

**证券研究报告—动态报告**

食品饮料

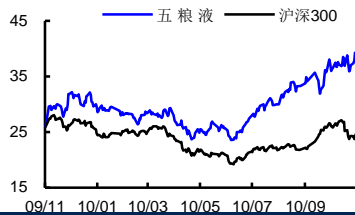
饮料

**五粮液(000858)**
**推荐**

调研报告

(维持评级)

2010年11月29日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

昨收盘(元)	40.44
总股本/流通A股(百万股)	3,796.0/3,795.5
流通B股/H股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	153,508.9/153,490.9
上证综指/深圳成指	2,871.70/12,539.01
12个月最高/最低(元)	40.44/23.56

**财务数据**

净资产值(百万元)	17,076.69
每股净资产(元)	4.50
市净率	8.99
资产负债率	29.03%
息率	0.37%

**相关研究报告:**

《五粮液-000858-2010 中报点评: 业绩符合预期, 增长有待量价齐升》——2010-8-11

《五粮液 09 年报点评: 利润回流 估值已处于底部》——2010-3-19

《五粮液 09 年业绩快报: 四季度利润实现正常化 业绩释放提速》——2010-2-1

**证券分析师: 黄茂**

电话: 0755-82138922

E-mail: huangmao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980209080407

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**更新报告**

# 销售模式变革 业绩增长高确定

**●变条为块集中销售资源 中高端产品销售或出现突破**

公司过去采取以品牌事业部为主的模式, 由于品牌较多, 导致资源分散。公司现在设立华东营销中心, 统一协调华东地区所有五粮液产品的营销工作, 并承担所有业绩考核的责任。我们认为这样的变革, 会突出高端产品对中高端产品销售的带动作用, 整合各种销售资源, 实现重点区域的突破。

**●五粮液团购增长快 提价时点或要到年后**

我们预计五粮液团购今年将超过 2000 吨, 是公司今年销量增长的主要来源。随着五粮液营销体制的改善, 团购的增长还有很大潜力。另一方面, 由于政府对物价控制的态度, 公司预计年前不会提价, 但也会考虑主要竞争对手的提价情况。

**●市值考核将会延续 未来业绩稳定增长有保证**

公司表示市值考核将会持续下去, 我们认为这保证了未来几年公司业绩的持续释放, 从而有利于公司的估值提升。

**●风险提示**

预收账款过多, 可能导致提价在财务上的最终体现偏晚。

**●合理价值在 46.9-54.7 元之间, 维持“推荐”评级**

五粮液目前的终端价格与出厂价的价差超过 250 元, 给未来的提价留下了丰富空间。我们上调 10-12 年 EPS 到 1.22、1.56 和 1.95 元, 目前股价对应动态市盈率分别是 32、25 和 20 倍。

在加息和通货膨胀周期中, 高端白酒多重受益, 我们认为五粮液 11 年动态市盈率可以看高到 30-35 倍一线, 对应目标价 46.9-54.7 元, 相对目前股价还有 20%-40% 空间。我们继续维持“推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7,933.07	11,129.22	14,762	17,853	21,089
(+/-%)	8.25%	40.29%	32.6%	20.9%	18.1%
净利润(百万元)	1,810.69	3,244.75	4613	5933	7399
(+/-%)	23.27%	79.20%	42.2%	28.6%	24.7%
每股收益(元)	0.48	0.85	1.22	1.56	1.95
EBIT Margin			41.5%	44.1%	46.3%
净资产收益率(ROE)	15.91%	22.73%	27.1%	29.7%	31.2%
市盈率(PE)	84.78	47.31	32.21	25.04	20.08
EV/EBITDA			22.51	17.64	14.46
市净率(PB)	13.49	10.75	8.72	7.43	6.27

