

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

6-12个月目标价: 46.00元

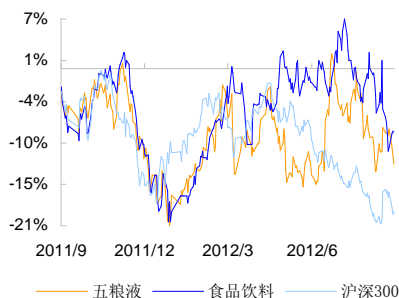
当前股价: 32.85元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2067.83
总股本(百万)	3795
流通股本(百万)	3795
流通市值(亿)	1246
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	-3.84	-0.51	-13.42
食品饮料	-3.43	-9.91	-9.35
沪深300指数	-2.91	-12.98	-14.38



相关报告

五粮液 - 中低价位酒表现靓丽, 业绩释放尚留余力 2012-08-20
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

五粮液

000858

强烈推荐

短期业绩无忧, 长期持续改善

近期我们参加了公司临时股东大会, 并且调研了渠道终端。

投资要点:

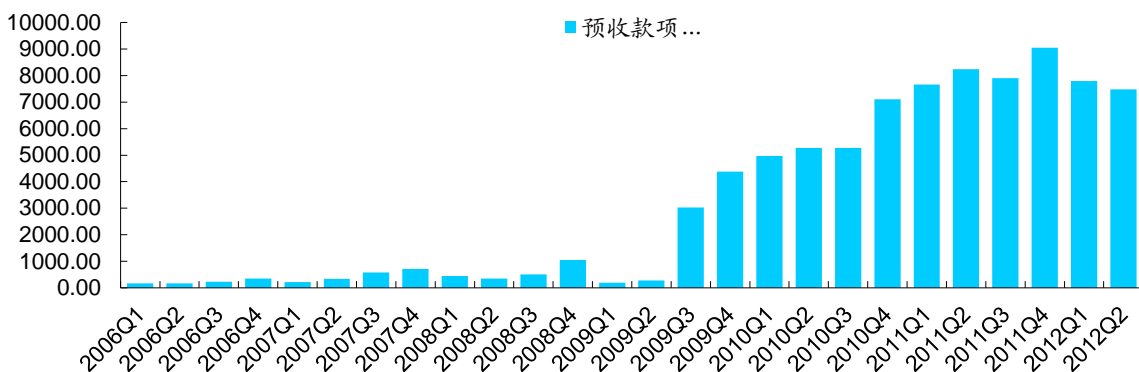
- **近期发货正常且有巨额预收账款保障, 短期业绩持续高增长确定性强。**渠道调研显示公司在7月份一度缺货供应, 据我们了解, “控量”假象与成品酒包装产能没跟上有关, 8月份至今正常发货, 目前仍欠经销商1~2个月的货, 预计对三季度及全年业绩影响不大。对于高端白酒的终端, 公司认为没有太大压力, 五粮液仍是供不应求, 从渠道来看中秋旺季拉动五粮液一批价回升至730元(前期低点700元)。半年报显示公司预收款高达74.8亿(一季度末的77.9亿), 我们终端调研发现目前经销商仍正常打款, 预收款的高企, 有利于保障全年业绩高增长, 我们测算释放6亿元对应EPS为0.1元($6 \times 85\%$ (高档酒毛利率) $\times (1-25\%) / 37.96 = 0.1$ 元)。
- **营销体制改革正稳步推进, 预计年内或见方案得以落实。**对于股份公司500亿的十二五销售目标, 公司认为要通过结构、生产方式转变才能实现, 体制要随之变动, 体制变动要涉及方方面面利益的调整, 关键是人, 因此调整很审慎, 要稳步推进。酒类主业的营销体制改革是重点。股份公司过去是片区制, 现在是品牌制, 现在的体制离市场比较远, 改革要更进一步贴近市场, 增强竞争力。公司年内要建立三大营销公司, 在过去华东营销中心的基础上强化, 从营销中心的形式向公司制转变。
- **期待公司加速资本运作, 整合白酒行业。**收购兼并的议题公司已经跟省市领导进行了充分沟通, 并获得了支持。最近很多资本都在收购白酒企业, 这也说明了未来整合是发展之路。预计未来白酒必将走向整合之路, 上千家白酒企业分享行业蛋糕的情况不会出现。公司介入白酒行业整合的优势: 1) 资金; 2) 香型, 浓香型是主流, 公司有业内最好的浓香型白酒企业管理经验; 3) 公司是浓香型老大。公司正在积极论证并购事项, 资本运作加速是值得期待的。
- **强化分红政策提振长期价值。**随着公司股权转让给五粮液集团逐步落实, 未来公司治理进一步改善, 分红率有望提升, 假设分红率为50%(去年是30%), 按全年2.31的市场一直预期盈利预测计算, 当前预期股息收益率达3.5%, 价值凸显。
- **维持“强烈推荐”。**12/13/14年EPS预测为2.32/2.97/3.75元, 持续“强烈推荐”。

风险提示: 宏观经济下行 导致消费受限制 中价位酒竞争加剧

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	27434	33733	40739
收入同比(%)	31%	35%	23%	21%
归属母公司净利润	6157	8796	11277	14241
净利润同比(%)	40%	43%	28%	26%
毛利率(%)	66.1%	68.5%	69.3%	70.3%
ROE(%)	26.6%	29.3%	28.6%	27.7%
每股收益(元)	1.62	2.32	2.97	3.75
P/E	20.87	14.61	11.39	9.02
P/B	5.56	4.28	3.26	2.50
EV/EBITDA	12	9	7	5

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

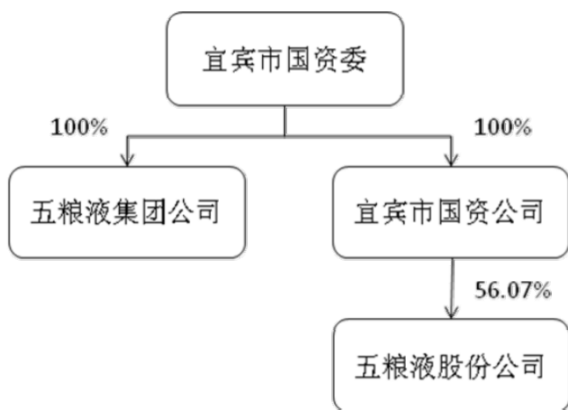
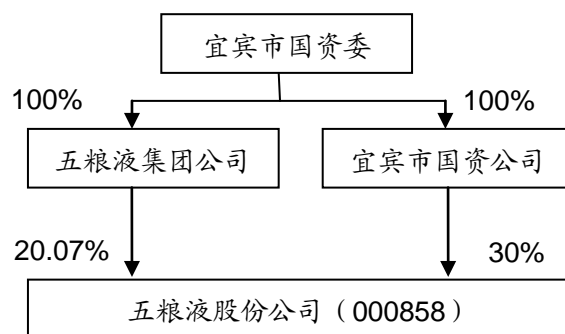
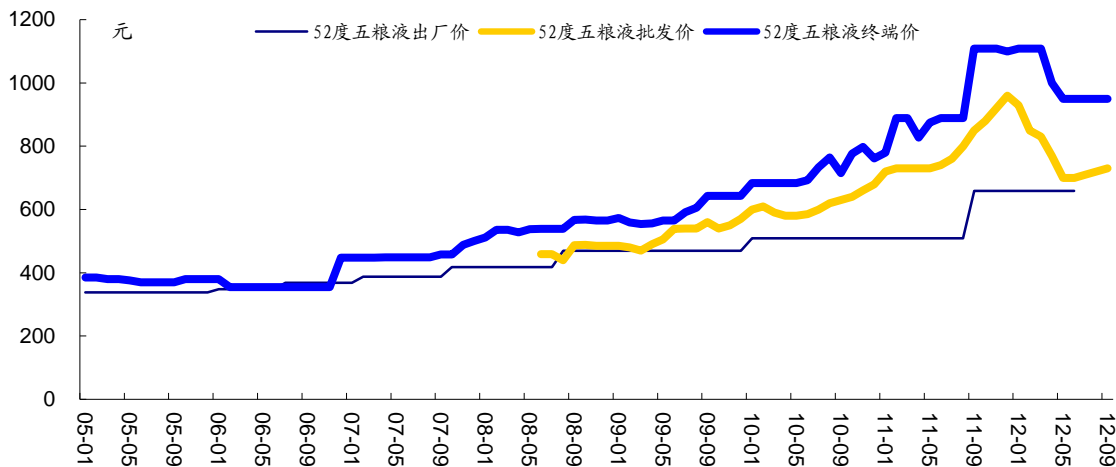


图 3 上市公司股权划转后股权结构



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	39629	52197	67707
现金	21551	28887	39673	52812
应收账款	76	145	163	196
其他应收款	43	61	73	89
预付账款	254	221	138	154
存货	5537	7290	8597	10099
其他流动资产	2253	3025	3551	4357
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	46527	58869	74092
流动负债	13409	16168	19116	22334
短期借款	0	0	0	0
应付账款	235	288	347	405
其他流动负债	13175	15881	18769	21930
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	16170	19118	22336
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	25269	34648	46634
归属母公司股东权益	23120	30018	39397	51383
负债和股东权益	36906	46527	58869	74092

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	9533	9377	13092	15751
净利润	6394	8808	11292	14260
折旧摊销	757	668	723	780
财务费用	-477	-76	-103	-139
投资损失	-2	-1	0	0
营运资金变动	2371	25	1160	839
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	-1992	-1794	-2116
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	-1992	-1794	-2116
现金净增加额	7416	7336	10787	13139

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	27434	33733	40739
营业成本	6895	8628	10347	12087
营业税金及附加	1602	2195	2699	3259
营业费用	2070	2743	3373	4074
管理费用	1751	2195	2361	2444
财务费用	-477	-76	-103	-139
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	11744	15056	19014
营业外收入	57	10	10	10
营业外支出	54	10	10	10
利润总额	8500	11744	15056	19014
所得税	2106	2936	3764	4753
净利润	6394	8808	11292	14260
少数股东损益	237	12	15	19
归属母公司净利润	6157	8796	11277	14241
EBITDA	8777	12337	15676	19655
EPS (元)	1.62	2.32	2.97	3.75

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.9%	34.8%	23.0%	20.8%
营业利润	39.4%	38.2%	28.2%	26.3%
归属于母公司净利润	40.1%	42.9%	28.2%	26.3%
获利能力				
毛利率	66.1%	68.5%	69.3%	70.3%
净利率	30.3%	32.1%	33.4%	35.0%
ROE	26.6%	29.3%	28.6%	27.7%
ROIC	354.1	627.8%	-21750	-1240.4
偿债能力				
资产负债率	36.5%	34.8%	32.5%	30.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.22	2.45	2.73	3.03
速动比率	1.80	2.00	2.28	2.58
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.66	0.64	0.61
应收账款周转率	237	238	209	217
应付账款周转率	35.37	33.05	32.60	32.15
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.32	2.97	3.75
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	2.47	3.45	4.15
每股净资产(最新摊薄)	6.09	7.91	10.38	13.54
估值比率				
P/E	20.87	14.61	11.39	9.02
P/B	5.56	4.28	3.26	2.50
EV/EBITDA	12	9	7	5

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
2012-08-20	五粮液 - 中低价位酒表现靓丽，业绩释放尚留余力
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

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

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。

免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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