



2011年8月16日

高价酒领衔超预期 增长近五成 调升EPS至1.72元

强烈推荐/维持

五粮液

财报点评

——五粮液（000858）2011年中报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynyljw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司8月16日发布2011年中报:总收入约106亿元、酒类收入96亿元、归属于上市公司股东净利润33.63亿元,同比增长39.84%、38.69%和48.98%,五粮液系列酒销量同比增长30.50%，“五粮液”酒供不应求,预收款82.41亿元,比年初71亿元增长11亿元或16%,EPS0.885元,较大幅度超预期。

表1: 公司分季度财务指标

指标	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入(百万元)	175	313	179	158	245	269	273
增长率(%)	-17.9%	56.0%	-6.1%	0.7%	39.6%	-14.1%	52.7%
毛利率(%)	39.0%	31.1%	48.9%	51.0%	52.7%	54.9%	47.6%
期间费用率(%)	20.0%	12.6%	27.8%	27.0%	35.8%	25.7%	28.2%
营业利润率(%)	5.7%	10.5%	12.4%	16.5%	10.5%	18.1%	10.6%
净利润(百万元)	8	31	9	20	17	36	23
增长率(%)	1737.8%	118.5%	-23.4%	1.5%	97.4%	17.3%	160.6%
每股盈利(季度,元)	0.02	0.09	0.03	0.06	0.05	0.11	0.07
资产负债率(%)	36.8%	39.7%	38.4%	39.9%	41.9%	38.4%	36.7%
净资产收益率(%)	0.5%	1.7%	0.5%	1.1%	0.9%	1.9%	1.2%
总资产收益率(%)	0.3%	1.0%	0.3%	0.6%	0.5%	1.2%	0.8%

资料来源: 公司信息披露, 东兴证券研究所

评论:

积极因素:

- **公司治理进一步完善** 报告期公司对《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《董事及高级管理人员行为准则》等24个规范化运作管理制度进行了全面清理、修订、整合、补充、完善;公司《关于进一步完善公司治理结构的整改方案》涉及八个方面(计12个具体事项)的整改,截至2011年5月26日已履行了《整改方案》中的承诺,12个整改事项在公司层面已全部完成。
- **销量增长超三成, 高端酒五粮液供不应求**。报告期五粮液系列酒产品销售总量同比增长30.50%,其中,“五粮液”酒供不应求,成为本期净利润增长高达49%的头号功臣。如果按照公司标准“含税终端价在120元/瓶以上的产品”就属于高价位酒来评判,则公司本期的超预期增长(我们此前预期增长38%左右,超出10个百分点以上)主要归功于高价位酒的增长,这可以从毛利率水平看得比较清楚——高价位酒达

到85.33%，中低价位酒仅为21.18%。我们从经销商处了解到，五粮液普通装（玻瓶）需要提前三个月将款汇至公司才能拿到货，五粮醇、五粮春、尖庄等各档次酒也较好增长，生产经营总体呈现淡季不淡、旺季将更旺的趋势。

- **利润增速快于收入，货币资金和预收账款分别高达182亿元和82亿元，营销费用和管理费用控制得力，费用率均下降1个百分点以上，存货仅增加6.7%，存货周转率上升17%，表明增长质量明显提升，增长态势明确。**公司净利润增速高达48.98%，比收入增速39.84%高出近10个百分点，比销量增速30.5%高出18.48个百分点，再结合货币资金、经营性现金流、费用控制等情况分析，不难发现公司增长质量有明显提升。报告期公司货币资金高达182.11亿元，较年初的141.35亿元增长超过40亿元或29%；商品销售和提供劳务收到的现金达到148.15亿元，较年初的103.06亿元增长45亿元或44%；预收账款高达82.42亿元，较年初的71.07亿元增加11.35亿元或16%。同期销售费用同比增长23.45%，主要由于市场维护和品牌拓展费用增加，但销售费用率同比下降 1.2 个百分点；管理费用同比增长 22.14%，主要由于收入增加引起商标使用费、土地租赁费、职工薪酬等费用增加，但管理费用率同比下降 1.12个百分点。从存货及存货周转率看，报告期公司存货从45亿元增加3亿元左右或6.7%至48亿元，增幅较小，而存货周转率从0.66次提升17%至0.77次，周转速度加快，说明公司的运营能力在加速，销售的确在增长。
- **积极进取的精神风貌让人耳目一新** 公司董事会在中报中谈到“经营中的困难和措施”时明确提出，针对原辅材料涨价等困难，“公司将不断开发和优化产品结构，改革和调整营销体系，整合资源，适应市场的变化，发扬‘追求无止境’的企业精神，抢抓机遇，充分发挥产能、品牌、管理、技术、质量、多酒种、资金等优势，直面激烈竞争，积极开拓市场，确保完成全年目标任务”。我们认为，在公司过去的年报和中报中，很少看到这样的务实性的积极进取表态，明确提出要发挥七大优势，积极开拓市场，对比2010年的中报和年报，可以更清楚地看到这一点：2010年中报说：“公司将不断强化管理，不断调整产品结构，消化或减轻成本力和国家政策调整所带来的经营压力；进一步加大市场拓展力度，不断完善对经销商的服务措施，帮助经销商不断提升市场运作能力，加强终端网络建设……公司将发扬‘创新求进，永争第一’的企业精神，不断创新，信心百倍地面对竞争激烈的市场环境，勇于竞争、敢于竞争，在竞争中促进公司持续稳步发展，回报股东和广大投资者”。2010年报在谈到“2011 年度经营计划”时说：“不断提高市场占有率，加强产品研发和技术管理创新，加大核心品牌和重点品牌的打造力度，加强营销渠道拓展和网络建设，力争实现营业收入、净利润、销售量不低于 20%的增长”。

