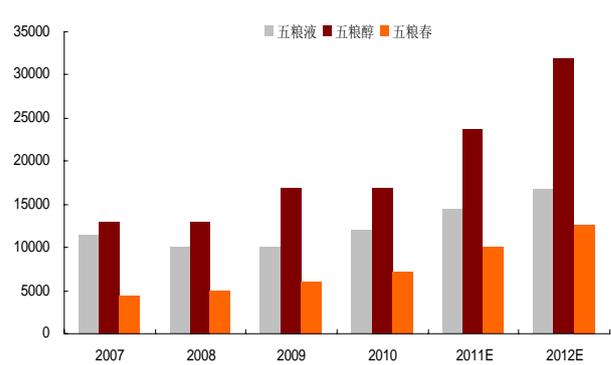
- 整合品牌资源，突出重点品牌，剔除弱势品牌；
- 整合渠道资源，加强对专卖店的清理整顿，增加对团购渠道的投入；
- 整合销售资源，继续建设华东营销中心，整合包括公司、经销商在内的各项销售资源，组件大营销团队，推动销售市场开拓。

图 1 公司营业收入和净利润及增速变化



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

图 2 五粮液、五粮醇、五粮春历史销量及预期 (吨)



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

管理层处于磨合期

目前市场上较为关心的是股份公司董事长新老交替是否会对公司业绩产生影响的问题。通过我们在本次经销商大会上的观察以及侧面的了解，目前新老交替顺利进行，管理层处于磨合期。

我们认为虽然管理层有一定的磨合期，但从公司的各项销售策略以及发展策略来看，公司正持续的循着一条持续增长的道路发展，公司业绩的基本面继续实现快速持续增长的确切性较高，管理层的变化并不会对基本面增长造成负面影响。

盈利预测和投资建议

通过参加本次经销商大会，我们也从一个侧面了解到公司 2012 年将继续实现符合我们之前预期的确定性增长：收入增长 30%，业绩增长 40%。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.70、2.38 和 3.20，相对于目前股价的 PE 为 20、14 和 11 倍，进入合理估值区间，达到历史较低的位置，维持买入评级。

风险提示

经济及政策风险影响白酒消费增长。

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 21370 | 22934 | 35966 | 53546 | 营业收入 | 15541 | 20372 | 26836 | 34927 |
| 现金 | 14134 | 16717 | 27529 | 42241 | 营业成本 | 4863 | 5862 | 7455 | 9364 |
| 应收账款 | 89 | 88 | 138 | 219 | 营业税金及附加 | 1392 | 1630 | 2093 | 2724 |
| 其他应收款 | 38 | 81 | 108 | 146 | 营业费用 | 1803 | 2200 | 2684 | 3423 |
| 预付账款 | 328 | 195 | 306 | 451 | 管理费用 | 1562 | 1935 | 2281 | 2794 |
| 存货 | 4515 | 4305 | 5847 | 7837 | 财务费用 | -192 | -175 | -180 | -170 |
| 其他流动资产 | 2265 | 1547 | 2038 | 2653 | 资产减值损失 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 7304 | 6711 | 6135 | 5487 | 公允价值变动收 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 33 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 6373 | 6011 | 5484 | 4813 | 营业利润 | 6095 | 8920 | 12503 | 16792 |
| 无形资产 | 300 | 349 | 414 | 498 | 营业外收入 | 51 | 0 | 18 | 21 |
| 其他非流动资产 | 598 | 0 | 237 | 176 | 营业外支出 | 75 | 0 | 29 | 33 |
| 资产总计 | 28674 | 29645 | 42101 | 59033 | 利润总额 | 6070 | 8920 | 12492 | 16780 |
| 流动负债 | 10288 | 6172 | 9241 | 13561 | 所得税 | 1508 | 2216 | 3104 | 4169 |
| 短期借款 | 0 | 188 | 201 | 211 | 净利润 | 4562 | 6704 | 9389 | 12611 |
| 应付账款 | 155 | 166 | 247 | 364 | 少数股东损益 | 167 | 245 | 343 | 461 |
| 其他流动负债 | 10133 | 5818 | 8792 | 12987 | 归属母公司净利 | 4395 | 6459 | 9046 | 12150 |
| 非流动负债 | 19 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 6672 | 9539 | 13160 | 17488 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.16 | 1.70 | 2.38 | 3.20 |
| 其他非流动负 | 19 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 10307 | 6172 | 9241 | 13561 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 265 | 510 | 853 | 1314 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 3796 | 3796 | 3796 | 3796 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 953 | 494 | 494 | 494 | 营业收入 | 39.6% | 31.1% | 31.7% | 30.1% |
| 留存收益 | 13352 | 18672 | 27717 | 39867 | 营业利润 | 32.9% | 46.4% | 40.2% | 34.3% |
| 归属母公司股 | 18101 | 22962 | 32008 | 44158 | 归属母公司净利 | 35.5% | 46.9% | 40.1% | 34.3% |
| 负债和股东权 | 28674 | 29645 | 42101 | 59033 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 68.7% | 71.2% | 72.2% | 73.2% |
| | | | | | 净利率(%) | 28.3% | 31.7% | 33.7% | 34.8% |
| | | | | | ROE(%) | 24.3% | 28.1% | 28.3% | 27.5% |
| | | | | | ROIC(%) | 97.7% | 93.7% | 165.3 | 355.6 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 35.9% | 20.8% | 21.9% | 23.0% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 0.00% | 3.05% | 2.18% | 1.55% |
| | | | | | 流动比率 | 2.08 | 3.72 | 3.89 | 3.95 |
| | | | | | 速动比率 | 1.64 | 3.02 | 3.26 | 3.37 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.63 | 0.70 | 0.75 | 0.00 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 156 | 225 | 237 | 196 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 24.65 | 36.45 | 36.05 | 30.64 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新) | 1.16 | 1.70 | 2.38 | 3.20 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 2.03 | 1.13 | 2.87 | 3.89 |
| | | | | | 每股净资产(最 | 4.77 | 6.05 | 8.43 | 11.63 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 29.36 | 19.98 | 14.27 | 10.62 |
| | | | | | P/B | 7.13 | 5.62 | 4.03 | 2.92 |
| | | | | | EV/EBITDA | 17 | 12 | 9 | 7 |

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。