

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

6-12个月目标价: 50.00元

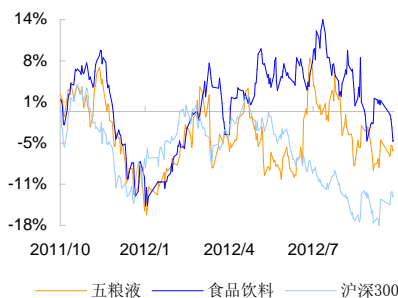
当前股价: 33.37元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2104.93
总股本(百万)	3795
流通股本(百万)	3795
流通市值(亿)	1266
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	-3.08	-5.49	-0.99
食品饮料	-1.17	-11.11	-1.99
沪深300指数	-0.32	-4.99	-8.55



相关报告

- 五粮液 - 短期业绩无忧, 长期持续改善 2012-09-21
- 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

000858

强烈推荐

业绩持续大超预期, 市值有望恢复至合理地位

公司三季度业绩快报: 归属于母公司股东净利润 77.87-78 亿元 (+61.61%-62.01%), EPS 为 2.051 元-2.056 元 (+61.62%-62.02%), 其中三季度单季净利润 27.40-27.59 亿元 (+88.26%-89.59%), EPS 为 0.722 元-0.727 元 (+88.51%-89.82%)。三季度业绩再次大幅超越市场预期, 公司对股价的态度已“溢于言表”, 年内业绩超预期增长已成定局, 长期更可见持续改善, 上调盈利预测, 持续强烈推荐。

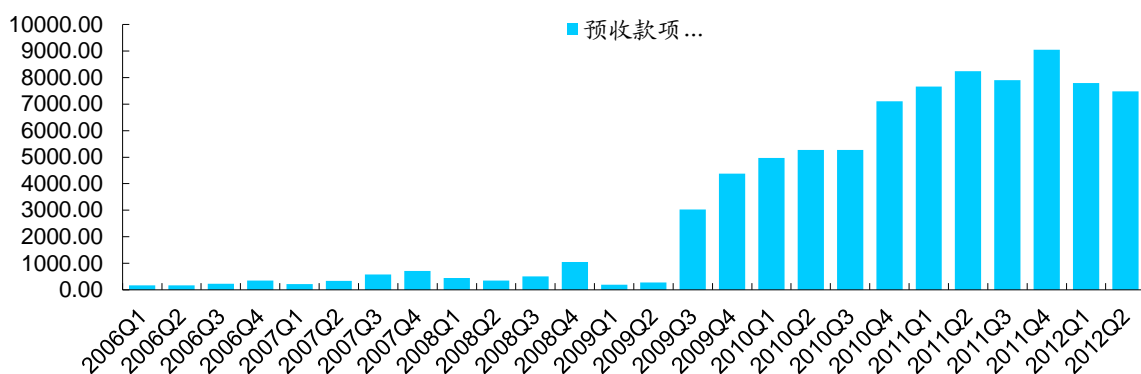
投资要点:

- **预计对渠道欠货周期缩短及预收款释放使提价效应完全显现, 促成公司盈利持续高速增长, 我们上调公司全年盈利预测。**公司自去年 9 月 10 日起上调普通五粮液出厂价近 30%, 提价前公司控量动作明显, 对经销商欠货周期近 6 个月, 使得公司去年前三季度仅增长 36%, 基数较低。今年以来公司发货节奏并未受高端酒终端销售影响, 欠货周期缩短, 预收款兑现为营业收入, 实现了今年三季度“量价齐升”, 此外我们预计公司三季度业绩高速增长也有过往累积的用于平滑业绩的预收款释放的功劳, 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)。本次预增公告可见公司对股价的态度也“溢于言表”, 我们上调公司全年盈利预测至 2.44 元 (此前为 2.32 元)。
- **双节高端白酒终端销售基本符合预期, 明年的业绩需要紧盯春节的时间窗口。**渠道调研显示高端白酒中秋整体销量下滑超过两成, 基本符合预期, 节后五粮液批发价回落了 10-20 元, 目前约为 720 元。在政治、经济变化造成的终端需求下滑的情况下, 酒厂实现增长的主要策略是向老经销商压货及新开发经销商持续扁平化, 其持续性需要我们紧盯明年春节的时间窗口。
- **营销体制改革是长期看点, 预计 11 月后或见具体方案逐步落实。**对于股份公司 500 亿的十二五销售目标, 公司认为要通过体制变革推动, 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。公司过去的营销模式是片区制, 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, 预计 11 月后或见具体方案逐步落实。
- **维持“强烈推荐”。**上调 12/13/14 年 EPS 预测 2.44/3.10/3.90 元, 短期内公司市

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	28457	34859	41977
收入同比(%)	31%	40%	22%	20%
归属母公司净利润	6157	9245	11777	14805
净利润同比(%)	40%	50%	27%	26%
毛利率(%)	66.1%	69.2%	69.9%	70.8%
ROE(%)	26.6%	30.3%	29.2%	28.0%
每股收益(元)	1.62	2.44	3.10	3.90
P/E	20.58	13.71	10.76	8.56
P/B	5.48	4.16	3.14	2.40
EV/EBITDA	12	8	6	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

