

**白酒**

署名人: 柯海东

S0960512080001

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 50.00元

当前股价: 33.58元

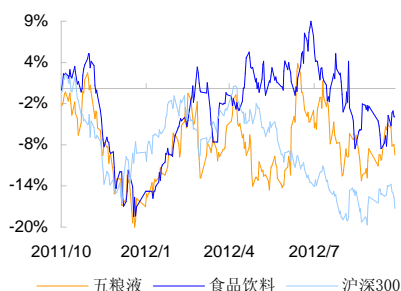
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	3795
流通股本(百万)	3795
流通市值(亿)	1274
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	2.85	-6.28	-0.89
食品饮料	2.48	-7.14	-1.61
沪深300指数	1.71	-4.75	-14.40



**相关报告**

五粮液 - 业绩持续大超预期, 市值有望恢复至合理地位 2012-10-15

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**

**000858**

**强烈推荐**

**全年高速增长成定局, 未来关注提振价格体系及体制改革**

公司三季报: 营收 211.3 亿 (+35%), 净利 78.02 亿 (+61.9%), EPS2.055 元; Q3 营收 60.8 亿 (+20.2%), 净利 27.6 亿 (+89.3%), EPS0.726 元, 预收账款 65.1 亿比中报减少 9.7 亿, 经营活动产生的现金流量净额 65.5 亿 (-3.3%)。公司业绩与前期预告相符, 公司业绩释放动力十足, 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:**

- **预计高端酒渠道欠货周期缩短及预收款释放使提价效应完全显现, 促成营收增长。** 公司自去年 9 月 10 日起上调普通五粮液出厂价近 30%, 提价前控量动作明显, 对经销商欠货周期近 6 个月, 使得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预收款释放的功劳, 据测算释放 6 亿元对应 EPS 为 0.1 元 (6×85% (高档酒毛利率) × (1-25%)/37.96=0.1 元), 整体毛利率提升 3.4%至 69.4%。由于预收账款兑现成营业收入不会增加额外的费用, 因此三项费用率同比下降了 4.6%, 使得净利率大幅提升 6.1%至 36.9%。尽管公司季度间成本费用可能由于平滑的缘故使得业绩波动剧烈, 但我们对公司全年保持较高水平的净利率仍有信心。
- **未来公司关注点主要是: 1、公司将着力提振高端酒价格体系, 实现价格与价值相符, 这将有品牌长期发展。** 当前普五的批发价低于竞品, 不利于公司品牌价值体现 (节后普五批发价回落至 720 元, 较节前减少近 20 元), 我们预计公司可能会在局部市场的供货量实行更具弹性的措施, 及对扰乱价格体系的经销商采取严厉措施来提振批零价。**2、体制改革方案超预期, 重点看如何落实。** 体制改革除营销外, 还会涉及生产部门, 是全方位的, 营销组织变革的方案是成立华东、华北、西南三大营销中心+子公司的架构, 营销中心+子公司取代总公司方案审批, 费用报销, 营销中心是营销费用的处理者, 有利于营销组织前移, 及时把握市场的机会, 营销中心领导子公司, 子公司可以更好地完善激励体制, 还有分红政策, 激励员工。
- **维持“强烈推荐”。** 上调 12/13/14 年 EPS 预测 2.54/3.17/3.91 元, 短期内公司市值有望恢复至合理地位 **风险提示:** 经济下行, 政务消费受限、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	28154	34644	41870
收入同比(%)	31%	38%	23%	21%
归属母公司净利润	6157	9623	12034	14856
净利润同比(%)	40%	56%	25%	23%
毛利率(%)	66.1%	68.9%	69.6%	70.6%
ROE(%)	26.6%	31.2%	29.4%	27.8%
每股收益(元)	1.62	2.54	3.17	3.91
P/E	20.77	13.29	10.63	8.61
P/B	5.53	4.15	3.12	2.39
EV/EBITDA	12	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	29713	33721	45614	59833
现金	21551	22786	32842	44617
应收账款	76	149	168	201
其他应收款	43	62	75	92
预付账款	254	224	141	157
存货	5537	7394	8741	10288
其他流动资产	2253	3105	3647	4478
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	36906	40619	52286	66218
<b>流动负债</b>	13409	9432	10947	12411
短期借款	0	0	0	0
应付账款	235	292	353	412
其他流动负债	13175	9140	10594	11998
<b>非流动负债</b>	50	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	50	2	2	2
<b>负债合计</b>	13459	9434	10949	12413
少数股东权益	327	340	356	376
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	18371	26096	36232	48681
归属母公司股东权益	23120	30845	40981	53430
<b>负债和股东权益</b>	36906	40619	52286	66218

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	9533	3286	12380	14561
净利润	6394	9636	12050	14875
折旧摊销	757	668	723	780
财务费用	-477	-67	-83	-116
投资损失	-2	-1	0	0
营运资金变动	2371	-6904	-329	-989
其他经营现金流	489	-46	19	10
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-1503	-2001	-1814	-2290
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	-2001	-1814	-2290
<b>现金净增加额</b>	7416	1235	10056	11775

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	20351	28154	34644	41870
营业成本	6895	8752	10520	12313
营业税金及附加	1602	2252	2771	3350
营业费用	2070	2393	2945	3559
管理费用	1751	1971	2425	2931
财务费用	-477	-67	-83	-116
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
<b>营业利润</b>	8497	12848	16066	19834
营业外收入	57	10	10	10
营业外支出	54	10	10	10
<b>利润总额</b>	8500	12848	16066	19834
所得税	2106	3212	4017	4958
<b>净利润</b>	6394	9636	12050	14875
少数股东损益	237	13	16	20
<b>归属母公司净利润</b>	6157	9623	12034	14856
<b>EBITDA</b>	8777	13450	16706	20498
<b>EPS (元)</b>	1.62	2.54	3.17	3.91

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	30.9%	38.3%	23.0%	20.9%
营业利润	39.4%	51.2%	25.0%	23.5%
归属于母公司净利润	40.1%	56.3%	25.0%	23.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	66.1%	68.9%	69.6%	70.6%
净利率	30.3%	34.2%	34.7%	35.5%
ROE	26.6%	31.2%	29.4%	27.8%
ROIC	354.1	115.2%	142.5	162.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.5%	23.2%	20.9%	18.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.22	3.58	4.17	4.82
速动比率	1.80	2.79	3.36	3.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.62	0.73	0.75	0.71
应收账款周转率	237	240	209	217
应付账款周转率	35.37	33.26	32.64	32.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.54	3.17	3.91
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	0.87	3.26	3.84
每股净资产(最新摊薄)	6.09	8.13	10.80	14.08
<b>估值比率</b>				
P/E	20.77	13.29	10.63	8.61
P/B	5.53	4.15	3.12	2.39
EV/EBITDA	12	8	6	5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-10-15	五粮液 - 业绩持续大超预期, 市值有望恢复至合理地位
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

## 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