

证券研究报告

食品饮料

强烈推荐 (维持)

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
0755-2262571
tangweiliang978@pasc.com.cn

文 献

CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060512040003
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

证券投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

五 粮 液 (000858)

营销改革值得期待，需密切跟踪

■ 调研分析要点

1. 三季度产品销售情况正常，短期缺货是因为生产环节问题。五粮液酒 2012 年销售 16000 吨、增长 10% 的计划没有变化。8 月份产品缺货因为生产环节出了问题，包装设备没有跟上，停产了 10 多天，并非刻意控货，现已恢复正常发货。

2. 五粮液酒团购价 7-8 月连续上调，迫于竞品压力不排除年底提价的可能性。7 月和 8 月五粮液酒团购价分别上调 20 元至 729 元，主要目的促进一批价上升、稳定价格。五粮液酒团购的比重较大，达到 30%，我们预计团购价的上调可增厚 2013 年 EPS 0.06 元。随着 9 月茅台提价之后，年底五粮液不排除提价的可能性，如果产品不提价，产品形象档次可能被竞品大幅甩开。

3 短期内渠道仍面临一定压力。我们近期跟踪情况来看，7 月份一批价小幅反弹之后，现阶段在 720-730 元徘徊，双节期间部分商超调低五粮液终端价 100 元做促销。

4. 营销改革值得期待，与优秀的竞争对手相比改善空间很大，能否执行到位是关键。公司设立“营销中心（大区）+子公司”的组织模式，两个牌子一套班子，设立三家直营公司。华东、华北已经开始运作，西南公司预计年底开设。“营销中心+子公司”拥有部分自主权，包括员工招聘、价格体系、计划分配、促销活动经费、广告费等，最重要目的是营销组织前移，加快对市场情况反应速度。营销中心不跟经销商抢市场，而是配合他们把销售阵地前移，团购酒经销商能做的还是让经销商自己去挣。2012 年中期五粮液营销人员仅为 335 人，远低于洋河，五粮液 2012 年 8-10 月专卖店数量环比基本持平，显示公司尚未开始大规模招商。我们预计随着营销改革的推进，销售人员和经销商数量将出现明显的增加，可以密切跟踪这两个指标来判断营销改革的推进速度。

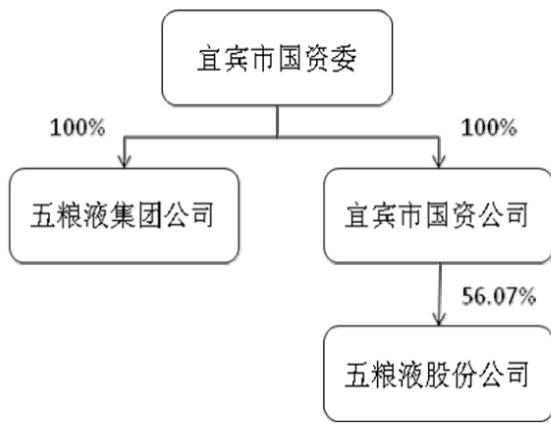
5. 新产能投建、老产能恢复确保产能无后顾之忧。新投建的 10 万吨产能 2 年左右可以建成。2011 年年底已经全部恢复 18 万吨固态发酵产能，预计产能恢复可支持未来 3 年五粮液酒每年可增长 2000 吨。

■ 盈利预测与投资评级

根据政府对公司十二五规划的要求测算，2011-2015 年收入复合增速需达到 31%，销量复合增速达到 17-23%。预计公司 2012-2014 年实现每股收益 2.41 元、3.10 元、3.67 元，同比增长 49%、29%、18%，对应 PE 分别为 14.0、11.0、8.8 倍，综合考虑估值水平和成长性，维持“强烈推荐”的投资评级。

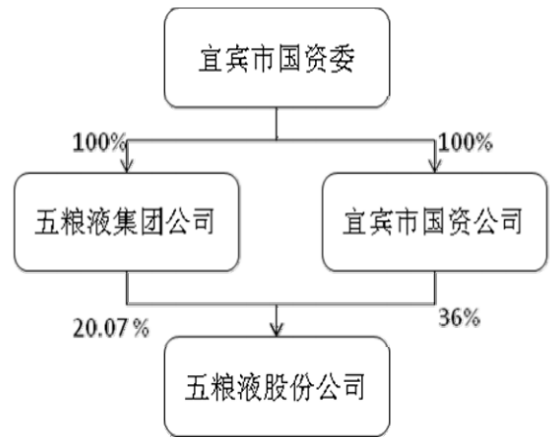
■ 风险提示：根据历史数据分析，公司可能将 4 季度部分业绩推迟至次年实现。

图表 1 五粮液权益前的股权结构



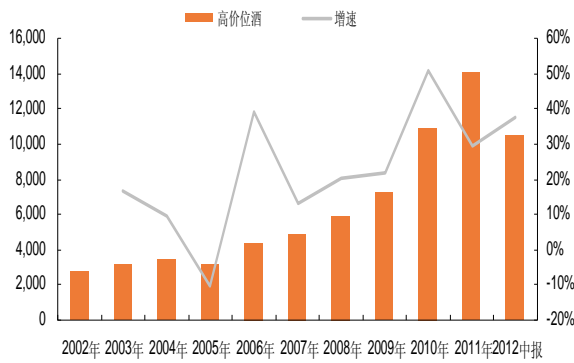
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 2 五粮液权益后的股权结构



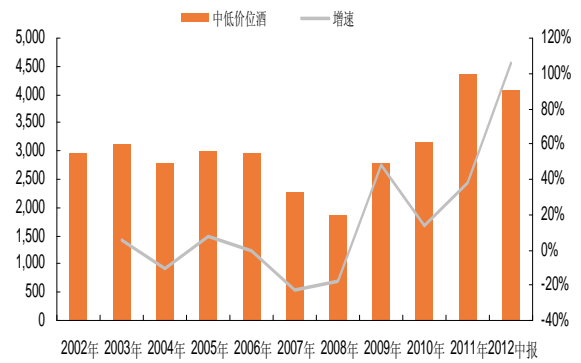
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 五粮液高价位酒收入增速 单位：百万元



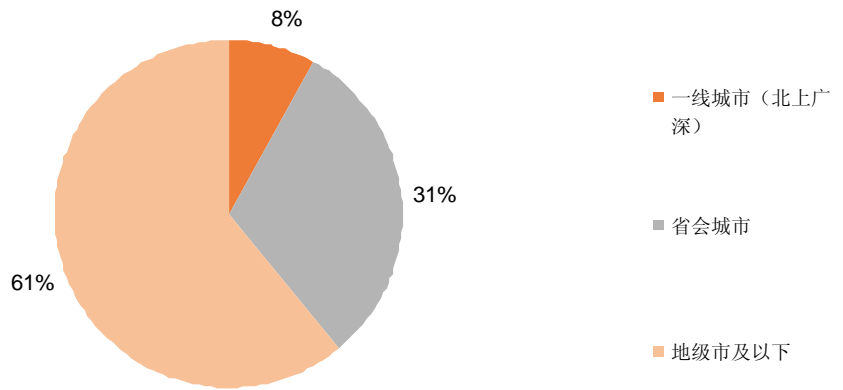
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 五粮液中低价位酒收入增速 单位：百万元



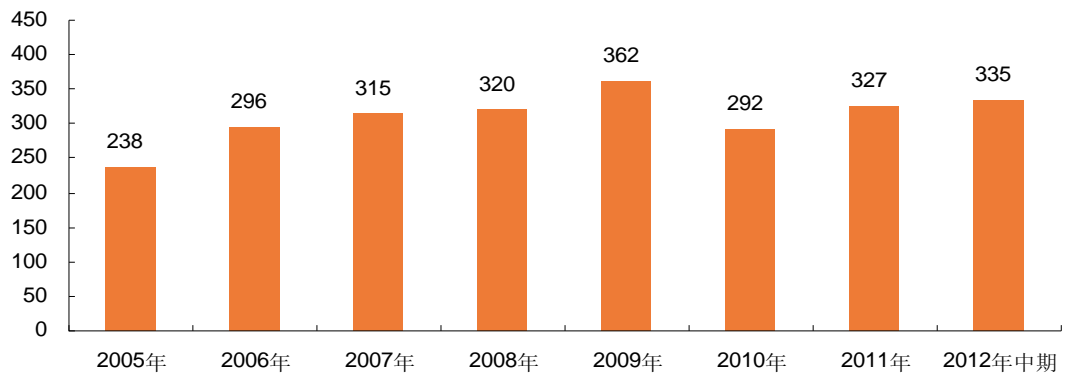
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 五粮液酒专卖店分布情况 2012年10月



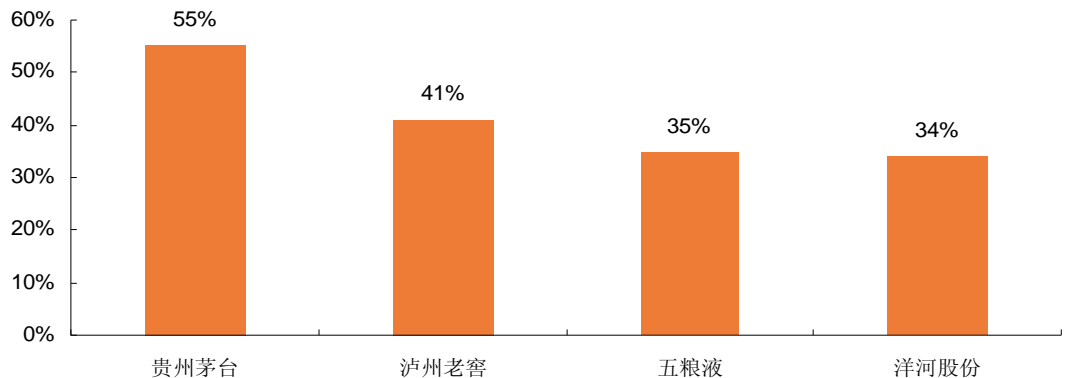
资料来源：平安证券研究所

图表 6 五粮液酒销售人员数量较低



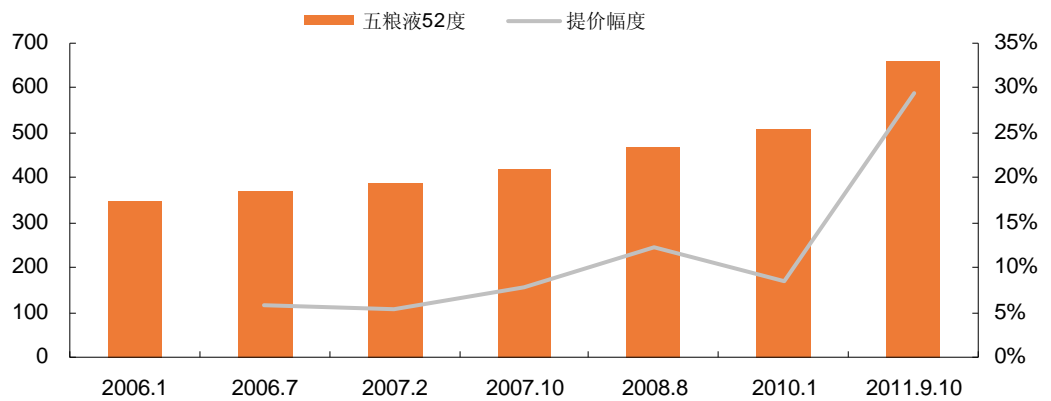
资料来源：平安证券研究所

图表 7 对比泸州老窖，五粮液净利率仍有提升空间（2012.1-6）



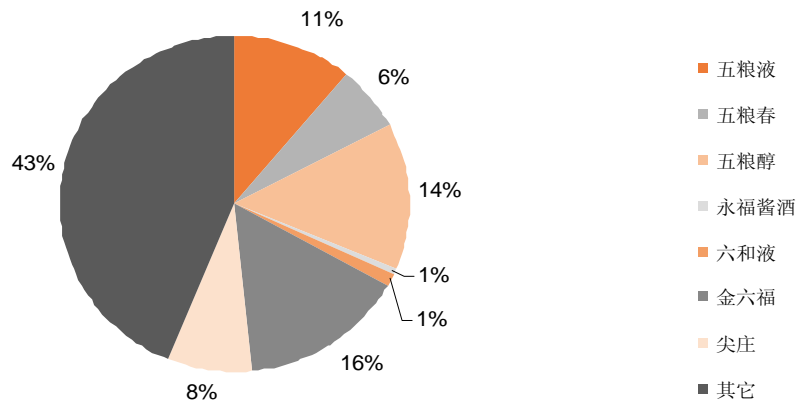
资料来源：平安证券研究所

图表 8 五粮液出厂价变化情况 单位：元/瓶



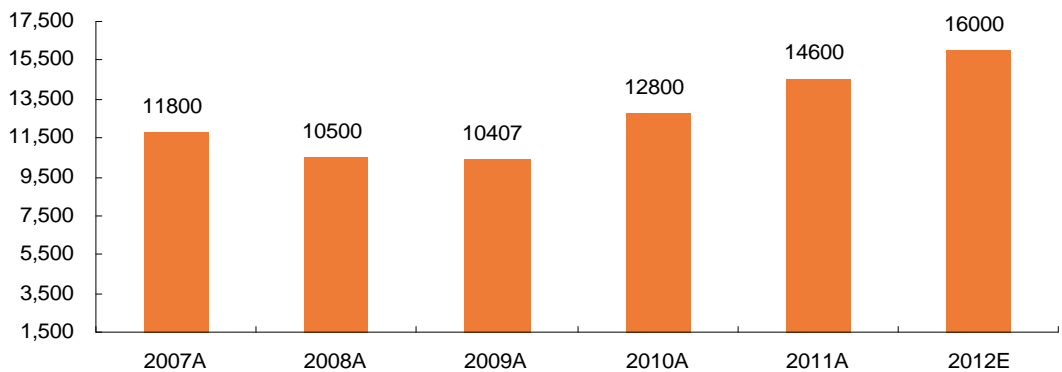
资料来源：平安证券研究所

图表 9 五粮液产品销量构成占比 2011年



资料来源：平安证券研究所

图表 10 五粮液产品销量变化情况



资料来源：平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	20,351	28,403	35,721	42,878	净利润	6,394	9,483	12,081	15,027
YoY	30.9%	39.6%	25.8%	20.0%	折旧摊销	757	708	847	970
营业成本	6,895	9,607	12,230	14,518	营运资金投资	-2,611	1,128	965	1,654
毛利率	66.1%	66.2%	65.8%	66.1%	经营活动现金净流量	9,533	8,289	10,998	13,074
营业税金及附加	1,602	2,272	2,858	3,430	资本开支	-158	998	1,000	1,000
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-613	-684	-1,000	-1,000
销售费用	2,070	2,556	3,036	3,430	债务融资	0	0	0	0
管理费用	1,751	2,130	2,500	2,787	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-477	-744	-979	-1,284	支付红利	-1,139	-1,898	-1,898	-2,278
投资净收益	2	0	0	0	融资活动现金净流量	-1,503	-1,084	-856	-933
营业利润	8,497	12,578	16,076	19,996	当年现金净流量	7,416	6,520	9,143	11,141
加: 营业外收入	57	50	0	0					
减: 营业外支出	54	10	0	0					
利润总额	8,500	12,618	16,076	19,996					
减: 所得税	2,106	3,136	3,995	4,969					
净利润	6,394	9,483	12,081	15,027					
减: 少数股东损益	237	352	448	557					
归属母公司所有者净利	6,157	9,131	11,633	14,470					
YoY	40.1%	48.3%	27.4%	24.4%					
销售净利润率	30.3%	32.1%	32.6%	33.7%					
EPS (当年股本)	1.62	2.41	3.10	3.67					
EPS (最新股本摊薄)	1.62	2.41	3.10	3.67					
重要指标速览					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
估值					货币资金	21,551	28,071	37,214	48,355
PE	20.7	14.0	11.0	8.8	应收款项	76	151	173	206
PEG	0.4	0.5	0.4	0.4	预付款项	254	327	493	666
PB	5.5	4.2	3.2	2.4	存货	5,537	7,715	9,820	11,658
P/S	6.3	0.0	0.0	0.0	其他流动资产	2,253	3,465	4,148	4,914
EV/EBITDA	12.1	8.5	6.7	5.4	流动资产合计	29,713	39,810	51,940	65,910
股息收益率	1.3%	1.5%	1.8%	2.4%	长期股权投资	131	131	131	131
经营回报率					固定资产	5,905	6,591	6,942	7,070
ROE	26.6%	30.1%	29.0%	27.7%	无形资产	297	297	297	297
ROA	16.7%	19.3%	19.5%	19.7%	其他非流动资产	859	460	264	166
资本结构及偿债能力					非流动资产合计	7,193	7,480	7,634	7,665
资产负债率	36.5%	34.4%	30.8%	26.7%	资产总计	36,906	47,290	59,575	73,575
速动比率	1.8	2.0	2.3	2.8	短期借款	0	0	0	0
运营效率					应付款项	235	283	411	554
存货周转率	1.4	0.0	0.0	0.0	预收款项	9,047	11,361	12,502	12,864
流动资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	应付股利	175	244	307	369
固定资产周转率	3.3	4.5	5.3	6.1	其他流动负债	13,175	15,977	17,950	19,057
					流动负债合计	13,409	16,260	18,361	19,612
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	50	2	2	2
					非流动负债合计	50	2	2	2
					负债合计	13,459	16,261	18,363	19,614
					归属母公司所有者权益	23,120	30,350	40,085	52,277
					其中: 实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
					少数股东权益	327	679	1,127	1,684
					股东权益合计	23,447	31,029	41,212	53,961
					负债及股东权益总计	36,906	47,290	59,575	73,575

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257