

五粮液 (000858)

买入/维持评级

股价: RMB38.77

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:s1000210080001

(021)6849 8639

hongting@lhq.com

蒋小东

SAC 执业证书编号:s0930208020141

(021)6849 8615

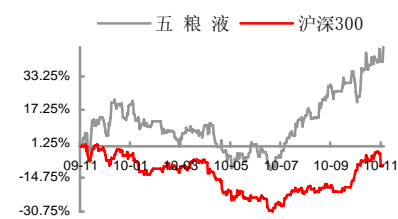
jiangxiaodong@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	3,796
流通 A 股 (百万股)	3,796
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	147,170

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

一级酒持续旺销, 业绩增长确定

——五粮液调研推荐报告

- **今年五粮液白酒销售实现较快增长, 其中一级酒销售火爆。**1-3 季度公司总销量 7.8 万吨, 同比增长 11%。其中五粮液一级酒销量超过 9000 吨, 同比增长 20%左右。自 6 月以来, 经销商对一级酒的进货热情一直保持, 目前公司仍欠经销商总共约 2000 吨酒。预计今年实现 1.2 万吨, 明年实现 1.4 万吨的销售计划的确定性较大。
- **团购价已上调, 出厂价提升的确定性较大。**公司于 10 月 8 日将团购渠道出厂价上调 40 元到 569 元。我们认为虽然目前公司领导对提价仍持谨慎态度, 但零售价的上调和公司原料价格的上升已经为公司出厂价的上调提供了充分的空间和理由。公司今年底明年初跟随行业内其他龙头企业提价而提价的确定性较大。
- **公司销售积极性提升, 建立华东营销中心作为销售改革试点。**公司目前正在销售策略上的调整以提升公司的销售力和销售积极性, 其中较为重要的决策是建立华东营销中心以期望实现更加贴近市场、更具积极性和主动性的销售体制。我们预计随着华东营销中心试点的成功及推广, 公司的销售能力和销售效率将提升, 业绩的长期增长能力提升, 销售费用率将保持下降势头, 经营利润率将持续上升。
- **关联交易的解决和市值管理的执行助推未来业绩释放。**公司通过去年 3 月和 6 月的资产注入的运作, 基本解决了上市公司和集团之间的关联交易, 使得上市公司的业绩能够完全体现上市公司的经营成果, 关联交易的解决使得上市公司管理层的经营成果能完全的从上市公司业绩中体现, 推升了管理层的积极性以及释放业绩的动力。市值作为重要指标计入管理层绩效考核中, 占比 10%, 市值管理持续施行也将继续推升公司未来业绩的释放。
- **十二五计划保证公司未来业绩稳定较快增长。**公司十二五初步计划实现业绩翻番, 同时四川省政府对公司十二五的发展规划是收入达到 500 个亿, 该十二五计划将保证公司未来 5 年的复合增长率超过 20%, 业绩稳定较快增长确定性较强, 我们将公司 2010-2012 年的 EPS 调升到 1.25、1.60 和 2.00 元, 目前估值仍有上升空间, 维持买入评级及长期推荐。
- **风险提示:** 明年白酒行业景气度下滑导致一级酒销售低于预期

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11129.2	14134.0	17385.0	20926.0
(+/-%)	40.3	27.0	23.0	20.4
归属母公司净利润(百万元)	3244.8	4747.0	6080.0	7587.0
(+/-%)	79.2	46.3	28.1	24.8
EPS(元)	0.85	1.25	1.60	2.00
P/E(倍)	45	31	24	19

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

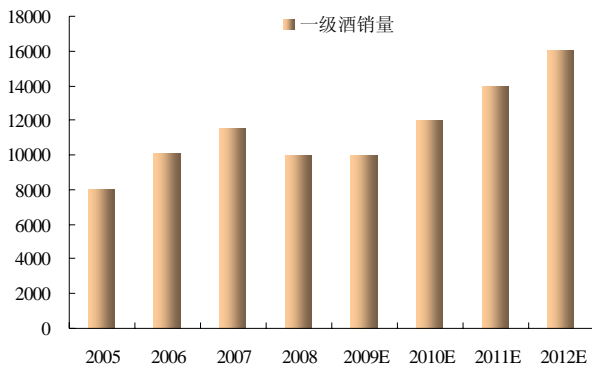
一级酒销售火爆

今年以来五粮液公司的白酒销售实现较快的增长，1-3月公司白酒总销量达到7.8万吨，同比增长11%左右，其中五粮液一级酒的销量超过9000吨，同比增长在20%左右，全年实现12000吨销售目标的确定性较大。

6月份以来经销商对一级酒的进货热情一直较高，目前公司仍欠经销商2000吨酒，截止3季度末公司的预收账款保持在52.68亿元。公司一直酒销售的火爆程度持续。

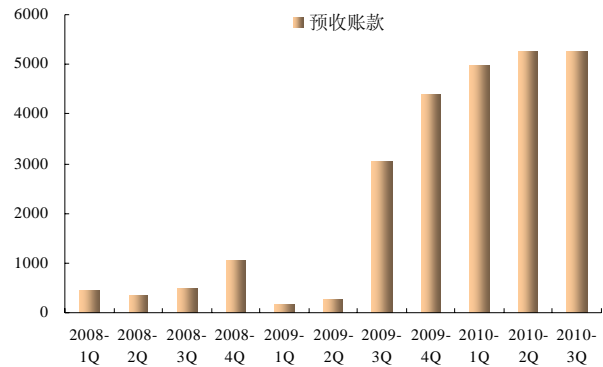
今年公司白酒生产情况良好，生产总量同比增长5000吨，其中约3-4%可以作为一级酒销售，产量的稳定增长保证了明年白酒以及一级酒的销售。在市场持续火爆以及公司生产稳定的支持下我们预计公司明年将实现14000吨一级酒的销售计划，销量同比增速达到16%。

图1 五粮液一级酒历史销售量及预测（吨）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图2 公司预收账款的季度数据（百万元）



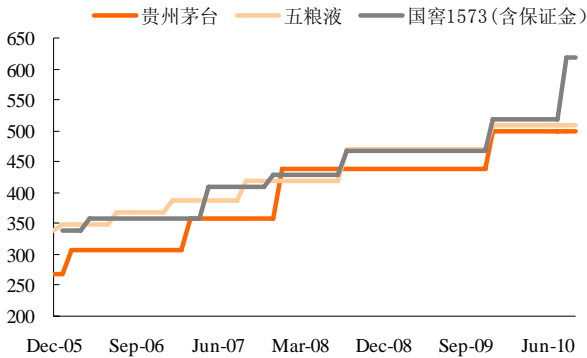
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

团购价已提升，出厂价上调的确定性较大

公司10月8日已经将团购的出厂价提升了40元到569元，目前团购占公司总的销售比例已超过10%。公司给普通经销商的出厂价仍然维持在509元的水平，而目前市场零售价格为798元，出厂价与零售价之间的价差处于历史相对较大的水平。较大的批零价差给予公司未来提价的空间和可能。

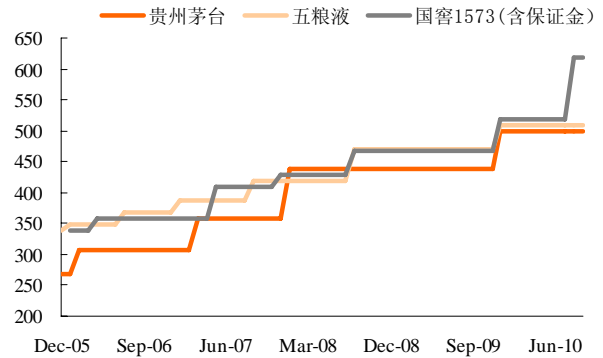
据我们与公司领导交流，公司领导仍然秉持对提价的谨慎态度，指出提价对于公司来说也是一把双刃剑，提价在推升公司业绩的同时也会引起政府对提价的质询和不满，公司不会做行业中首先提价的。但我们认为在国内经济通货膨胀的背景之下，零售价的上调和公司原料价格的上升已经为公司出厂价的上调提供了充分的空间和理由。公司今年底明年初跟随行业内其他龙头企业提价而提价的确定性较大。

图 3 主要白酒产品的历史出厂价变化



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究

图 4 各主要白酒产品的市场零售价变化



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究

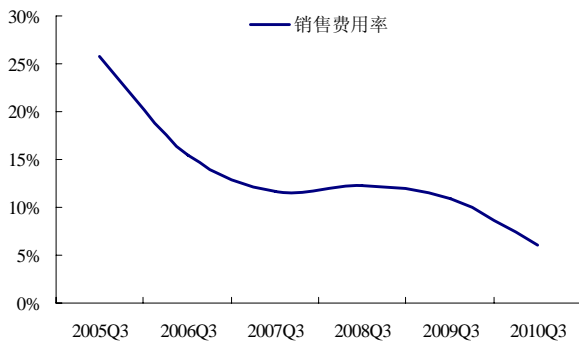
销售积极性提升, 建立华东营销中心

在白酒市场竞争日趋激烈的情况下, 公司也逐步认识到其单纯依靠大经销商销售产品扩大市场的销售体系的不足。公司目前正在逐步提升公司本身的销售能力和销售积极性, 今年较为重要的举措就是新建了华东营销中心进行销售体制改革的试点。

华东营销中心全权管理华东地区公司所有产品的销售, 包括直销产品和总经销产品。该中心将通过调研市场获取消费者需求信息合理的安排公司的产品线和产品的投放量, 中心在经销商审批, 产品销售计划制定等上拥有完全的自主权。公司期望通过华东营销中心实现更加贴近市场、更具积极性和主动性的销售体制。

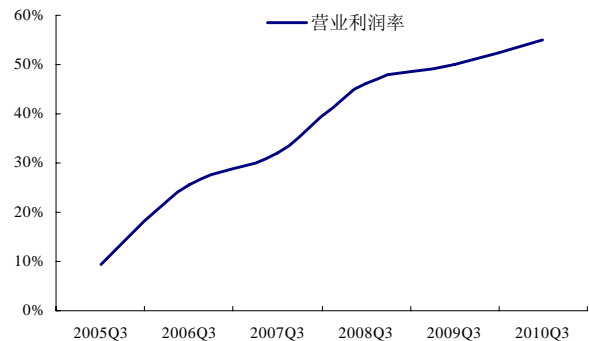
我们预计随着华东营销中心试点的成功及推广, 公司的销售能力和销售效率将提升, 业绩的长期增长能力提升, 销售费用率将保持下降势头, 经营利润率将持续上升。

图 5 公司销售费用率变化



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究

图 6 公司经营利润率变化



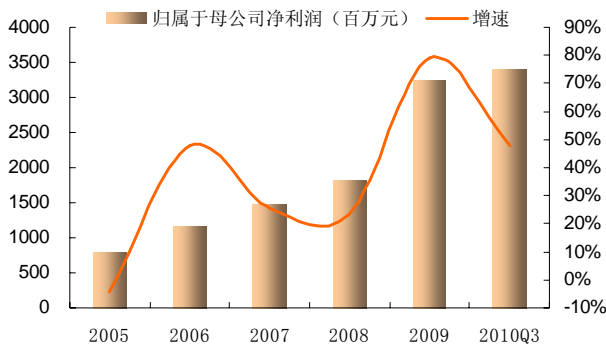
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究

关联交易解决和市值管理助推未来业绩释放

公司通过去年3月和6月的两次资产注入的运作，长期困扰上市公司的于集团的关联交易已经基本解决，上市公司实现的利润将完全体现在上市公司的业绩中。关联交易的解决使得上市公司管理层的经营成果能完全的从上市公司业绩中体现，推升了管理层的积极性以及释放业绩的动力，今年1-3季度公司的业绩持续保持高增长。今年已经是本届管理层管理的第4年，今年以及未来几年管理层是实现管理价值和业绩的积极性增大。

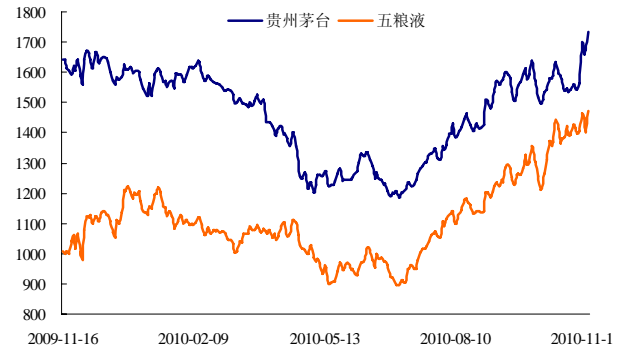
管理层自今年以来对资本市场和投资者的关注度加强，为实现投资者的价值以及管理层的经营价值，市值表现成为了管理层考核的一项重要指标，占管理层绩效的比例达到10%，成为公司管理层经营以及释放业绩积极性的重要保证。

