

今年超预期确定 未来增速看营销

五粮液 (000858.sz)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

公司 2012 年 8 月 7 日在深圳召开五粮液投资者交流会，会后又进行了交流。

2. 我们的分析与判断

(一) 今年业绩超预期确定，明年营销改革定增速

在今年消费大环境下，公司采取积极措施保持了收入利润较大增长。刘中国表示有信心完成年初制定全年增长 20% 的目标，作为传统旺季的下半年，有信心能再创新高。今年五粮液基酒产量将会决定下一年的销售量，因此可以持续看好五粮液明年的销售业绩。

公司在互动问答环节表示，关于营销体系改革方案，目前已经形成，但是还没有经过董事会。华东营销中心是公司近年的一个试点，由于在探索过程中体系问题没有得到解决，初步认为华东营销中心的思路加上新的公司的运行机制，是可以解决营销的快速反应问题，团队建设问题，精细化终端等问题。

我们认为今年业绩将大幅超市场一致预期，明年业绩增速取决于营销改革。

(二) 十二五规划及远景目标宏大

十二五股份公司实现 600 亿以上的营业收入，十三五中期股份 1000 亿 (含税)；五粮液酒的量上达到 2 万 5 千吨-3 万吨。公司认为长期五粮液要做市值第一的上市白酒企业。

每年进行市值考核，任期每三年进行一次考核：经济指标权重 80% (市场收益率、总资产、国有资本保值率、总资产周转率)；综合指标 10% (投融资、战略制定、重大市场报告、安全及社会责任)；市值管理参考大盘涨跌及酒类上市公司涨幅，占 10%。

(三) 行业拐点未到，请勿长期因素短期化

行业景气度仍将处于高位，弱周期性值得关注，即使最坏情况发生，仍然有表现优秀公司。

3. 投资建议

我们维持 7 月 9 日《五粮液 (000858)：未来权力格局有望稳定 保障业绩确定性高增长》对 2012/13 年 EPS 2.46/3.45 元预计。

4. 风险提示

受多种因素影响的产品量价关系变化有可能超过我们的预期。

分析师

董俊峰 (首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying_yj@ChinaStock.com.cn

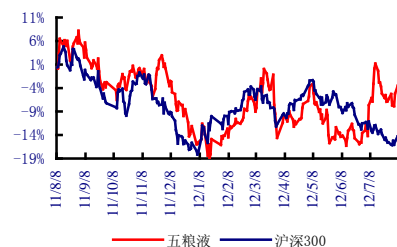
执业证书编号: S0130511090001

市场数据

时间 2012.08.07

A 股收盘价(元)	36.59
A 股一年内最高价(元)	40.80
A 股一年内最低价(元)	29.82
300 指数	2388.87
市净率	6.01
总股本 (万股)	379596.67
实际流通 A 股(万股)	379548.70
限售的流通 A 股(万股)	47.98
流通 A 股市值(亿元)	1388.77

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 五粮液 (000858): 未来权力格局有望稳定 保障业绩确定性高增长 20120709
2. 白酒行业: 一线一触即发, 二三线迎春— 一大茅台、小沱牌 20120326
3. 白酒行业: 拐点仍未到来, 勿长期因素短期化 20120105

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	29713.14	31192.77	50090.96	55669.72	营业收入	20350.59	28076.90	39279.58	53420.24
现金	21550.86	18661.10	33750.73	34458.38	营业成本	6895.41	8451.15	11705.32	15545.29
应收账款	75.62	181.42	163.29	312.08	营业税金及附加	1601.64	2209.72	3091.40	4204.31
其它应收款	42.78	120.43	86.04	174.49	营业费用	2069.99	2529.73	3609.79	5288.60
预付账款	254.50	506.26	654.99	861.97	管理费用	1750.69	2248.96	3181.65	4327.04
存货	5536.50	7205.84	10730.66	12565.67	财务费用	-476.59	-368.72	-458.17	-577.05
其他	2252.88	4517.73	4705.26	7297.14	资产减值损失	12.45	21.97	30.93	38.85
非流动资产	7192.70	10616.31	15214.59	20516.81	公允价值变动收益	-2.46	2.05	-2.44	-0.95
长期投资	130.88	133.26	135.61	137.89	投资净收益	2.40	2.68	2.64	2.57
固定资产	5905.06	9180.83	13441.50	18313.02	营业利润	8496.94	12988.82	18118.86	24594.81
无形资产	297.48	443.53	628.64	854.77	营业外收入	57.45	54.10	55.77	54.93
其他	859.29	858.68	1008.85	1211.12	营业外支出	54.44	43.83	57.84	52.04
资产总计	36905.84	41809.08	65305.55	76186.53	利润总额	8499.95	12999.08	18116.80	24597.71
流动负债	13409.43	10458.18	23122.98	19423.07	所得税	2105.58	3221.45	4492.92	6096.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	6394.38	9777.64	13623.87	18501.29
应付账款	234.52	342.49	443.87	543.87	少数股东损益	236.91	448.44	542.48	756.90
其他	13174.91	10115.69	22679.11	18879.19	归属母公司净利润	6157.47	9329.20	13081.40	17744.40
非流动负债	49.72	24.55	31.11	35.13	EBITDA	8610.50	13289.79	18680.73	25570.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	1.62	2.46	3.45	4.67
其他	49.72	24.55	31.11	35.13					
负债合计	13459.15	10482.73	23154.10	19458.20	主要财务比率				
少数股东权益	326.98	775.42	1317.89	2074.79	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	23119.71	30550.93	40833.57	54653.54	成长能力				
负债和股东权益	36905.84	41809.08	65305.55	76186.53	营业收入增长率	30.95%	37.97%	39.90%	36.00%
					营业利润增长率	39.41%	52.86%	39.50%	35.74%
					归属于母公司净利润增长率	40.09%	51.51%	40.22%	35.65%
					获利能力				
					毛利率	66.12%	69.90%	70.20%	70.90%
					净利率	31.42%	34.82%	34.68%	34.63%
					ROE	27.27%	31.21%	32.32%	32.61%
					ROIC	25.50%	30.50%	31.89%	32.42%
					偿债能力				
					资产负债率	36.47%	25.07%	35.46%	25.54%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.22	2.98	2.17	2.87
					速动比率	1.80	2.29	1.70	2.22
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.71	0.73	0.76
					应收账款周转率	246.78	218.46	227.90	224.76
					应付账款周转率	35.37	29.29	29.77	31.48
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.62	2.46	3.45	4.67
					每股经营现金流 (最新摊薄)	2.33	0.79	6.16	2.99

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	8860.50	2983.74	23369.12	11347.70
净利润	6394.38	9777.64	13623.87	18501.29
折旧摊销	757.07	893.88	1350.11	1995.72
财务费用	-476.59	-368.72	-458.17	-577.05
投资损失	-2.40	-2.68	-2.64	-2.57
营运资金变动	2191.58	-7318.00	8855.31	-8571.28
其它	-3.54	1.62	0.64	1.59
投资活动现金流	-638.17	-4318.09	-5945.91	-7296.72
资本支出	-245.48	3449.08	4588.03	5296.59
长期投资	-98.35	-2.39	-2.35	-2.28
其他	-982.00	-871.41	-1360.23	-2002.41
筹资活动现金流	-630.93	-1555.41	-2333.58	-3343.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-630.93	-1555.41	-2333.58	-3343.33
现金净增加额	7591.40	-2889.77	15089.63	707.66

S

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2011 年第九届新财富最佳分析师。

董俊峰，研究部行业研究主管，兼食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年业界首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

周颖，食品饮料行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。清华大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn