

白酒

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 46.00元

当前股价: 36.22元

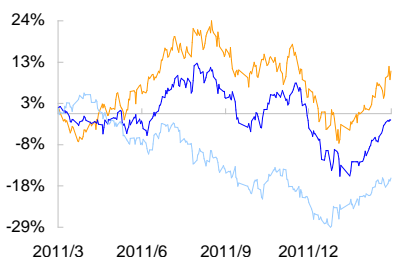
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2373.77
总股本(百万)	3795
流通股本(百万)	3795
流通市值(亿)	1374
EPS	1.16
每股净资产(元)	4.77
资产负债率	35.95%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
五粮液	10.19	7.50	-1.63
食品饮料	7.99	4.57	-3.26
沪深300指数	2.89	7.56	-4.23



相关报告

五粮液-业绩基本符合预期,估值已极具安全边际——2011年度业绩快报点评

2012-01-12

增长确定,制约股价的因素逐步消除——临时股东大会调研简报 2011-11-21

五粮液-预收款仍处高位保障今年增长,短

五粮液

000858

强烈推荐

业绩积极性、确定性及低估值提供安全边际,批发价回升提供催化剂

经过近期密集的终端调研,我们认为2月份以来压制公司股价表现的因素(批发价回落、两会舆情)在逐步缓解,业绩增长的积极性、确定性及低估值为公司股价提供了安全边际,批发价回升有望促使股价迎来估值修复,在此我们重申首推五粮液的主要逻辑,持续“强烈推荐”。

投资要点:

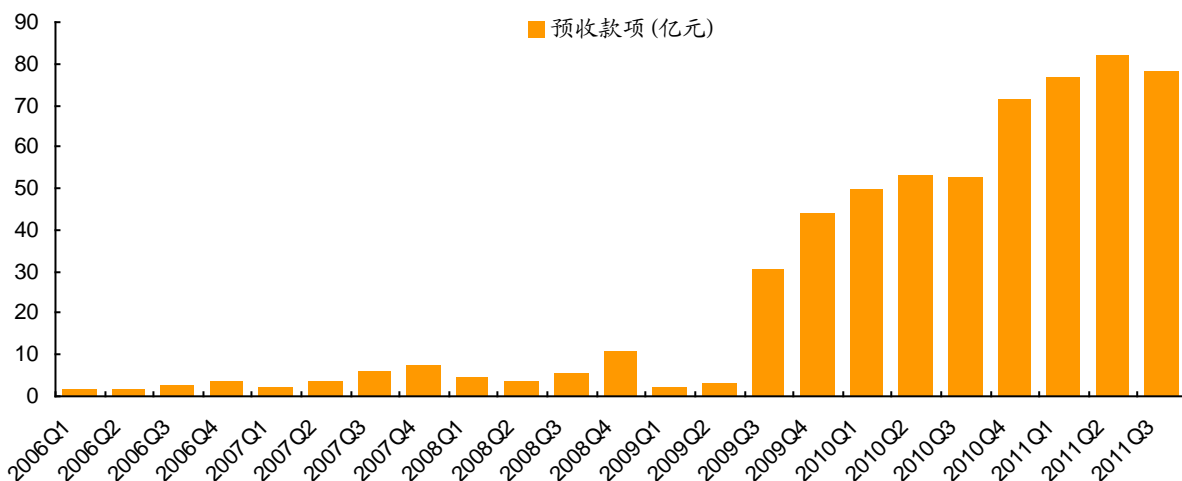
- 五粮液市值被洋河超越,股份公司董事长去年底更替使得公司对业绩积极性大为加强。今年2月8日,洋河股份市值首次超越五粮液,目前洋河股份市值1418亿元,而五粮液1374亿元;考虑到宜宾市国资委对公司的市值考核要求及股份公司董事长在去年11月16日实现更替,我们认为公司对业绩的积极性在加强。
- 基本面对公司业绩的释放有足够支撑,一季报有望充分反映提价效应实现高增长。去年前三季五粮液预收帐款高达79亿(占营收39%),源于去年9月份提价前后欠经销商大量的货,欠货在今年元旦前后发完了,因此提价30%的效应有望在一季报充分反映,且公司去年业绩留有伏笔,我们预计公司一季报高增长无忧(40%+)。
- 全年来看业绩增长40%确定性非常强,超预期的动力十足,目前仅15倍估值,存在估值修复的需要。公司在去年12月18日经销商大会上提出了2012年的规划,股份公司销售额(+30%),普通五粮液量(+14%),系列酒量(+30%)、其他品牌量(+20%)。由于普通五粮液已提价29.5%,增长确定性强,且今年以来整个中档酒市场延续高增长,而公司通过积极的营销变革在提升中档酒增长能力,因此我们对公司完成全年的规划目标保持乐观态度。此外公司今年已经上调了十二五规划目标:计划十二五末营收实现600亿元,11年至15年复合增速达31%。业绩可持续高增长与当前12年仅15倍的PE估值形成鲜明对比,我们认为股价有足够的修复的必要。
- 近期批发价止跌回升提振投资情绪,催化估值修复。上周开始公司采取措施稳定终端批发价,已经从850元提升至900元,批发价的止跌回升有望刺激投资情绪。
- 持续强烈推荐:11/12/13年EPS预测为1.63/2.34/2.87元,PE为22/15/13,11-13年CAGR为32.69%。按12年20倍PE,6个月目标价46元。

