白酒

署名人：柯海东
S0960512080001
0755-82026712
kehaidong@cjis.cn

6－12 个月目标价： 46.00 元

当前股价： 34.16 元

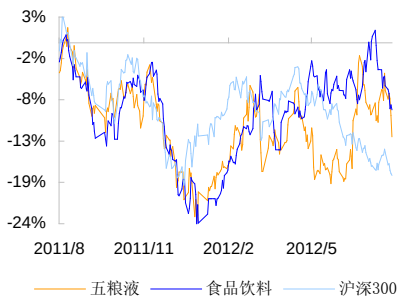
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2114.89
总股本(百万)	3795
流通股本(百万)	3795
流通市值(亿)	1296
EPS	1.62
每股净资产（元）	6.09
资产负债率	36.47%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
五粮液	-11.00	-1.47	0.78
食品饮料	-9.90	-3.28	6.75
沪深 300 指数	-3.59	-10.14	-8.78



相关报告

五粮液－半年报超预期+治理结构改善，有望迎来估值修复行情 2012-07-09

五粮液－今年确定性高增长、十二五持续增长信心增强、机构配置比例提升使得公司迎来良好买点——2012 年一季报点评 2012-04-20

五粮液 000858 强烈推荐

中低价位酒表现靓丽，业绩释放尚留余力

五粮液公告：1、上半年营收 150 亿（+42%）；归属母公司股东净利润 50.5 亿（+50%），EPS1.329 元，与预增公告相符；2、第四届董事会第二十一次会议决议公告：公司章程变更：主要为增加分红政策；试行设立“营销中心（大区）+子公司”组织模式；投资不低于 50 亿扩充 10 万吨浓香型商品酒产能；受让五粮液集团公司所属五粮春、五粮醇、五粮神、尖装四个酒业公司。其中公司章程变更、扩建产能尚需股东大会决议通过。

投资要点：

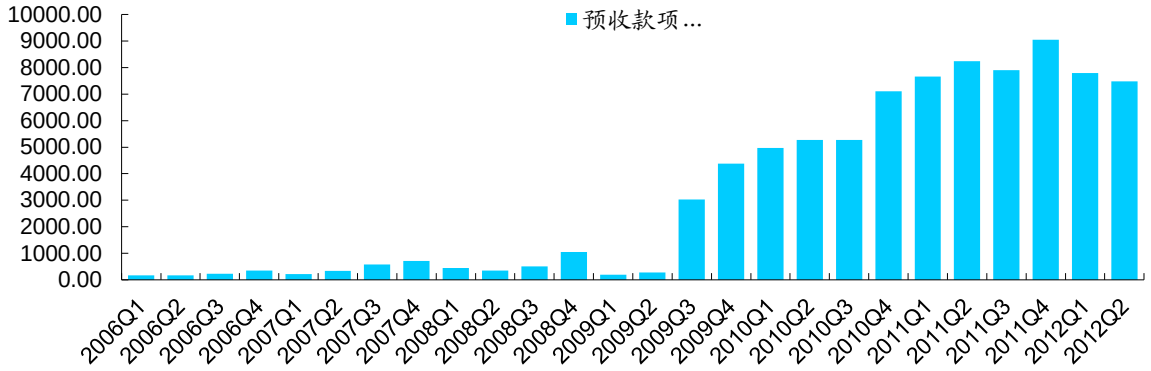
- **高价位酒提价效应显现，中低价位酒表现靓丽。**上半年营收 150 亿（+42%），其中二季度单季营收 68.2 亿（+56.8%）。分产品来看，高价位酒（含税销售价>120 元）收入 104.5 亿（+37.6%），反映了普通五粮液去年 9 月份提价近 30%的效应，也符合我们此前普五出货量同比增速超 5%的预期；中低价位酒营收 40.8 亿（+106%），表现非常靓丽，反映了当前行业中低价位酒仍快速增长及公司营销组织变革持续发力，由于中低价位酒的快速增长，公司整体毛利率略微下降 1%，预计全年将保持平稳。**预收款显示业绩释放尚留余力。**中报预收款尚达 74.8 亿（一季度末的 77.9 亿），现金仍高达 232 亿，业绩仍有释放余力。**三费率下降明显，提升净利率。**三项费用率均有 1%左右的下降，带动净利率提升 1.79%至 33.53%。
- **8、9 月份重点关注高端酒渠道去库存情况。**当前普通五粮液一批价约 730 元，在公司的管控及旺季来临需求提升下基本企稳，终端动销同比有回暖迹象，期待旺季能大幅降低终端的库存压力，增强公司明年的增长动力；**中价位酒营销变革值得期待。**公司拟选择三个区域市场试行设立“营销中心(大区) ＋子公司”组织模式，进行双营销组织驱动，在现有的“华东营销中心”基础上，再设立“华北营销中心”、“西南营销中心”及具有独立法人资格的上海、北京、成都子公司，目的是使营销管理更扁平化，提升竞争力。同时公司受让五粮液集团公司所属五粮春、五粮醇、五粮神、尖装四个酒业公司股权也反映了公司拟加大中价位酒的营销力度。
- **强化分红政策提振长期价值，扩充产能着眼未来。**公司拟强化分红政策，包括中期分红及最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十。扩充 10 万吨商品酒产能目的为实现十二五 600 亿收入做准备。
- **维持“强烈推荐”。**维持 12/13/14 年 EPS 预测为 2.30/2.96/3.74，持续“强烈推荐”。**风险提示：**宏观经济下行，政务消费受限制，中价位酒竞争激烈

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	27333	33622	40617
收入同比(%)	31%	34%	23%	21%
归属母公司净利润	6157	8749	11225	14182
净利润同比(%)	40%	42%	28%	26%
毛利率(%)	66.1%	68.5%	69.3%	70.3%
ROE(%)	26.6%	27.5%	27.2%	26.7%
每股收益(元)	1.62	2.30	2.96	3.74
P/E	21.08	14.83	11.56	9.15
P/B	5.61	4.07	3.15	2.44
EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源：中投证券研究部

图 1 公司巨额的预收款项有望为 2012 年业绩保持稳定增长保驾护航



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 2 上市公司股权划转前股权结构

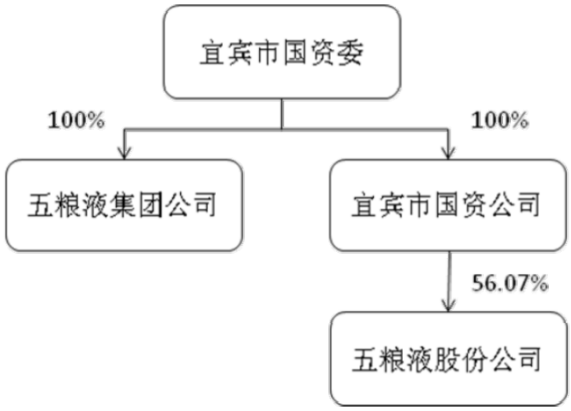
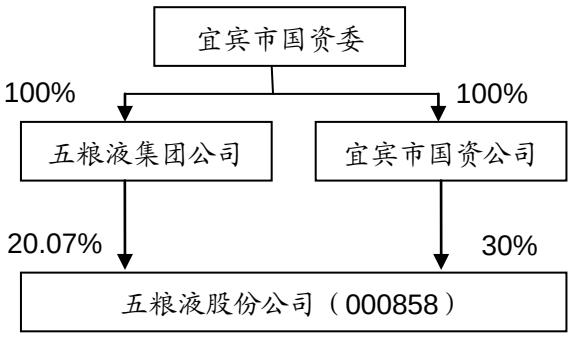
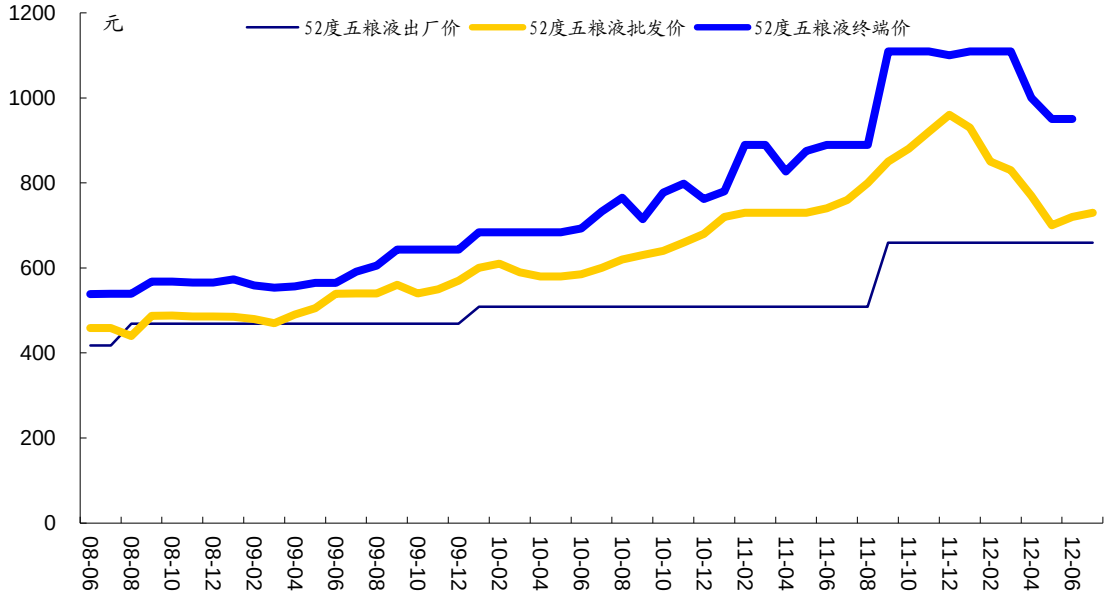