图7 公司净利润历史增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

图8 五粮液市值及贵州茅台市值比较



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究

十二五计划保证公司未来业绩稳定较快增长

公司近期正在制定十二五的发展计划，公司初步计划通过十二五期间的努力实现收入和业绩的翻一番。如果按此规划五粮液收入和业绩的年均复合增速将达到15%，其未来业绩的稳定增长得到保证。另一方面四川省政府也为公司的十二五计划提出了目标和期望，期望上市公司十二五实现500亿的销售收入、五粮液集团实现1000亿的收入，省政府的期望高于公司初定的计划，所以我们认为公司未来五年收入和业绩的复合增速将超过15%，实现20%以上的稳定较快增长。

我们将公司2010-2012年的EPS调高到1.25、1.60和2.00元。目前2011年的PE为24倍，仍有一定上升空间，维持买入评级和长期推荐。

风险提示

明年白酒行业景气度下滑导致公司一级酒销售增速低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	13283	14477	22700	32771	营业收入	11129	14134	17385	20926
现金	7544	10802	18101	27211	营业成本	3861	3940	4611	5296
应收账款	103	44	63	89	营业税金及附加	799	1145	1391	1674
其他应收款	69	60	77	96	营业费用	1164	1413	1704	2009
预付账款	196	65	95	133	管理费用	839	1018	1217	1423
存货	3477	2409	3021	3629	财务费用	-110	-56	-86	-141
其他流动资产	0	1097	1344	1613	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	7566	6937	6331	5661	公允价值变动收	16	0	0	0
长期投资	30	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6936	6378	5743	5007	营业利润	4587	6674	8548	10665
无形资产	308	361	430	519	营业外收入	0	5	6	7
其他非流动资产	0	198	159	135	营业外支出	2	11	13	13
资产总计	20849	21414	29032	38431	利润总额	4606	6669	8542	10659
流动负债	6264	2793	3920	5219	所得税	1139	1601	2050	2558
短期借款	0	188	201	211	净利润	3467	5068	6492	8101
应付账款	239	90	120	161	少数股东损益	222	321	412	514
其他流动负债	0	2515	3598	4847	归属母公司净利	3245	4747	6080	7587
非流动负债	5	0	0	0	EBITDA	4477	7458	9332	11415
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.25	1.60	2.00
其他非流动负	0	0	0	0					
负债合计	6269	2793	3920	5219	主要财务比率				
少数股东权益	305	627	1038	1552	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	3796	3796	3796	3796	成长能力				
资本公积	953	494	494	494	营业收入	40.3%	27.0%	23.0%	20.4%
留存收益	9526	13703	19784	27371	营业利润	88.7%	45.5%	28.1%	24.8%
归属母公司股	14275	17994	24074	31661	归属母公司净利	79.2%	46.3%	28.1%	24.8%
负债和股东权	20849	21414	29032	38431	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	72.1%	73.5%	74.7%
					净利率(%)	29.2%	33.6%	35.0%	36.3%
					ROE(%)	22.7%	26.4%	25.3%	24.0%
					ROIC(%)	23.4%	62.5%	88.6%	127.9
					偿债能力				
					资产负债率(%)	30.1%	13.0%	13.5%	13.6%
					净负债比率(%)	99.92	6.73%	5.13%	4.04%
					流动比率	2.12	5.18	5.79	6.28
					速动比率	1.57	4.32	5.02	5.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.67	0.69	0.62
					应收账款周转率	206	188	327	276
					应付账款周转率	27.86	23.91	43.75	37.67
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.85	1.25	1.60	2.00
					每股经营现金流	1.59	1.17	1.97	2.42
					每股净资产(最	3.84	4.74	6.34	8.34
					估值比率				
					P/E	45.36	31	24	19
					P/B	10.09	7.55	5.64	4.29
					EV/EBITDA	33	17	14	11

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn