

2011年6月10日

# 五粮液

## 前拉后推，淡季不淡，业绩或超预期

**A**
**买入**

000858.SZ - 人民币 33.50

目标价格: 人民币 42.00(▲40.88)

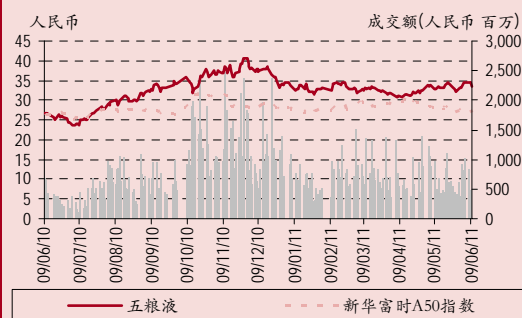
刘都\*

(8621)2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(3)	2	3	26
相对新华富时A50指数(%)	(0)	7	12	25

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	3,796
流通股(%)	43.93
流通股市值(人民币 百万)	55,864
3个月日均交易额(人民币 百万)	708
净负债率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
宜宾国有资产经营公司	56.07

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*苏绒为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

2011年1-3月份, 五粮液实现系列酒总销量3.67万吨, 同比增长23.34%, 各主要品种销量增速均超过20%, 其中五粮液销量4,818吨, 同比增长20.6%。总体上看, 1-5月份生产经营情况良好, 生产方面, 五粮液基酒有较大幅度增长, 销售方面, 1季度增长较快, 4-5月份淡季不淡。略调高2011-12年每股收益至1.49元、1.90元, 上调目标价格至42.00元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 1季度收入增速快于销量增速的原因多样, 其中包括: 1) 酱酒的推出; 2) 上年同期五粮液不完全是提价销售; 3) 五粮春和六和液的销量增速显著快于五粮醇; 4) 公司中低档产品不是简单的量的增长。
- 1季度后“淡季不淡”, 高档酒的供应仍然偏紧。预计截至5月底, 公司预收账款余额较1季度末仍有明显增加。
- “前拉后推”效应激发企业业绩增长的动力和潜力。
- 进入下半年, 五粮液提价预期趋强。

### 评级面临的风险

- 宏观经济增速趋缓影响高端酒消费的风险。
- 中档酒市场运作不达预期的风险。

### 估值

- 按照市盈率估值法, 我们相应将目标价由40.88元上调至42.00元, 维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	11,129	15,541	19,194	23,735	28,349
变动(%)	40.3	39.6	23.5	23.7	19.4
净利润(人民币 百万)	3,245	4,395	5,670	7,201	8,789
全面摊薄每股收益(人民币)	0.85	1.16	1.49	1.90	2.32
变动(%)	79.2	35.5	29.0	27.0	22.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.47	1.80	2.21
调整幅度(%)	-	-	1.6	5.4	4.8
市盈率(倍)	39.2	28.9	22.4	17.7	14.5
每股现金流量(人民币)	1.59	2.03	3.12	4.18	4.69
价格/每股现金流量(倍)	21.0	16.5	10.7	8.0	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.2	16.9	12.8	8.9	6.0
净资产收益率(%)	22.3	23.9	24.6	24.9	24.3
每股股息(人民币)	0.15	0.30	0.31	0.39	0.47
股息率(%)	0.45	0.90	0.92	1.16	1.42

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

近日我们调研了五粮液公司，公司董事会秘书、证券事务代表、财务部长、品牌部负责人就公司生产经营情况同投资者进行了交流。

## 1 季度销量情况

2011年1-3月份，公司实现系列酒总销量3.67万吨，同比增长23.34%，各主要品种销量增速均超过20%，其中五粮液销量4,818吨，同比增长20.6%；五粮春销量2,338吨，同比增长22.13%；五粮醇销量2,653吨，同比基本持平；永福酱酒235吨；六和液销量316吨，同比增长111.71%。

公司一季报披露销售收入同比增长38.96%，高于销量增速约15.6个百分点，原因较为多样：1) 酱酒的推出；2) 上年同期五粮液不完全是提价销售；3) 团购力度加大；4) 五粮春和六和液的销量增速显著快于五粮醇；5) 公司中低档产品不是简单量的增长。

## 淡季不淡

白酒消费仍有一定的淡旺季之分，一般情况下，进入4、5月份以后，销售基本平淡。

公司1-5月份生产经营情况良好，生产方面，尤其是五粮液基酒有较大幅度增长，销售方面，季度增长较快，尤其是高档酒的供应仍然偏紧。预计截至5月底，公司预收账款余额较1季度末仍有明显增加。

在1季度约计完成全年五粮液销量三分之一的情况下，供应仍然偏紧且预收账款继续增加，反映出淡季不淡的特征。

我们预计公司半年报存在较大的超预期可能性。

## 提价预期趋强

3月份前后，行业内主要品牌均对出厂价进行了向上调整，公司除将五粮液终端售价调高100元至889元外，并未对五粮液出厂价进行调整。

目前五粮液终端价基本理顺，考虑到各方面利益以及品牌维护和提升的需要，进入下半年后，公司提高出厂价的预期趋强。我们预计提价幅度在 110 元附近。

### 前拉后推，激发动力和潜力

所谓前拉，指贵州茅台释放快速增长信号以及付诸实际的行动，凸显了其与其他一线品牌的收入增速、利润增速、市场表现等方面的落差，会促使其他一线品牌做出积极回应。

所谓后推，是指白酒行业形势一片良好的背景下，二线白酒企业锐意进取，增速超常，使得行业龙头企业有“不进则退”的紧迫感。

我们认为在基本面支持的前提下，“前拉后推”效应会激发企业业绩增长的动力和潜力。

### 估值

我们略微调高 2011-2013 年每股收益至 1.49 元、1.90 元和 2.32 元，相应调高目标价至 42.00 元，维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	11,129	15,541	19,194	23,735	28,349
销售成本	(3,861)	(4,863)	(6,055)	(7,479)	(8,838)
经营费用	(2,792)	(4,776)	(5,534)	(6,700)	(7,944)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>5,160</b>	<b>6,672</b>	<b>7,993</b>	<b>9,976</b>	<b>12,007</b>
折旧及摊销	(683)	(770)	(388)	(420)	(439)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>4,477</b>	<b>5,902</b>	<b>7,605</b>	<b>9,556</b>	<b>11,567</b>
净利息收入(费用)	110	192	160	239	351
其他收益/(损失)	19	(25)	30	0	0
<b>税前利润</b>	<b>4,606</b>	<b>6,070</b>	<b>7,795</b>	<b>9,795</b>	<b>11,919</b>
所得税	(1,139)	(1,508)	(1,949)	(2,400)	(2,920)
少数股东权益	(222)	(167)	(177)	(194)	(210)
<b>净利润</b>	<b>3,245</b>	<b>4,395</b>	<b>5,670</b>	<b>7,201</b>	<b>8,789</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,245</b>	<b>4,395</b>	<b>5,670</b>	<b>7,201</b>	<b>8,789</b>
每股收益(人民币)	0.85	1.16	1.49	1.90	2.32
核心每股收益(人民币)	0.85	1.16	1.49	1.90	2.32
每股股息(人民币)	0.15	0.30	0.31	0.39	0.47
收入增长(%)	40.29	39.64	23.50	23.66	19.44
息税前利润增长(%)	97.12	31.84	28.85	25.65	21.05
息税折旧前利润增长(%)	90.60	29.31	19.79	24.82	20.35
每股收益增长(%)	79.20	35.46	28.99	27.00	22.05
核心每股收益增长(%)	79.20	35.46	28.99	27.00	22.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	7,544	14,134	24,490	38,574	54,602
应收帐款	1,945	2,270	3,071	3,845	4,593
库存	3,477	4,515	5,753	7,180	8,661
其他流动资产	318	451	446	500	549
<b>流动资产总计</b>	<b>13,283</b>	<b>21,370</b>	<b>33,759</b>	<b>50,099</b>	<b>68,405</b>
固定资产	6,936	6,373	6,905	6,874	6,804
无形资产	308	300	290	280	270
其他长期资产	322	631	212	372	332
<b>长期资产总计</b>	<b>7,566</b>	<b>7,304</b>	<b>7,406</b>	<b>7,525</b>	<b>7,406</b>
<b>总资产</b>	<b>20,849</b>	<b>28,674</b>	<b>41,166</b>	<b>57,624</b>	<b>75,810</b>
应付帐款	239	155	182	224	265
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,025	10,133	17,917	28,411	39,354
<b>流动负债总计</b>	<b>6,264</b>	<b>10,288</b>	<b>18,098</b>	<b>28,636</b>	<b>39,619</b>
长期借款	0	0	5	11	14
其他长期负债	5	19	19	19	19
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备	10,479	14,305	18,806	24,527	31,516
<b>股东权益</b>	<b>14,275</b>	<b>18,101</b>	<b>22,601</b>	<b>28,323</b>	<b>35,312</b>
少数股东权益	305	265	442	636	846
<b>总负债及权益</b>	<b>20,849</b>	<b>28,674</b>	<b>41,166</b>	<b>57,624</b>	<b>75,810</b>
每股帐面价值(人民币)	3.76	4.77	5.95	7.46	9.30
每股有形资产(人民币)	3.68	4.69	5.88	7.39	9.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.99)	(3.73)	(6.46)	(10.16)	(14.39)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	4,606	6,070	7,795	9,795	11,919
折旧与摊销	683	770	388	420	439
净利息费用	0	0	(160)	(239)	(351)
运营资本变动	4,541	8,087	12,390	16,340	18,305
税金	(1,139)	(1,508)	(1,949)	(2,400)	(2,920)
其他经营现金流	(2,637)	(5,716)	(6,604)	(8,048)	(9,589)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>6,054</b>	<b>7,703</b>	<b>11,859</b>	<b>15,869</b>	<b>17,803</b>
购买固定资产净值	(985)	(463)	(500)	(550)	(330)
投资减少/增加	1	5	0	0	0
其他投资现金流	(3,273)	(7)	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(4,257)</b>	<b>(464)</b>	<b>(500)</b>	<b>(550)</b>	<b>(330)</b>
净资产增加	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	5	6	3
支付股息	(569)	(1,139)	(1,169)	(1,479)	(1,800)
其他融资现金流	391	491	160	239	351
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(179)</b>	<b>(648)</b>	<b>(1,004)</b>	<b>(1,235)</b>	<b>(1,445)</b>
现金变动	1,618	6,591	10,355	14,084	16,028
期初现金	5,925	7,544	14,134	24,490	38,574
公司自由现金流	1,797	7,239	11,359	15,319	17,473
权益自由现金流	1,907	7,431	11,525	15,563	17,828

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	46.36	42.93	41.64	42.03	42.35
息税前利润率(%)	40.23	37.98	39.62	40.26	40.80
税前利润率(%)	41.38	39.06	40.61	41.27	42.04
净利率(%)	29.16	28.28	29.54	30.34	31.00
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.12	2.08	1.87	1.75	1.73
利息覆盖率(倍)	(40.8)	(30.7)	(47.5)	(40.0)	(32.9)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.57	1.64	1.55	1.50	1.51
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.2	28.9	22.4	17.7	14.5
核心业务市盈率(倍)	39.2	28.9	22.4	17.7	14.5
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	49.1	36.3	28.1	22.1	18.1
市净率(倍)	8.7	6.9	5.5	4.4	3.5
价格/现金流(倍)	21.0	16.5	10.7	8.0	7.1
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	23.2	16.9	12.8	8.9	6.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	114.0	106.0	109.4	110.4	111.5
应收帐款周转天数	3.4	2.1	3.7	4.4	4.4
应付帐款周转天数	22.6	11.7	11.0	11.0	11.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	17.55	25.91	20.62	20.54	20.48
净资产收益率(%)	22.25	23.93	24.60	24.86	24.31
资产收益率(%)	15.56	15.33	13.77	12.50	11.59
已运用资本收益率(%)	23.03	24.10	24.75	24.74	23.98

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371