

## 五粮液 (000858)

## 2012年高增长可期，静候一批价回升

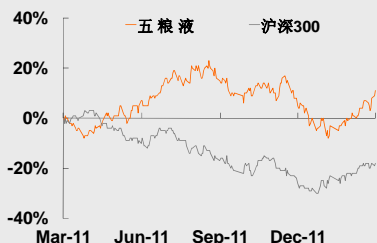
## 强烈推荐 (维持)

现价: 35.21 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)	1336.56
流通 A 股市值(亿元)	1336.40
每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	33.3

## 行情走势图



## 证券分析师

文献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009  
tangweiliang978@pasc.com.cn

## 研究助理

解睿

一般证券从业资格编号: S1060110070210  
xierui097@pingan.com.cn

丁芸洁

一般证券从业资格编号: S1060110040054  
dingyunjie640@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 调研交流要点

- 省市两级对五粮液期望值比较高，2011 年底十二五规划做了重大调整，糖酒会期间或可见到销售体系的变革。十二五末集团计划收入达到 1000 亿，股份公司达到 600 亿，其中 500 亿是酒类业务，2011-2015 年集团、股份收入复合增速需达到 20%、31%。
- 一线白酒价格普遍向下调整，五粮液一批价降到 900 元以内，价格的回落幅度小于茅台。我们预计下半年高端白酒价格有望出现回升，时点需紧密跟踪，下一个旺季中秋前值得特别关注。
- 产品终端需求疲软，经销商进货热情仍很高。从终端调研情况来看，五粮液产品终端需求疲软，特别是高端的年份酒。虽然一线白酒价格普遍向下调整，但考虑到一批价和出厂价仍有 200 元的价差空间，同时下半年存在价格回升的预期、大经销商敢于囤货，因此现阶段经销商要货的热情仍很高。
- 产能扩张提速。预计公司将投入 40-50 亿，通过扩建和技改增加产量，预计 2014 年五粮液酒产品可达到 20000 吨，十二五末达到 22000 吨。
- 高端五粮液收入占比提高，产品结构继续向上升级可成为未来重要的增长点。根据 2011 年 12.18 经销商大会上公司提出的目标，2012 年高端五粮液酒计划增长 40%。从五粮液对经销商的奖励条款来看，高端五粮液酒也是重点支持的领域。预计 2012 年高端五粮液酒收入达到 10 多亿。
- 广告投入方式可能调整。2011 年央视广告投入 4 个亿，但落地的广告不多。从公开数据来看，2012 年央视五粮液中标金额仅为 0.8 亿元，大幅下降。预计公司的广告投入方式可能出现调整，增加地面广告的投放量。

## ■ 成长的关键驱动因素来自于五粮液酒的团购业务

(1) 五粮液酒收入占比达 70%，对利润贡献很明显；(2) 五粮液酒过去两年的增长主要来自于团购业务市场，五粮液比较晚进入团购，但增长速度很快。

## ■ 盈利预测与投资评级

预计公司 2011-2012 年实现 EPS 1.63 元、2.52 元、3.21 元，同比增长 41%、54%、27%，对应 PE 分别为 22、15、11 倍。五粮液估值处于历史低位，9 月份产品大幅提价的效果主要在 2012 年体现，团购领域正进入放量期，2012 年业绩成长的确定性较高。综合考虑估值水平和成长性，维持“强烈推荐”的投资评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129	15,541	20,238	27,995	33,929
YoY(%)	40.3	39.6	30.2	38.3	21.2
净利润(百万元)	3,245	4,395	6,203	9,585	12,192
YoY(%)	79.2	35.5	41.1	54.5	27.2
毛利率(%)	65.3	68.7	68.6	71.6	73.2
净利率(%)	29.2	28.3	30.7	34.2	35.9
ROE(%)	22.7	24.3	26.8	30.7	29.6
EPS(摊薄/元)	0.85	1.16	1.63	2.52	3.21
P/E(倍)	42.8	31.6	22.4	15.2	11.9
P/B(倍)	9.7	7.7	6.0	4.5	3.5

## 一、调研交流纪要

我们上周调研了五粮液，并与公司管理层和经销商进行了交流。我们的观点如下：

- **省市两级对五粮液期望比较高，2011年底十二五规划做了重大调整，糖酒会期间或可见到销售体系的变革。**十二五末集团计划收入达到1000亿，股份公司达到600亿，其中500亿是酒类业务，股份利税200-300亿。我们预计到十二五末，商品酒销量可超过20万吨，五粮液酒达到22000吨、出厂价1000元/瓶。2011年集团、股份收入分别为487亿、202亿，据此推算，**2011-2015年集团、股份收入复合增速需达到20%、31%**。五粮液原来的十二五目标是股份公司白酒的销量20万吨、销售收入400亿元，其中五粮液酒销售18000吨，而新的规划中股份公司收入上升了50%。董事长刘中国对此信心很足，接任股份公司董事长之后，我们预计刘中国会有更大的作为，糖酒会期间或可见到销售体系的变革。
- **一线白酒价格普遍向下调整，五粮液一批价降到900元以内，价格的回落幅度小于茅台。**一线白酒价格调整我们认为有两个方面的原因：（1）进入消费淡季，价格出现季节性回落。（2）社会舆论压力较大影响高端白酒消费。我们预计下半年高端白酒价格有望出现回升，时点需紧密跟踪，下一个旺季中秋前值得特别关注。
- **产品终端需求疲软，经销商要货热情仍很高。**从终端调研情况来看，五粮液产品终端需求疲软，特别是高端的年份酒。五粮液酒节后又重新开始控货、以稳定价格，部分经销商欠货达4个月。预计2012年五粮液酒产量可达16000吨，2011年14000-15000吨，增长10%左右。虽然一线白酒价格普遍向下调整，但考虑到一批价和出厂价仍有200元的价差空间，同时下半年存在价格回升的预期、大经销商敢于囤货，因此现阶段经销商要货的热情很高，五粮液酒仍十分紧俏，预计16000吨不够卖。预计2011年年末的预收账款将再创新高。
- **产能扩张提速。**预计公司将投入40-50亿，通过两个举措增加产量：（1）扩建5万吨传统工艺，计划今年完成2万吨；（2）动力系统等进行比较大幅度的技术改造。十二五末原计划五粮液产量达到18000吨，现在要向上调整，以前很多产能闲置，现在全部生产出来，产能恢复后1-2年之后，优品率量会上升很快，预计2014年五粮液可达到20000吨，十二五末达到22000吨。
- **高端五粮液收入占比提高，产品结构继续向上升级可成为未来重要的增长点。**高端五粮液主要包括老酒和年份酒，老酒价格较高、终端价超过3000元，年份酒由于是总代理运作，因此出厂价相对较低便宜。根据2011年12.18经销商大会上公司提出的目标，2012年高端五粮液酒计划增长40%。从五粮液对经销商的奖励条款来看，高端五粮液酒也是重点支持的领域。预计2012年高端五粮液酒收入达到10多亿。
- **广告投入方式可能调整。**2011年央视广告投入4个亿，但落地的广告不多。从公开数据来看，2012年央视五粮液中标金额仅为0.8亿元，大幅下降。预计公司的广告投入方式可能出现调整，增加地面广告的投放量。

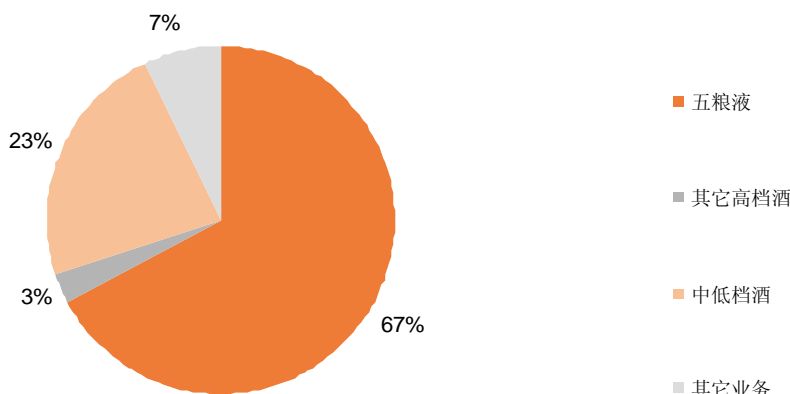
## 二、成长的关键驱动因素-五粮液酒的团购业务

我们认为团购业务市场的拓展是五粮液未来成长最重要的驱动因素，理由：（1）五粮液酒收入占比达70%，对利润贡献很明显；（2）五粮液酒过去两年的增长主要来自于团购业务市场。

我们预计五粮液收入占酒类业务收入的比重接近70%、利润占比更高。因此我们公司未来的成长性

主要看五粮液酒的销售，中低档酒即使保持较快的增速，仍难以对利润增长有明显的贡献。

图表 1 2011年五粮液酒收入占总收入的比重



资料来源：平安证券研究所预测

团购酒利润空间大，五粮液酒团购价689元/瓶，由于给不同团购客户的实际价格更高，因此利润空间大于其他销售模式。我们预计2012年五粮液酒的增长可能还主要来自于团购业务：

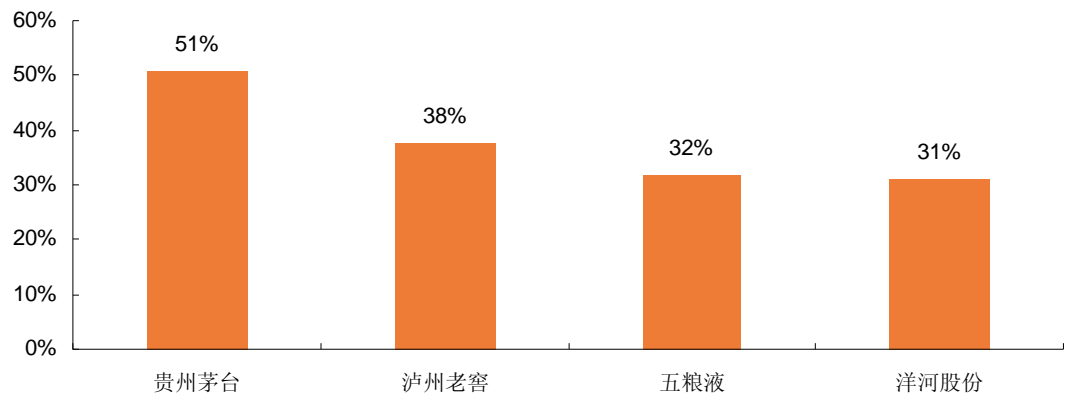
- **经销商的计划每年在减少。**2012年3月公司网站上披露专卖店数量1079家，2011年8月为952家，增长13%。但2011年10月恢复打款之后专卖店和经销商计划被减35%、30%，普通五粮液专卖店的计划60-80件/月。因此，预计2012年专卖店和经销商销售的五粮液量同比降低，2012年五粮液的增长可能还主要来自于团购业务。
- **五粮液比较晚进入团购，但增长速度很快，团购渠道逐步拓宽。**公司从2006年开始开拓团购业务，2007年专门成立团购部，针对目标消费群体，团购工作持续加大投入，政策上也向团购业务倾斜。如果团购业务与其他销售渠道冲突，先减大经销商的量，优先满足团购业务。团购客户都是公司领导在重点公关，2011年八一前夕共拜访了70多家单位，加强了团购单位的拜访力度。过去几年团购市场的增速较快，2006年到现在，团购市场每年增长60%以上，2011年团购酒、定制酒增长更快，预计2011年团购酒占五粮液酒销售的比重可达到30%左右，2011年五粮液终端持续缺货现象也与团购市场的快速扩张有关。
- 从2011年12.18经销商大会反馈的信息来看，**2012年还将加大团购工作力度**，创新团购业务管理，建立规范系统的流程，建立起五粮液VIP客户数据库等。

**我们看好五粮液在团购领域的市场拓展。**考虑到五粮液的品牌影响力，五粮液的团购业务可以复制茅台的模式。与啤酒、乳制品等大众类消费品不同，**白酒行业不是赢者通吃的行业**，因此尽管五粮液品牌影响力略逊色于茅台，但未来仍可以在团购领域占据部分市场，收入占比可继续提升。

### 三、内部挖潜尚有空间

**我们认为五粮液内部仍有较大的挖潜空间。**公司高档酒收入占比高于泸州老窖和洋河股份，但销售净利率水平远低于泸州老窖，与洋河股份基本相当。我们预计随着经销商考核和内部管理的规范，净利率水平仍有较大的提升空间。

图表 2 五粮液、茅台、老窖、洋河销售净利率对比 2011.1-9



资料来源：平安证券研究所

## 四、股价表现的催化剂

- 终端需求情况回暖、一批价见底回升。
- 由于 2012 年 1 季度部分五粮液酒仍在执行提前的计划，因此 2 季度开始业绩可出现逐季度加速增长的态势。

## 五、盈利预测与投资评级

预计公司2011-2012年实现EPS 1.63元、2.52元、3.21元，同比增长41%、54%、27%，对应PE分别为22、15、11倍。五粮液估值处于历史低位，2012年9月份产品大幅提价的效果主要在2012年体现，团购领域正进入放量期，2012年业绩成长的确定性较高。综合考虑估值水平和成长性，维持“强烈推荐”的投资评级。

## 六、风险提示

- 社会舆论压力对高端白酒消费的影响。
- 2012 年 1 季度部分五粮液酒仍在执行提前的计划，影响市场对 1 季报业绩的判断。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	21370	28566	39572	52862	<b>营业收入</b>	15541	20238	27995	33929
现金	14134	19500	27638	38947	营业成本	4863	6359	7950	9104
应收账款	89	122	181	210	营业税金及附加	1392	1813	2520	3054
其他应收款	38	77	105	120	营业费用	1803	2125	2520	3054
预付账款	328	170	254	345	管理费用	1562	1720	2240	2545
存货	4515	5905	7382	8454	财务费用	-192	-336	-471	-666
其他流动资产	2265	2792	4013	4786	资产减值损失	15	-7	0	0
<b>非流动资产</b>	7304	7609	7800	7884	公允价值变动收益	-7	-3	0	0
长期投资	33	33	33	33	投资净收益	3	-4	0	0
固定资产	6373	6940	7260	7408	<b>营业利润</b>	6095	8557	13238	16839
无形资产	300	300	300	300	营业外收入	51	50	0	0
其他非流动资产	598	336	208	144	营业外支出	75	40	0	0
<b>资产总计</b>	28674	36175	47372	60745	<b>利润总额</b>	6070	8567	13238	16839
<b>流动负债</b>	10288	12511	15278	18274	所得税	1508	2129	3290	4184
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	4562	6438	9948	12654
应付账款	155	157	220	285	少数股东损益	167	235	364	462
其他流动负债	10133	12354	15059	17989	<b>归属母公司净利润</b>	4395	6203	9585	12192
<b>非流动负债</b>	19	1	1	2	EBITDA	6672	8912	13575	17090
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.16	1.63	2.52	3.21
其他非流动负债	19	1	1	2					
<b>负债合计</b>	10307	12512	15280	18276	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	265	500	864	1326	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	3796	3796	3796	3796	<b>成长能力</b>				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	39.6%	30.2%	38.3%	21.2%
留存收益	13352	18416	26483	36397	营业利润	32.9%	40.4%	54.7%	27.2%
归属母公司股东权	18101	23162	31229	41143	归属于母公司净利润	35.5%	41.1%	54.5%	27.2%
<b>负债和股东权益</b>	28674	36175	47372	60745	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	68.7%	68.6%	71.6%	73.2%
					净利率(%)	28.3%	30.7%	34.2%	35.9%
					ROE(%)	24.3%	26.8%	30.7%	29.6%
					ROIC(%)	97.7%	132.9%	187.6%	281.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	35.9%	34.6%	32.3%	30.1%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.08	2.28	2.59	2.89
					速动比率	1.64	1.81	2.10	2.43
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.63	0.62	0.67	0.63
					应收账款周转率	156	184	177	166
					应付账款周转率	24.65	40.65	42.17	36.05
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	1.63	2.52	3.21
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.84	2.64	3.63
					每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.10	8.23	10.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	31.61	22.40	14.50	11.40
					P/B	7.68	6.00	4.45	3.38
					EV/EBITDA	19	14	9	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	7703	6981	10010	13788
净利润	4562	6438	9948	12654
折旧摊销	770	691	809	917
财务费用	-192	-336	-471	-666
投资损失	-3	4	0	0
营运资金变动	2366	190	-288	874
其他经营现金流	201	-6	12	8
<b>投资活动现金流</b>	-464	-918	-1000	-1000
资本支出	463	1000	1000	1000
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2	82	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-648	-697	-873	-1478
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-648	-697	-873	-1478
<b>现金净增加额</b>	6591	5366	8137	11309

## 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 2012 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