

# 五粮液 (000858)

## 业绩超预期，股价仍低估，维持“强烈推荐”

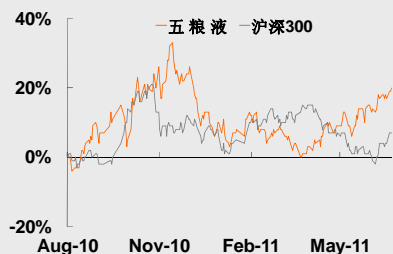
### 强烈推荐 (维持)

现价: 39.20 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾市国资营 /56.07%
实际控制人/持股	宜宾国资营/56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1488.02
流通 A 股市值(亿元)	1487.84
每股净资产(元)	5.33
资产负债率(%)	33.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《五粮液 (000858) 一季报点评 - 净利 20%-30% 增速可保三年, 11 年 PE 仅 21 倍, 上调至强烈推荐》, 2011 年 4 月 27 日

《五粮液 (000858) 年报点评 - 未来 3 年业绩增长无忧, 压力来自战略选择》, 2011 年 3 月 30 日

#### 证券分析师

文献 S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 1H11 净利同比增 48.7%，超市场预期

1H2011, 五粮液营收、净利分别增 39.8%、48.7%, EPS0.89 元。其中 2Q11 营收、净利分别增 41%、73.5%, EPS0.34 元。2Q11 营收和净利增速均超市场和我们的预期。

#### ■ 量价齐升促营收增 39.8%，提价预期下预收款增至 82 亿元

上半年, 五粮液营收增长 39.8%, 其中五粮液系列酒销量同比增 30.5%, 均价升约 9%。我们分析, 销量增 30.5% 原因包括: 公司营销改革初见成效, 如大力推动团购业务发展, 推动中低价位主打产品五粮醇尝试深度分销改革; 茅台提价后五粮液提价预期强烈吸引经销商积极囤货。均价上升原因包括: 产品结构调整, 如价位更高的五粮醇、五粮春等增速远高于金六福、浏阳河等; 团购业务占比上升, 而团购产品出厂价高于普通产品。均价上升导致了上半年中低档酒毛利率同比大增 26.5 个百分点至 48.8%。由于提价预期吸引经销商大量打款, 2Q11 末公司预收款环比 1Q11 增长 5.8 亿至 82 亿元, 这为下半年业绩增长留出了足够余粮。

#### ■ 费用规模效应助营业利润增速较毛利增速高 12 个百分点

受益于品牌、渠道、规模优势, 上半年, 五粮液管理费用和销售费用同比增幅均大幅低于营收, 仅分别增长 23.5%、22.1%, 这进一步将营业利润增速提升到了 49% (毛利增速 37%)。

#### ■ 上调 11 年预测 EPS 至 1.68 元, 维持“强烈推荐”

8 月份开始五粮液已限制经销商打款, 这将抬高市场对涨价的预期。但我们认为, 涨价时点并不一定在中秋前, 也可能延后至年末。凭借五粮液主品牌价量齐升和 82 亿预收款, 五粮液未来 3 年净利年均增 30% 应无忧。我们预计 11 - 13 年 EPS 分别为 1.68、2.19 和 2.70 元, 同比增 45%、30% 和 23%, 以 8 月 15 日 39.2 元的收盘价计算, 动态 PE 为 23、18 和 15 倍。我们 4 月 27 日已上调评级至“强烈推荐”, 并预计年末股价达到 39-48 元, 当前公司股价仍明显偏低, 维持“强烈推荐”。

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	11,129	15,541	20,008	24,718	29,619
YoY(%)	40.3	39.6	28.7	23.5	19.8
净利润(百万元)	3,245	4,395	6,387	8,312	10,231
YoY(%)	79.2	35.5	45.3	30.1	23.1
毛利率(%)	65.3	68.7	70.4	71.1	71.4
净利率(%)	29.2	28.3	33.1	34.9	35.9
ROE(%)	22.7	24.3	32.1	33.6	32.3
EPS(摊薄/元)	0.85	1.16	1.68	2.19	2.70
P/E(倍)	45.9	33.9	23.3	17.9	14.5
P/B(倍)	10.4	8.2	6.9	5.3	4.2