图 3 上市公司股权划转后股权结构



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 4 五粮液批发价走势



资料来源：中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	29713	41433	53945	69401
现金	21551	30710	41441	54528
应收账款	76	145	163	195
其他应收款	43	60	73	89
预付账款	254	221	138	154
存货	5537	7283	8590	10091
其他流动资产	2253	3014	3540	4344
非流动资产	7193	6898	6672	6385
长期投资	131	100	111	107
固定资产	5905	5742	5560	5311
无形资产	297	289	281	272
其他非流动资产	859	767	721	695
资产总计	36906	48331	60617	75787
流动负债	13409	16122	19066	22279
短期借款	0	0	0	0
应付账款	235	287	347	404
其他流动负债	13175	15835	18719	21875
非流动负债	50	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	2	2	2
负债合计	13459	16124	19068	22281
少数股东权益	327	339	354	373
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	18371	27119	36446	48384
归属母公司股东权益	23120	31868	41195	53133
负债和股东权益	36906	48331	60617	75787

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	9533	9300	13031	15683
净利润	6394	8760	11240	14201
折旧摊销	757	668	723	780
财务费用	-477	-78	-108	-144
投资损失	-2	-1	0	0
营运资金变动	2371	-2	1157	836
其他经营现金流	489	-47	19	10
投资活动现金流	-613	-49	-511	-496
资本支出	536	400	500	500
长期投资	-98	-33	11	-4
其他投资现金流	-175	317	0	0
筹资活动现金流	-1503	-92	-1789	-2100
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	-1503	-92	-1789	-2100
现金净增加额	7416	9159	10731	13087

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	27333	33622	40617
营业成本	6895	8620	10338	12078
营业税金及附加	1602	2187	2690	3249
营业费用	2070	2733	3362	4062
管理费用	1751	2187	2354	2437
财务费用	-477	-78	-108	-144
资产减值损失	12	6	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	2	1	0	0
营业利润	8497	11681	14987	18935
营业外收入	57	10	10	10
营业外支出	54	10	10	10
利润总额	8500	11681	14987	18935
所得税	2106	2920	3747	4734
净利润	6394	8760	11240	14201
少数股东损益	237	12	15	19
归属母公司净利润	6157	8749	11225	14182
EBITDA	8777	12270	15602	19571
EPS（元）	1.62	2.30	2.96	3.74

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.9%	34.3%	23.0%	20.8%
营业利润	39.4%	37.5%	28.3%	26.3%
归属于母公司净利润	40.1%	42.1%	28.3%	26.3%
获利能力				
毛利率	66.1%	68.5%	69.3%	70.3%
净利率	30.3%	32.0%	33.4%	34.9%
ROE	26.6%	27.5%	27.2%	26.7%
ROIC	354.1	612.4%	44454.	-1272.4
偿债能力				
资产负债率	36.5%	33.4%	31.5%	29.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.22	2.57	2.83	3.12
速动比率	1.80	2.12	2.38	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.64	0.62	0.60
应收账款周转率	237	237	209	217
应付账款周转率	35.37	33.04	32.60	32.15
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.30	2.96	3.74
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	2.45	3.43	4.13
每股净资产(最新摊薄)	6.09	8.40	10.85	14.00
估值比率				
P/E	21.08	14.83	11.56	9.15
P/B	5.61	4.07	3.15	2.44
EV/EBITDA	12	9	7	6

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2012-07-09	五粮液－半年报超预期+治理结构改善，有望迎来估值修复行情
2012-04-20	五粮液－今年确定性高增长、十二五持续增长信心增强、机构配置比例提升使得公司迎来良好买点——2012 年一季报点评
2012-03-29	五粮液－温总理讲话对公司机遇大于压力，调整带来买入良机——2011 年年报电话会议交流纪要
2012-03-28	五粮液－12 年持续高增长无忧，调整带来买入良机——2011 年年报点评
2012-03-16	五粮液－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
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%+

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饮料行业分析师（非酒类），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，旨为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	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434