

两高一低第一股 治理结构有进步

2012年7月8日

强烈推荐/维持

五粮液

事件点评

——五粮液（000858）12年中报预增等公告点评

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: yynliw999@hotmail.com	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

公司7月8日发布两个公告:一是中期净利润预增50.07%,EPS约1.329元,主要系营业收入大幅度增长,并且收入增幅大于费用的增长幅度;二是大股东五粮液集团从宜宾市国资公司无偿获得20.07%股权。两个公告的内容均大幅超越市场预期。

主要观点:

1.公司上半年大幅增长得益于消费需求增长和提价,应与“预收款确认为收入”无多大关系。上半年五粮液及系列酒均处于销量增长和价格提升的“量升价增”态势,主要是因为五粮液及时提价之后价格带也还处于700元至800元一带,并不是1000元以上的“奢侈品”,与三公消费所禁止的高价酒有一定差距,而且“浓香型”白酒拥有很大的消费群体(约占饮酒人口的70%),适宜快速推广。所以,可以这么说,上半年公司并没有受到三公消费有关“白酒限高禁高”政策的影响,或许由于五粮液产品的价位、香型特点、目标群体等有一定的特殊性还享受了意外收获。另外,公司多年来净利润增速都低于市场预期,大量的预收款成为人们关注的焦点,我们认为2012年一季度公司高达78亿元的预收款应该不会是上半年收入与利润大幅增长的“蓄水池”,也就是说,上半年的大幅增长是一种“增量”的增长,主要得益于公司的产品特殊性——比较稀缺的非奢侈品属性的浓香型第一高档白酒。

2.本次大幅预增为多年罕见,显示公司不再满足于稳健而转向积极,改变一直以来业绩增长低于市场预期的形象,这是一个重大的转变,应予以高度重视。公司是白酒行业中产量和收入规模最大、2011年唯一一家收入超200亿元的白酒企业,而且某权威机构认定五粮液品牌价值2011年就已超过586亿元,连续17年蝉联食品饮料行业第一,是名副其实的白酒大王。所以,稳健经营、不急不躁一直是近年来公司管理层的重要风格。本次大幅预增应该可以看作是管理层风格有所转变的重要信号。也许,在“积极”的背后,跨区域整合白酒业务(如大规模的省级白酒企业兼并收购)、创新产品(如推出兼香酒)、市场拓展与深化(如进一步发力高端市场)、内部架构整合(如推广华东营销中心模式)、营销发力(如重启经销商招募与专卖店建设)等都可以进入近中期关注视野。比如,2012年一季报显示,公司货币资金达到228亿元,叠创历史新高,这极大增强了公司进行投资、收购、兼并、重组的能力和预期;再如,在公司未来的业务架构中,浓酱兼三大香型依次排序,在整个白酒格局中,会保持浓香老大地位,力争酱香老二,志取兼香第一。

3.公司大股东无偿获得20.07%股权,增强了对公司的话语权,公司内部治理结构或许有进一步强化现有格局、协调多方利益关系的预期。五粮液集团公司不持有上市公司的股权,这是宜宾市和四川省的一个特例。自此,集团公司开始从宜宾市国资委全资的宜宾国资公司那里无偿接收公司20.07%股份,表明大股东对股份公司的话语权有所增加,同时也打通了集团公司通过分红渠道获得收益的正常渠道,有利于酒类业务进一步向股份公司集中,也有利于加大股份公司的分红力度。所以,这应该可以看成是公司种治理结构的一种积极变化,而不是倒退。

图 1：公司股权转让前后的结构图



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.下半年公司的成长性应该不会比上半年差，全年业绩增长超过 50%可以期待。首先，下半年是白酒旺季，应该好于上半年；其次，下半年三公消费所针对的高价酒影响会小于上半年，因为下半年高酒精度酒需求转旺，价格普遍坚挺，有的还可能有所提价，只要第一高价酒茅台坚守目前的价格，公司“五粮液”产品系列出厂价和终端价格不大幅上涨，就不大会触碰三公消费禁高的底线，也就不会放大负面影响；第三，公司下半年或许会有较多较大的动作，推动业绩增长，再给市场带来更多预期。

结论：

公司拥有浓香、酱香两大主流香型高端白酒产品和品牌，年内可能再推兼香，成为香型区分与定位最清晰的白酒大王，而且高中低端产品兼有，在白酒行业里堪称产品结构最完善、香型最典型、业绩最稳定、增长最确定的企业，根据我们的初步预测，2012 年动态 PE 仅为 14 倍左右，为白酒企业最低，因此，公司已成为白酒行业最具“两高一低”特性——高成长性、高确定性和低估值的投资标的，成为食品饮料行业“两高一低”第一股。

盈利预测与投资建议：

我们在 2012 年 2 月 3 日五粮液董事会公告点评报告《12 年目标已定 增长应不低于 2011》中预计 2012 年净利润增速可达 40% EPS 约 2.28 元；从公司当前态势与未来趋势结合考虑，从中性角度调升公司 2012 年净利润增速 11.93 个百分点至 51.93%，EPS 至调升至 2.46 元，给予全年 55 元目标价预期，对应 PE 仅为 22 倍，距离当前股价 35 元提升空间近 60%，故继续强烈推荐。

风险提示：

假如三公消费有关政策明确出台细则，明确宣布五粮液为公款限制性消费品种，则会较大影响公司业绩。

表 1：公司 2011-2013 盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,541.30	20,350.59	27,066.29	33,832.86	42,291.08
(+/-)	39.64%	30.95%	33.00%	25.00%	25.00%
经营利润 (EBIT)	6,094.75	8,496.94	13,335.10	19,002.52	25,890.93
(+/-)	32.88%	39.41%	56.94%	42.50%	36.25%
净利润	4,395.36	6,157.47	9,354.98	13,447.78	19,331.19
(+/-)	35.46%	40.09%	51.93%	43.75%	43.75%
每股净收益 (元)	1.16	1.62	2.46	3.54	5.09
市盈率 (倍)	29.79	21.27	14.21	9.88	6.87

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993年进入证券市场，2007年加盟东兴证券研究所，2010年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券