

三公影响小，好景不改变

增持

——五粮液（000858）调研报告——

事件:

4月20日，我们参加了公司2011年年度股东大会。与会者就三公消费、行业发展空间等关心问题与管理层进行了交流。我们仍然维持五粮液为优质投资标的观点。

推荐逻辑:

五粮液作为白酒行业大白马，市场对行业的发展预期对其估值有重要影响。市场在高端白酒终端价格下调和经济增速放缓的背景下，对行业发展前景产生疑虑。我们认为市场部分预期相对悲观。

首先，行业增长的空间还比较大。行业短期调整是必要的，外界资本的进入既能加剧行业竞争，也能带来新的理念。经济增长的基础仍在，商务消费的开拓以及中产人群消费的增长，都表明行业仍有较大增长空间。

其次，高端酒提价增速放缓，可能回归到理性发展阶段。一方面，高端酒的健康成长好过于揠苗助长。另一方面，对于定价较为理性的五粮液，其影响比较有限。在对手受影响之际，其高端市场的占有率有望提升。

第三，三公消费的影响较小。五粮液政务消费占比约15%-20%，拥有商务消费的雄厚基础。各地在政策制定和执行过程中，标准并不一致，不同品牌影响程度也不一样。五粮液的商务消费和个人消费增长在一定程度上能够弥补三公带来的影响。

第四，公司逐步注重对中端酒的重点打造，市场调研情况反馈出中端酒销售增速较快。产品战略的调整与中端产品的发力，可能会对毛利率带来一定影响。但营收增长仍能保持较快增长，能够在中长期内为公司业绩增长提供更为稳健的基础。

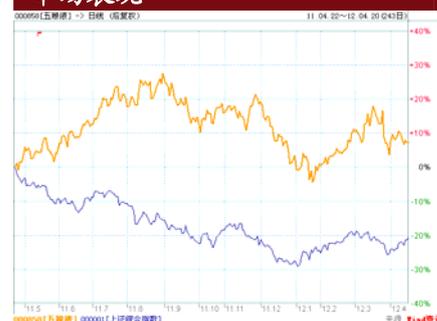
综合来看，五粮液仍为优质投资标的，目前其估值相对偏低。2012年其业绩在去年提价基础上，能够实现高速增长。同时，我们也认为，作为行业的龙头，产品结构相对合理，抗风险能力强，在行业理性稳健发展阶段，公司业绩也能够保持25%左右的中长期增长。

预计2012-2013年营收分别为276亿元和345亿元，对应增速分别为35.6%和25.0%；EPS分别为2.26元和2.90元，对应增速分别为39.3%和28.0%。当前价格下，PE分别为15.0倍和11.7倍，鉴于其业绩稳定性和中长期的向好趋势，给予公司2012年18-20倍PE，对应目标价为40.7元-45.2元，维持“增持”评级。

分析师

黄仕川
执业证号：S1250512040001
电话：023-63725713
邮箱：hsc@swsc.com.cn

市场表现



基础数据

总股本(万股)	379597
流通A股(万股)	379597
52周内股价区间(元)	30.0-40.8
总市值(亿元)	1386.29
总资产(亿元)	333.16
每股净资产(元)	5.74
当前价(元)	33.97

一季度销售保持较快增长

一季度实现营收 82.3 亿元、净利润 30.5 亿元，同比分别增长 31.81% 和 46.54%，实现基本每股收益 0.804 元，延续高增长态势。重点市场及中价位酒继续保持快速增长，其中华东营销市场，五粮液等高端酒销售增速达 40% 以上，系列酒增速达到 50% 以上。在去年的基础上，公司提出精心操作五粮液，强化对中端酒的推广。

市场调研显示终端情况良好

公司认为在经济增速放缓及三公消费控制下，白酒行业的调整是对白酒高速发展的一个修正。白酒高速发展时期鱼龙混杂，而在修正时期业绩将出现分化。公司调研情况显示，五粮液终端和团购价格稳定，部分批发价格略有下调。而公司计划将继续改进服务，帮助和强化商家的市场开拓能力，重点针对企业和中产阶段消费群体，这一块的增量能够弥补三公消费带来的影响；库存方面，渠道存货比较小，与其它品牌相比较，五粮液走量相对更快更大。公司领导认为，只要经济保持平稳较快发展，项目建设继续，则白酒消费仍能保持相对乐观的增长。

三公消费的影响较小

首先，三公消费主要是针对政务消费，公司政务消费的比例并不大。公司调研结果来看，政务消费占比在 15%-20%，和茅台相比较，公司高端消费和团购比例更小，商务消费仍是主流。其次，三公消费压力下，各地对高端酒的定义不同。如果以批发价 1000 来衡量，公司的团购价在 1000 元以下，则五粮液受到的影响将很小。再者，商务消费增长能够弥补政务消费的影响。商务消费近年来表现出较快的增长势头。五粮液的价格体系相对理性，目前终端价格稳定，得到市场和消费者的肯定，经销商受到的影响和波及更小。总体来看，公司认为政府部门表态要控制高端酒消费，二季度开始市场消费会上逐步表现出来。而三公消费对五粮液的影响则是短期的，可以通过基础工作予以消化，甚至局部地区还能形成五粮液对其它高端酒的替代。

营销改革更加注重中端

公司预计高端酒仍能保持稳定增长，提出高端酒应该回归理性，特别是终端价格上面应该保持理性。公司目前正在对营销体制改革进行论证，将对华营销中心等营销模式进行升级，以求更快地反应市场和应对市场。公司将从战略层面上加强宏观经济的判断，加快市场调整，调整宣传策略，着力打造中价位酒。老产品提到更高价格有一定难度，但要注意保鲜，保持稳定，比如提升文化酒，收藏酒，针对个性化消费群体和大事件营销，预计各措施和机制将很快落实。目前，公司重点打造中端酒品牌，加大力度发展五粮春、五粮醇和团购酒的定制，一季度显示市场需求仍相对旺盛。中价位酒的规划，从渠道建设和广告宣传这一块，都更贴近市场，中央台减少，对地方台加大，从一季度来看效果还可以。当然，中端酒比例的提升可能会对综合毛利率带来一定影响。

关于成长空间的问题

行业的理性回归之下，是否能够继续稳健增长？目前行业仍然有一定的非理性之处，产业资本和民间资本积极参与其中，市场有一点泡沫。但外界资本的进入，既带来激励竞争，也能给行业带来新的理念。目前更多的是在于价格上面的非理性。行业的刚性需求还长，自然增长空间还比较大。特别是商务和中产阶级仍然具有较大的消费力和增长空间。终端价格的理性回归，是对于经销环节的重构，缩减经销环节的利润，更有利于行业的健康发展，而对上游的负面作用是短期的。白酒行业发展大的政策方向不会迅速改变。行业在理性调整之后，健康发展更有利于产品结构完善，定价更为理性，以商务消费和个人消费为主的龙头企业。

盈利预测与估值

公司年报提出 2012 年继续扩大产能，提高产品市场占有率，力争收入和销量不低于 20%。同时，公司也提出 2015 年力争收入实现 600 亿，即每年 30%左右的营收增长。从价值投资的角度，公司作为白马股，目前动态 PE 仅为 15 倍，而公司长期稳健的资本回报率，即使行业步入稳定增长期，也仍然具备较大的估值吸引力。作为行业的发展龙头，我们认为当行业进入理性健康发展过程中，以及行业的并购或集中度提升过程中，行业龙头仍然能够保持 20%以上的增长，能够给投资者带来长期稳定的回报，我们认为公司仍然极具投资价值。三公消费对白酒行业的影响可能会逐步显现，相比之下，五粮液的抗风险能力更强。根据公司产量提升及产品价格假设，预计 2012-2013 年营收分别为 276 亿元和 345 亿元，对应增速分别为 35.6%和 25.0%；EPS 分别为 2.26 元和 2.90 元，对应增速分别为 39.3%和 28.0%。当前价格下，PE 分别为 15.0 倍和 11.7 倍，鉴于其业绩稳定性和中长期的向好趋势，给予公司 2012 年 18-20 倍 PE，对应目标价为 40.7 元-45.2 元，维持“增持”评级。

风险提示

三公消费舆论压力增加，宏观经济风险与政策风险。

财务和估值数据摘要 (单位:百万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11129.22	15541.30	20350.59	27595.41	34494.26	42427.94
增长率(%)	40.29%	39.64%	30.95%	35.60%	25.00%	23.00%
归属母公司股东净利润	3244.75	4395.36	6157.47	8588.72	10989.91	13611.61
增长率(%)	79.20%	35.46%	40.09%	39.48%	27.96%	23.86%
每股收益(EPS)	0.855	1.158	1.622	2.263	2.895	3.586
销售毛利率	65.31%	68.71%	66.12%	66.50%	66.00%	66.00%
销售净利率	31.15%	29.35%	31.42%	32.32%	33.09%	33.32%
净资产收益率(ROE)	22.73%	24.28%	26.63%	28.10%	27.31%	26.07%
投入资本回报率(ROIC)	53.62%	52.90%	91.94%	168.00%	140.64%	224.58%
市盈率(P/E)	39.74	29.34	20.94	15.01	11.73	9.47

数据来源: Wind, 西南证券

报表预测 (单位:百万元)

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	18536	23722	35664	48797	营业收入	20351	27595	34494	42428
应收和预付款项	2312	4669	4522	6036	减:营业成本	6895	9244	11728	14425
存货	5537	6789	7871	8158	营业税金及附加	1602	2263	2691	3309
其他流动资产	18	20	22	24	营业费用	2070	2925	3449	4243
长期股权投资	131	131	131	131	管理费用	1751	2290	2760	3394
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-477	-1027	-1358	-1799
固定资产和在建工程	6697	6155	5642	5150	资产减值损失	12	10	10	10
无形资产和开发支出	299	295	291	287	加:投资收益	2	0	0	0
其他非流动资产	49	44	15	15	公允价值变动损益	-2	0	0	0
资产总计	33578	41826	54158	68598	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	8497	11890	15215	18845
应付和预收款项	10083	10555	12792	14731	加:其他非经营损益	3	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	利润总额	8500	11892	15217	18847
其他负债	48	48	48	48	减:所得税	2106	2973	3804	4712
负债合计	10132	10603	12841	14779	净利润	6394	8919	11413	14135
股本	3796	3796	3796	3796	减:少数股东损益	237	330	423	524
资本公积	953	953	953	953	归属母公司股东净利	6157	8589	10990	13612
留存收益	18371	25817	35488	47466	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	23120	30566	40237	52215	经营性现金净流量	9525	6624	13454	14777
少数股东权益	327	657	1080	1604	投资性现金净流量	-613	-771	-861	-961
股东权益合计	23447	31224	41318	53819	筹资性现金净流量	-1503	-667	-651	-683
负债和股东权益合计	33578	41826	54158	68598	现金流量净额	7409	5186	11942	13133

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦

邮编：400023

电话：(023) 63786246

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>