食品饮料行业

报告原因：公告调研

五粮液 (000858) 买入

提品牌、提结构、整资源，十二五目标 400 亿 维持评级

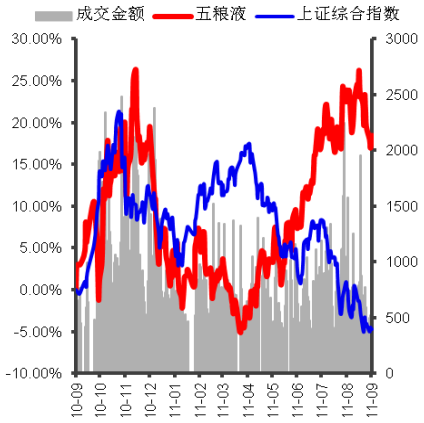
2011 年 9 月 16 日

公司研究/调研报告

市场数据：2011 年 9 月 15 日

收盘价（元）	37.6
一年内最高/最低（元）	41.48/30.0
市净率	5.35
市盈率	22.3
流通 A 股市值（百万元）	142,711

公司近期市场表现（最近一年）：



分析师：
罗 胤
执业证书编号：S0760511010012
Tel：010-82190301
Email：luoyin@sxzq.com
MSN：luo_yin@hotmail.com

联系人：
张小玲
Tel：0351-8686990
010-82190365
Email：zhangxiaoling@sxzq.com
孟 军
Tel：010-82190365
Email：mengjun@sxzq.com

盈利预测： 单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2010A	15,541	39.6	4,395	35.5	1.16	28.3	23.9	32.5
2011E	20,077	29.2	6,396	45.5	1.68	31.9	28.0	22.3
2012E	26,022	29.6	8,623	34.8	2.27	33.1	29.9	16.6
2013E	33,363	28.2	11,375	31.9	3.00	34.1	30.9	12.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

主要事件：

近期，我们参加了五粮液举办的“2011 年投资者见面会（秋季 •深圳）”。

投资要点：

●**销售增长势头良好，全年目标完成无忧。**2011 年以来公司销售增长势头良好，五粮液酒保持稳定增长，系列酒销售亦有所突破，1-8 月，公司共销售系列酒约 9 万吨，完成全年计划 13.5 万吨目标无忧；永福酱酒 500 吨，全年 800 吨目标亦可实现。预计 1-8 月公司营业收入增长 30%，净利润增长 40%。由于 8 月份起公司停止经销商打款，近期预收账款有所下降，约为 70 亿元，比上半年下降约 12 个亿。

●**提价推动五粮液终端价迈上千元阶梯。**9 月 10 日起公司上调了“五粮液”酒产品出厂供货价格，这一方面是受原材料价格及人工等成本上涨推动，另一方面也是公司基于市场供求关系，实现价值回归的考虑。此次提价后，52 度五粮液酒出厂价由 509 元提升至 659 元，涨幅 29.47%，同时终端指导价提升到 1109 元，团购价由 569 元提高到 689 元，提价幅度在 21.09%；39 度五粮液出厂价由 429 元提高到 529 元，终端指导价提升至 1009 元，团购价由 489 元提高到 609 元。

●**自有资金充裕，资本运作可期。**至今年 6 月底，公司账面货币资金余额达 182 亿元，自有资金充裕，未来将考虑资本运作，通过投资、收购、兼并、重组、合作等方式，发挥公司产能优势、多酒种优势，从而走出宜宾、走出四川。公司在收购标的选取上，将注重其在当地销售区域的品牌优势，以及营销团队的力量。

●**提品牌、提结构、整资源，十二五目标 400 亿。**十二五期间，五粮液将进一步提品牌、提结构、整资源：（1）提升品牌，通过品牌提升带动五粮液及系列酒发展；（2）提升结构，发展多酒种，满足不同消费者，适应市

公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

场需求；（3）整合资源，实现资本运作、资本盈利。规划到 2015 年，实现产品销量 20 万吨，营业收入 400 亿元，利润 200 亿元以上的经营目标，并逐步达成世界蒸馏酒引领者的远景目标。预计今年公司营业收入可达 200 亿元，相应年复合增长率为 18.9%。

● **突出中价位酒发展，加强品牌管理。**2011 年起，公司重点发展了团购、定制业务，相关销售占比有所增强，并突出了中价位酒发展，加强了经销商考核力度，与经销商签订补充协议，完不成销售任务的 80%，两年取消资格。目前，新设的华东营销中心取得了良好效果，预计今年所有品牌部将全部完成任务。同时，公司进一步加强了品牌管理，暂不新开发品牌，一两年内将逐步对现有品牌进行梳理。

● **投资建议：**2011 年起公司开始市值考核，由宜宾国资委作为考核主体，1 年 1 次业绩考核，3 年 1 次管理层任期考核，考核中营业收入、净资产收益、总资产报酬率等经济指标占比 80%，市值指标占比 10%，国有资本保值增值率等综合评价指标占比 10%，市值考核管理将有助公司价值回归。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.68、2.27 和 3.00 元，对应动态市盈率分别为 22.3、16.6 和 12.5 倍，维持“买入”评级。

➢ 盈利预测

表 1：盈利预测表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	**15,541.30**	**20,076.70**	**26,022.29**	**33,363.05**
营业收入	15,541.30	20,076.70	26,022.29	33,363.05
二、营业总成本	**9,443.02**	**11,220.73**	**14,084.19**	**17,616.65**
营业成本	4,863.19	5,968.67	7,276.76	8,888.88
营业税金及附加	1,392.17	1,646.29	2,133.83	2,735.77
销售费用	1,803.23	2,087.98	2,706.32	3,469.76
管理费用	1,561.85	1,766.75	2,289.96	2,935.95
财务费用	-192.47	-248.95	-322.68	-413.70
资产减值损失	15.04	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	**3.38**	**3.00**	**3.00**	**3.00**
投资净收益	3.38	3.00	3.00	3.00
四、营业利润	**6,094.75**	**8,858.97**	**11,941.10**	**15,749.39**
加：营业外收入	50.74	1.50	1.50	1.50
减：营业外支出	75.24	10.00	10.00	10.00
五、利润总额	**6,070.24**	**8,850.47**	**11,932.60**	**15,740.89**
减：所得税	1,508.19	2,212.62	2,983.15	3,935.22
六、净利润	**4,562.06**	**6,637.85**	**8,949.45**	**11,805.67**
减：少数股东损益	166.70	242.28	326.65	430.91
归属于母公司所有者的净利润	**4,395.36**	**6,395.57**	**8,622.79**	**11,374.76**
七、每股收益：	**1.16**	**1.68**	**2.27**	**3.00**
净利润增长率(%)	**35.46**	**45.51**	**34.82**	**31.92**

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：　相对强于市场表现 20%以上
增持：　相对强于市场表现 5～20%
中性：　相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持：　相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：　行业超越市场整体表现
中性：　行业与整体市场表现基本持平
看淡：　行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。