风险提示:宏观经济下行、政务消费受限制

主要财务指标

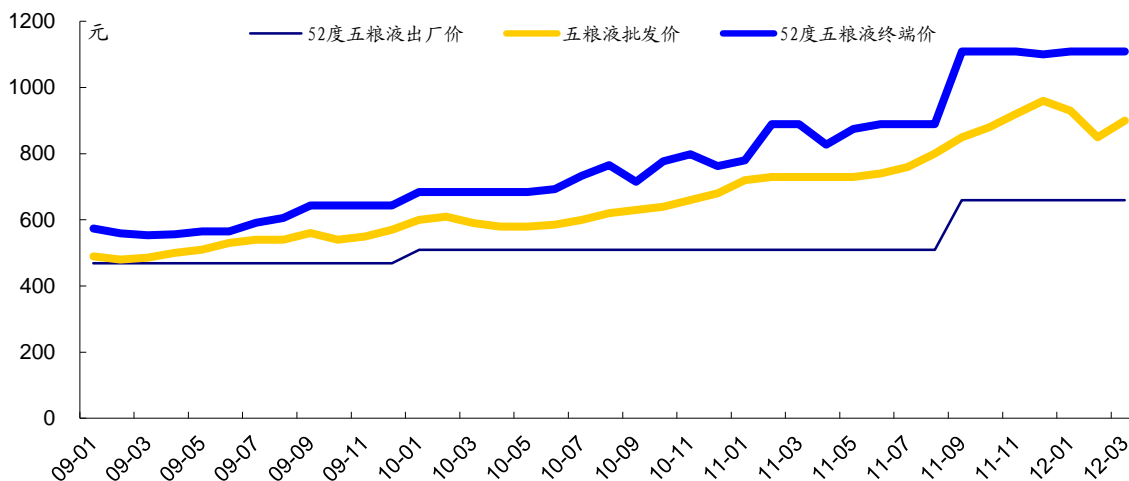
单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15541	20226	26868	32051
收入同比(%)	40%	30%	33%	19%
归属母公司净利润	4395	6175	8869	10892
净利润同比(%)	35%	40%	44%	23%
毛利率(%)	68.7%	68.5%	72.9%	74.0%
ROE(%)	24.3%	26.7%	29.2%	27.9%
每股收益(元)	1.16	1.63	2.34	2.87
P/E	31.28	22.27	15.40	12.62
P/B	7.60	5.94	4.52	3.53
EV/EBITDA	19	14	10	8

图 1 公司巨额的预收帐款有望为 2012 年业绩保持稳定增长保驾护航



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 五粮液批发价止跌回升



资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	22828	31075	41490
现金	14134	17567	24738	34141
应收账款	89	18	24	29
其他应收款	38	99	132	157
预付账款	328	13	15	17
存货	4515	3465	3970	4534
其他流动资产	2265	1666	2197	2612
非流动资产	7304	7022	6704	6339
长期投资	33	27	27	27
固定资产	6373	6322	6112	5803
无形资产	300	296	292	289
其他非流动资产	598	377	273	221
资产总计	28674	29850	37779	47829
流动负债	10288	6210	6538	7585
短期借款	0	0	0	0
应付账款	155	64	73	83
其他流动负债	10133	6147	6465	7502
非流动负债	19	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	3	3	3
负债合计	10307	6213	6540	7588
少数股东权益	265	500	838	1252
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	13352	18388	25651	34237
归属母公司股东权益	18101	23137	30401	38988
负债和股东权益	28674	29850	37779	47829

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	7703	5037	8857	11665
净利润	4562	6410	9207	11307
折旧摊销	770	661	716	763
财务费用	-192	-238	-317	-442
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	2366	-1794	-756	29
其他经营现金流	201	-1	7	8
投资活动现金流	-464	-355	-399	-399
资本支出	463	400	400	400
长期投资	0	-6	0	0
其他投资现金流	-2	39	1	1
筹资活动现金流	-648	-1250	-1287	-1863
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	-1250	-1287	-1863
现金净增加额	6591	3432	7171	9403

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	15541	20226	26868	32051
营业成本	4863	6364	7290	8327
营业税金及附加	1392	1812	2407	2872
营业费用	1803	2002	2821	3365
管理费用	1562	1739	2391	2853
财务费用	-192	-238	-317	-442
资产减值损失	15	0	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	6095	8546	12275	15075
营业外收入	51	0	0	0
营业外支出	75	0	0	0
利润总额	6070	8546	12275	15075
所得税	1508	2137	3069	3769
净利润	4562	6410	9207	11307
少数股东损益	167	235	338	415
归属母公司净利润	4395	6175	8869	10892
EBITDA	6672	8970	12674	15397
EPS (元)	1.16	1.63	2.34	2.87

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.6%	30.1%	32.8%	19.3%
营业利润	32.9%	40.2%	43.6%	22.8%
归属于母公司净利润	35.5%	40.5%	43.6%	22.8%
获利能力				
毛利率	68.7%	68.5%	72.9%	74.0%
净利率	28.3%	30.5%	33.0%	34.0%
ROE	24.3%	26.7%	29.2%	27.9%
ROIC	130.0	137.0%	184.1	240.1%
偿债能力				
资产负债率	35.9%	20.8%	17.3%	15.9%
净负债比率				
流动比率	2.08	3.68	4.75	5.47
速动比率	1.64	3.11	4.14	4.87
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.69	0.79	0.75
应收账款周转率	156	358	1141	1088
应付账款周转率	24.65	58.10	106.78	106.64
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.63	2.34	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.33	2.33	3.07
每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.10	8.01	10.27
估值比率				
P/E	31.28	22.27	15.50	12.62
P/B	7.60	5.94	4.52	3.53
EV/EBITDA	19	14	10	8

相关报告

报告日期	报告标题
2012-01-12	五粮液 - 业绩基本符合预期, 估值已极具安全边际——2011 年度业绩快报点评
2011-11-21	增长确定, 制约股价的因素逐步消除——临时股东大会调研简报
2011-10-26	五粮液-预收款仍处高位保障今年增长, 短期控量稳价有利明年持续向好——2011 年三季度报点评
2011-09-08	五粮液-基本面持续强劲, 十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要
2011-08-31	五粮液-提价幅度超市场预期, 明年业绩有望继续增长 40%+
2011-08-17	五粮液-基本面强劲大超预期, 上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报
2011-08-01	五粮液-年内团队有望彻底稳定, 基本面良好, 股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评
2011-07-22	五粮液-老茅市值创新高, 五粮液还远吗? (差 29%!)
2011-06-12	五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑, 公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种
2011-06-10	五粮液-增长预期大幅加强, 估值相对显著偏低

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

柯海东, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434