**图表 1 中报快读：2Q11营收增41.1%，毛利率提高2.9个百分点**

	2Q10	2Q11	QoQ	1H10	1H11	HoH	
营业收入	3,083	4,350	41.1%	7,577	10,595	39.8%	1H11 五粮液系列酒销量增长 30.5%。提价
营业成本	1,117	1,451	29.9%	2,471	3,589	45.3%	预期下预收款环比增加 5.8 亿元至 82 亿元
毛利率	63.8%	66.6%	2.9%	67.4%	66.1%	-1.3%	2Q11毛利率上升应缘于当季确认主品牌销售收入占比环比1Q11升高，且中低价位酒毛利率大幅上升
毛利	1,966	2,899	47.5%	5,106	7,005	37.2%	
营业税金及附加	277	351	26.6%	639	819	28.1%	1H11税率7.7%，1H10为8.4%，10年9.9%
销售费用	422	568	34.7%	773	955	23.5%	1H11销售费用率9%，1H10为10.2%，10年11.6%
管理费用	313	387	23.3%	670	819	22.1%	2Q11管理费用率7.7%，1H 10为8.8%，10年10.1%。
财务费用	-65	-164	-151.6%	-77	-188	-142.8%	账上现金182亿，扣预收款仍有约100亿
资产减值损失	0	-7	0.0%	0	-7	0.0%	
公允价值变动收益	-5	-2	63.3%	-7	-0	98.5%	
投资收益	-4	-4	0.5%	-4	-4	-2.5%	
营业利润	1,010	1,758	74.2%	3,089	4,604	49.0%	费用杠杆推动营业利润增49%
营业利润率	32.8%	40.4%	7.7%	40.8%	43.5%	2.7%	
营业外收入	14	4	-72.9%	27	20	-26.0%	
营业外支出	1	2	311.1%	7	3	-51.7%	
利润总额	1,023	1,760	72.1%	3,109	4,620	48.6%	
所得税	258	431	67.1%	766	1,130	47.4%	
所得税率	25.4%	24.4%	-1.0%	24.8%	24.5%	-0.3%	所得税率基本正常
少数股东权益	27	48	79.8%	82	128	55.9%	集团持有销售公司5%股权
归属于母公司净利润	738	1,281	73.5%	2,261	3,363	48.7%	
净利率	24.8%	30.6%	5.7%	30.9%	32.9%	2.0%	
EPS	0.19	0.34	73.5%	0.60	0.89	48.7%	预期全年EPS1.68元，同比增长45%

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

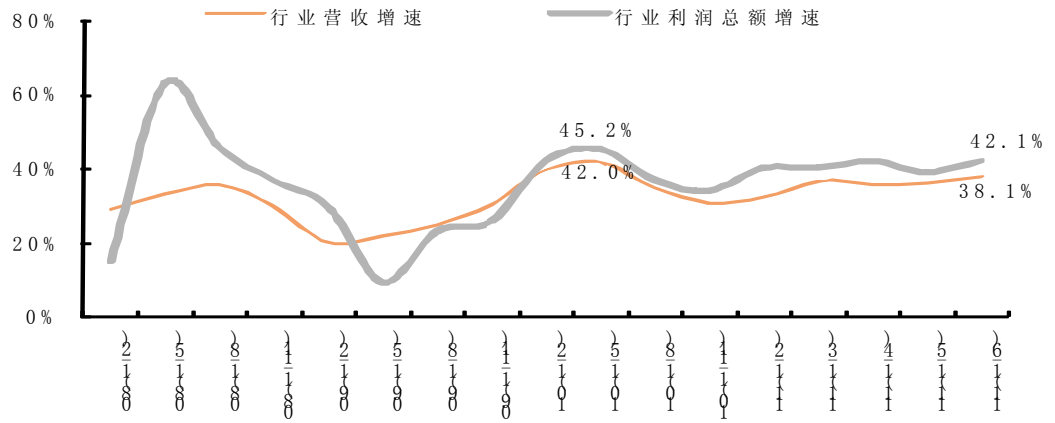
**图表 2 1H11高价酒增长36.7%，低基数推动低价酒大增48%**

单位：百万元

	1H2009	2H2009	1H2010	2H2010	1H2011
高价酒	3,390.6	3,826.0	5,556.2	5,346.1	7,597.2
同比增长率	1.2%	48.0%	63.9%	39.7%	36.7%
毛利率	83.3%	87.3%	85.4%	86.3%	85.3%
同比变化	9.7%	29.3%	2.2%	-1.0%	-0.1%
低价酒	1,520.3	1,268.6	1,348.7	1,829.9	1,979.0
同比增长率	29.2%	80.4%	-11.3%	44.2%	46.7%
毛利率	30.7%	40.0%	22.3%	46.4%	48.8%
同比变化	12.5%	26.0%	-8.4%	6.4%	26.5%
其他业务	430.0	693.7	632.6	827.9	1,013.0
同比增长率	520.9%	1347.9%	47.1%	19.3%	60.1%
毛利率	15.4%	16.1%	9.5%	13.2%	10.2%
同比变化	2.7%	-50.1%	-5.9%	-2.9%	0.7%

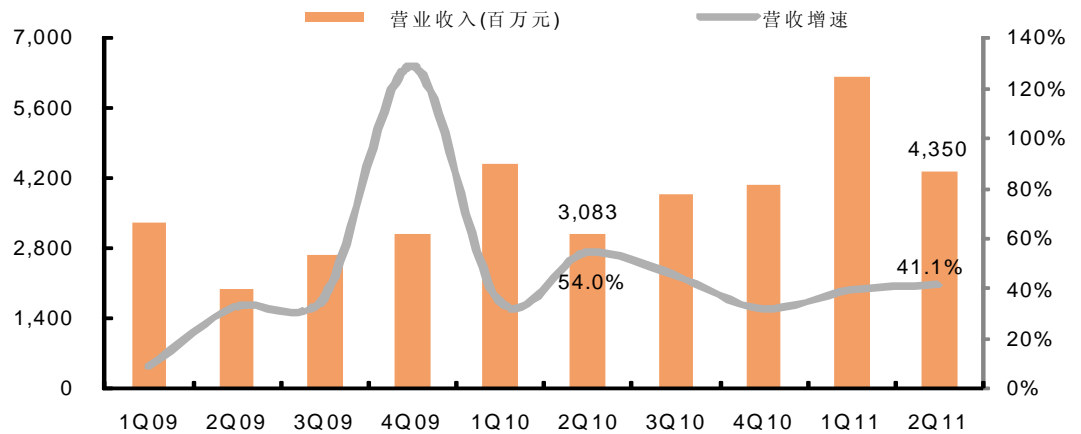
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 规模以上白酒企业11年1-6月营收、利润总额分别增长38.1%和42.1%



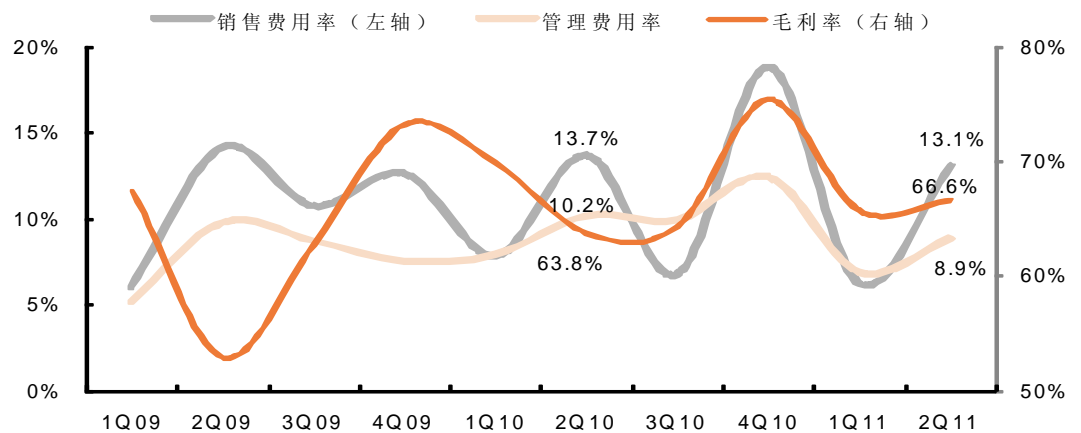
资料来源: WIND、平安证券研究所

图表 4 2Q11营收大增41.1%，淡季不淡



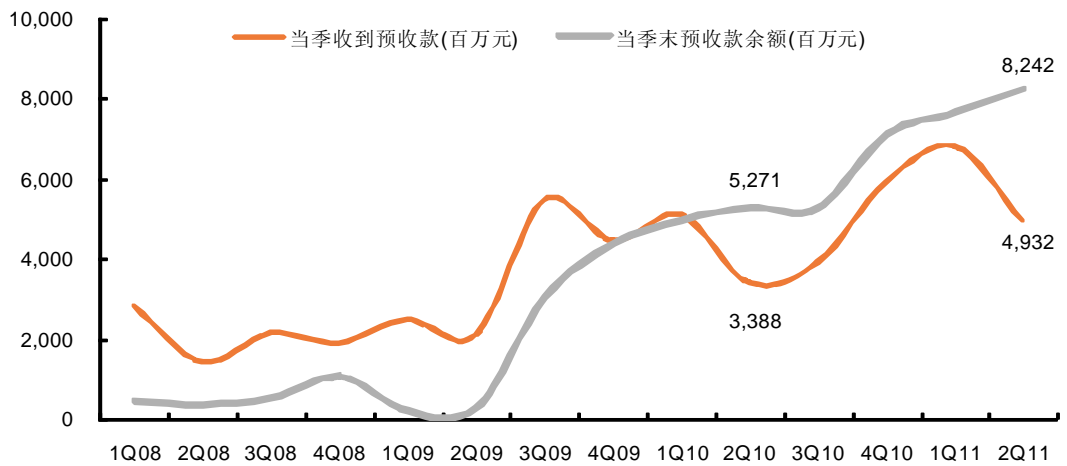
资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 5 2Q11毛利率同比上升，销售费用率和管理费用率同比双降