消极因素：

- **白酒综合毛利率下降1个百分点至72.07%。**由于粮食等原辅材料价格、人工成本呈逐年上升趋势，带来成本压力。高价位酒（公司含税销售价格在120 元及以上的产品）和中低价位酒的毛利率均小幅下降，前者下降0.07个百分点至85.33%，后者下降1.08个百分点至21.18%，二者导致白酒综合毛利率下降1个百分点至72.07%。
- **白酒业是争议较多且双重征税的受限行业，市场化充分而竞争激烈，提价往往颇受非议导致提价不及时。**

业务展望：

- **补提价预期较为强烈。**茅台已于今年1月1日起整体提价20%，而公司由于多种原因未能提价，再加上原材料及人工成本上涨，导致毛利率有所下降，都成为强化下半年或第四季度提价的重要因素；
- **公司营销体系正在变革之中。**华东营销中心的设立和运作在团购市场方面已经开始发挥作用，预期还会

加大力度，条件成熟时在其他地区推广；

- 公司产品体系将更加完善。正着力丰富产品结构，逐步打造以六和液等为主打的中断产品体系；
- 集团公司的黄金酒业务有望注入。集团公司已承诺不再开展酒类业务，预期可以每年给公司带来数亿收入和利润
- 对白酒资源的整合力度将会加大，而且随着证监会立案调查的结束，公司在这方面的力度和速度都会超预期。另外，市值管理和股权激励都会继续运作，提前发挥效应。

结论：

- (1) 公司各项指标较大幅度超预期，增长质量在提升，展现积极面对未来的精神风貌；(2) 中高端酒会继续放量并伴随较大幅度提价预期；(3) 走出四川整合白酒市场以及和集团公司的黄金酒业务整合将形成新增长点；(4) 继续做好市值管理和股权激励工作强化成长预期。

盈利预测和投资建议：

- 基于对公司管理层精神风貌、品牌、产品、市场、营销、资源整合、市值管理、股权激励及四川省政府以公司为主力全力打造“中国白酒金三角”的设想和扶持举措等的了解和理解，调升2011年净利润增速8.2个百分点至42.8%，EPS调升7.5%或0.12元至1.72元，动态PE22.84倍，给予6个月32倍PE估值预期，目标价调升4元至55元，提升空间超过40%，继续强烈推荐。

风险提示：

公司提价不能及时跟进，而费用上涨过快，会吞噬中低端酒的利润；收购整合会产生新的销售、人力、管理等成本和矛盾。

表 2：公司 2011-2013 盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.22	15,541.30	21757.82	30025.79	40534.82
(+/-)	40.29%	39.64%	40.00%	38.00%	35.00%
经营利润 (EBIT)	4,586.67	6,094.75	8959.28	12981.99	18401.97
(+/-)	88.66%	32.88%	47.00%	44.90%	41.75%
净利润	3,466.67	4,562.06	6514.62	9169.97	12627.05
(+/-)	79.20%	35.46%	42.80%	40.76%	37.70%
每股净收益 (元)	0.86	1.16	1.72	2.42	3.33
市盈率 (倍)	37.03	29.91	22.84	16.23	11.78

资料来源：东兴证券研究所

表:3: 公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	营业收入增长 39.84%,	公司产品销量增加
2	营业利润增长 49.03%	公司收入增长
3	净利润增长 48.98%	公司收入增长
4	销售费用增长 23.45%	市场维护和品牌拓展费用增加, 但销售费用率同比下降 1.2 个百分点
5	管理费用增长 22.14%	收入增加引起商标使用费、土地租赁费、职工薪酬等费用增加; 但管理费用率同比下降 1.12 个百分点。
6	总资产较年初增长 12.99%	货币资金增加以及规模扩大致存货增加等引起
7	归属于母公司所有者权益较年初增长 12.29 %	本期盈利抵减利润分配后引起的所有者权益增加

分析师简介

刘家伟

经济学博士, 食品饮料行业首席研究员, 消费品及服务业研究小组负责人, 2007 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士, 2011 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。