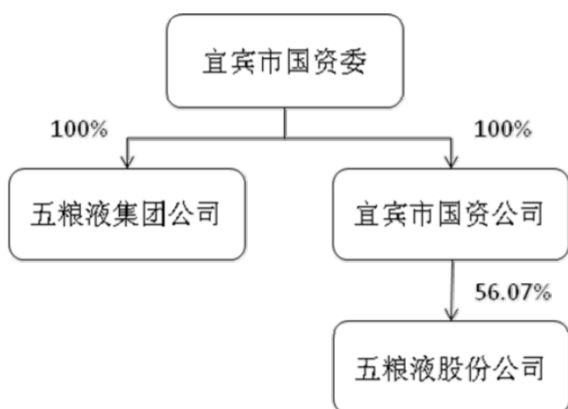
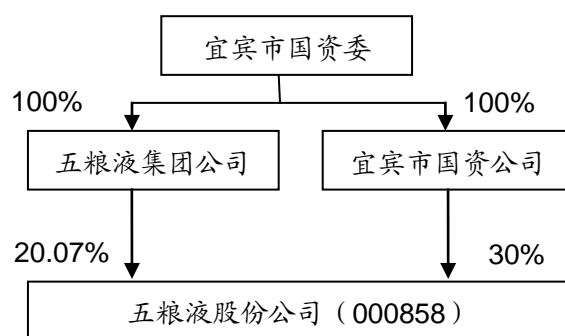
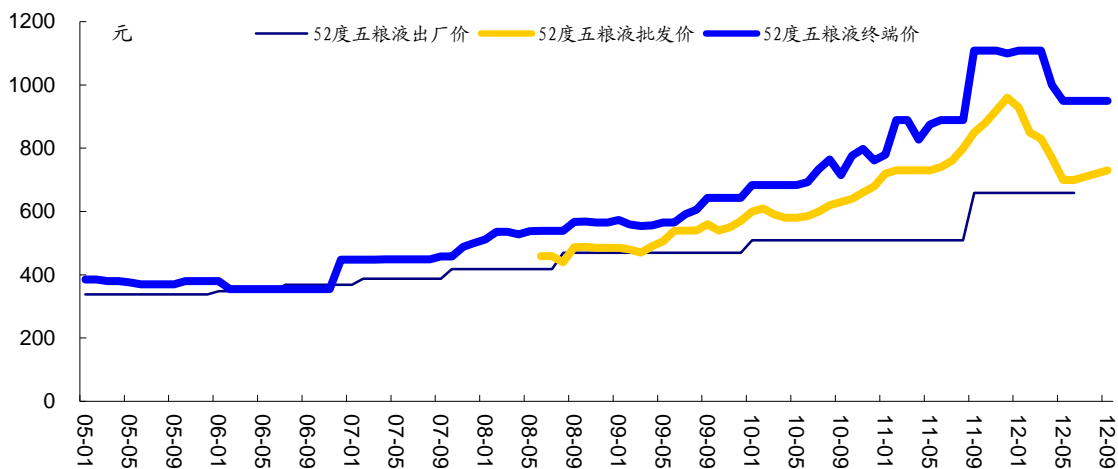


图 3 上市公司股权划转后股权结构



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	33404	45020	59217
现金	21551	22412	32239	44042
应收账款	76	151	169	202
其他应收款	43	63	76	92
预付账款	254	225	141	156
存货	5537	7415	8727	10235
其他流动资产	2253	3138	3670	4489
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	40302	51692	65602
流动负债	13409	9494	10989	12430
短期借款	0	0	0	0
应付账款	235	292	352	410
其他流动负债	13175	9201	10637	12019
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	9496	10991	12432
少数股东权益	327	339	355	375
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	18371	25718	35597	48047
归属母公司股东权益	23120	30467	40346	52796
负债和股东权益	36906	40302	51692	65602

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	9533	2912	12153	14540
净利润	6394	9258	11793	14825
折旧摊销	757	668	723	780
财务费用	-477	-66	-82	-114
投资损失	-2	-1	0	0
营运资金变动	2371	-6900	-300	-961
其他经营现金流	489	-46	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	-2002	-1815	-2240
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	-2002	-1815	-2240
现金净增加额	7416	861	9827	11804

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	28457	34859	41977
营业成本	6895	8776	10503	12250
营业税金及附加	1602	2277	2789	3358
营业费用	2070	2846	3486	4198
管理费用	1751	2277	2440	2519
财务费用	-477	-66	-82	-114
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	12343	15723	19767
营业外收入	57	10	10	10
营业外支出	54	10	10	10
利润总额	8500	12343	15723	19767
所得税	2106	3086	3931	4942
净利润	6394	9258	11793	14825
少数股东损益	237	12	16	20
归属母公司净利润	6157	9245	11777	14805
EBITDA	8777	12946	16365	20432
EPS (元)	1.62	2.44	3.10	3.90

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.9%	39.8%	22.5%	20.4%
营业利润	39.4%	45.3%	27.4%	25.7%
归属于母公司净利润	40.1%	50.1%	27.4%	25.7%
获利能力				
毛利率	66.1%	69.2%	69.9%	70.8%
净利率	30.3%	32.5%	33.8%	35.3%
ROE	26.6%	30.3%	29.2%	28.0%
ROIC	354.1	110.7%	140.0	163.0%
偿债能力				
资产负债率	36.5%	23.6%	21.3%	18.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.22	3.52	4.10	4.76
速动比率	1.80	2.73	3.30	3.94
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.74	0.76	0.72
应收账款周转率	237	241	209	217
应付账款周转率	35.37	33.31	32.57	32.13
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.44	3.10	3.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	0.77	3.20	3.83
每股净资产(最新摊薄)	6.09	8.03	10.63	13.91
估值比率				
P/E	20.58	13.71	10.76	8.56
P/B	5.48	4.16	3.14	2.40
EV/EBITDA	12	8	6	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
2012-09-21	五粮液 - 短期业绩无忧, 长期持续改善
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

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 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