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 6 2Q11预收款余额环比和同比均有所下降



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表 7 食品饮料重点公司估值对比

股票代码	股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			8月15日	11E	12E	13E	11E	12E	
000568.SZ	泸州老窖	48.41	2.01	2.83	3.66	24.1	17.1	13.2	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	39.20	1.68	2.08	2.56	23.3	18.9	15.3	强烈推荐
600519.SH	贵州茅台	213.30	7.51	9.85	12.49	28.4	21.7	17.1	强烈推荐
600809.SH	山西汾酒	86.82	2.33	3.37	4.65	37.3	25.7	18.7	强烈推荐
000869.SZ	张裕A	117.93	3.68	4.60	5.74	32.1	25.6	20.5	强烈推荐
000895.SZ	双汇发展	74.25	1.86	3.56	-	39.9	20.9	-	强烈推荐
002385.SZ	大北农	39.11	1.25	1.65	2.21	31.3	23.7	17.7	强烈推荐
600600.SH	青岛啤酒	38.65	1.35	1.63	1.96	28.6	23.7	19.7	推荐
600887.SH	伊利股份	20.97	0.92	1.12	1.38	22.8	18.7	15.2	推荐
			2.51	3.41	3.85	29.7	21.8	17.2	

资料来源: 平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,541	20,008	24,718	29,619
YoY	39.6%	28.7%	23.5%	19.8%
营业成本	4,863	5,929	7,144	8,484
毛利率	68.7%	70.4%	71.1%	71.4%
营业税金及附加	1,392	1,468	1,819	2,180
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	1,803	2,218	2,551	2,933
管理费用	1,562	1,905	2,191	2,520
财务费用	-192	-348	-486	-652
投资净收益	3	4	4	4
营业利润	6,095	8,839	11,503	14,159
加：营业外收入	51	0	0	0
减：营业外支出	75	0	0	0
利润总额	6,070	8,839	11,503	14,159
减：所得税	1,508	2,210	2,876	3,540
净利润	4,562	6,630	8,627	10,619
减：少数股东损益	167	242	315	388
归属母公司所有者净利	4,395	6,387	8,312	10,231
YoY	35.5%	45.3%	30.1%	23.1%
销售净利率	29.4%	33.1%	34.9%	35.9%
EPS (当年股本)	1.16	1.68	2.19	2.70
EPS (最新股本摊薄)	1.16	1.68	2.19	2.70

现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	4,562	6,630	8,627	10,619
折旧摊销	770	743	721	732
营运资金投资	-1,956	672	1,778	1,589
经营活动现金净流量	7,703	6,576	7,320	9,354
资本开支	-457	-866	-827	-857
投资活动现金净流量	-464	-866	-827	-857
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-569	-1,139	-1,655	-2,154
融资活动现金净流量	-179	-648	-791	-1,169
当年现金净流量	6,591	4,920	5,325	6,996

资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	14,13	19,054	24,379	31,375
应收款项	2,270	3,209	3,788	4,645
预付款项	328	350	452	519
存货	4,515	5,421	6,582	7,788
其他流动资产	122	174	196	240
流动资产合计	21,37	28,210	35,397	44,566
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	6,888	7,047	7,151	7,275
无形资产	300	302	303	305
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7,304	7,426	7,532	7,657
资产总计	28,67	35,636	42,929	52,224
短期借款	0	0	0	0
应付款项	212	313	344	428
预收款项	7,108	8,003	7,415	7,405
应付股利	349	2,004	2,503	3,000
其他流动负债	2,620	3,095	3,972	4,727
流动负债合计	10,28	13,415	14,234	15,560
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债合计	10,30	13,434	14,253	15,579
归属母公司所有者权益	18,10	21,695	27,853	35,433
其中：实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	265	507	823	1,211
股东权益合计	18,36	22,202	28,676	36,644
负债及股东权益总计	28,67	35,636	42,929	52,224

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>估值</b>				
PE(P=116.15)	33.9	23.3	17.9	14.5
PEG	1.0	0.9	0.8	0.7
PB	8.2	6.9	5.3	4.2
PS	9.6	7.4	6.0	5.0
EV/EBITDA	21.3	15.4	12.2	10.0
股息收益率	0.8%	1.1%	1.4%	1.8%
<b>经营回报率</b>				
ROE	27.2%	32.1%	33.6%	32.3%
ROA	17.9%	19.8%	21.0%	21.3%
<b>资本结构及偿债能力</b>				
资产负债率	35.9%	37.7%	33.2%	29.8%
速动比率	1.6	1.7	2.0	2.4
<b>运营效率</b>				
存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
流动资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	2.2	2.9	3.5	4.1

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257