## 近期的销售情况比较理想

从前 10 个月的销售情况来看，公司今年达到 10 万吨没有问题，五粮液完成全年 1.2 万吨的计划也是指日可待；生产层面：一级基酒有 10-20% 的增幅，保证明年五粮液可以达到 14000 吨，形势比较乐观。公司近期设立了华东营销中心，对销售商的资源进行整合，期待在销售上实现突破，关键是中高价位酒的突破。公司会给予华东营销中心一些比较大的自主权。华东营销中心由朱总负责。

## 公司七大增长点确保明年业绩

1、五粮液每年销量增长保证至少 10%；

2、由于国家表态要控制物价，最近一个季度可能不会提价。具体提价也要看看同行业的提价时点和幅度。9 月 30 日团购价上调了 40 元，此外没有提价。中长期来看，高端白酒未来的趋势是要和洋酒差不多，达到 1000 多。未来高端白酒价格的龙头老大不一定是茅台，未来有拉锯的可能；

3、五粮春空间大，关键是营销，过去一直比较稳健，没有突飞猛进的。华东营销中心的成立将会对五粮春的支持很大。以前，五粮春在华东卖得很好，其优势是品质和品牌，而洋河的优势是体制和机制比较灵活。我们的华东营销中心也会有比较灵活的机制；五粮液春的具体目标要和总经销商协商制定；

4、五粮醇市场很大，品牌和品质有绝对的优势，只要是喝酒的人，都可以喝出来。公司中档酒首选重点是五粮醇，目前出厂价最低的 25 元，平均估计在 30 元左右。五粮液醇的目标在一年左右要达到 2 万吨，终极目标要达到 3-4 万吨。

5、永福酱酒，品质没有问题，是 1218 活动的礼品。目前缺的是品牌，还要做很大的工作。今年的目标是 500 吨，但可能有压力，因为 9 月 9 日才开始正式推出。酱酒靠的是营销上的机动。明年要达到 1000 吨以上。

6、自有资金量很大，有 100 来亿，用活用好。比如一些并购战略。

7、目前团购价是 569 元比经销商拿货价 509 元，要高 60 元，近期团购增长很快，带动平均销售价格上移。团购酒估计占 20% 左右，所谓团购就是批条酒，主要是企事业政府单位，也有少量经销商。

## 压缩预收账款 市值考核将会持续

从今年初开始，公司就一直在控制预收账款，会增加经销商财务压力。对经销商的预收货款都是计划内的货款，没有计划外的。预收账款是提价前的，可能对提价在财务上的体现时间有一定影响。

市值考核的对比目标是全部白酒上市公司进行加权。市值考核占对上海公司考核权重的 10%。以后会持续考核；公司业绩释放的节奏把握，要看公司的整体考虑。

## 未来增长高度确定 估值有提升空间

五粮液目前的终端价格与出厂价的价差超过 250 元，给未来的提价留下了丰富空间。目前主品牌销售态势良好，未来销量稳定增长态势明确；公司市值考核将会延续，业绩持续释放动力明确。我们上调 10-12 年 EPS 到 1.22、1.56 和 1.95 元，目前股价对应动态市盈率分别是 32、25 和 20 倍。

在加息和通货膨胀周期中，高端白酒多重受益，我们认为五粮液 11 年动态市盈率可以看高到 30-35 倍一线，对应目标价 46.9-54.7 元，相对目前股价还有 20%-40% 空间。我们继续维持“推荐”评级。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	7544	7981	11561	15898
应收款项	2014	1618	1565	1849
存货净额	3477	4297	4169	4615
其他流动资产	225	148	179	211
<b>流动资产合计</b>	<b>13283</b>	<b>14053</b>	<b>17484</b>	<b>22583</b>
固定资产	7154	9363	9080	8718
无形资产及其他	308	298	288	277
投资性房地产	74	74	74	74
长期股权投资	30	32	35	38
<b>资产总计</b>	<b>20849</b>	<b>23820</b>	<b>26959</b>	<b>31689</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	239	49	54	60
其他流动负债	6025	6303	6347	7217
<b>流动负债合计</b>	<b>6264</b>	<b>6352</b>	<b>6401</b>	<b>7277</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
<b>长期负债合计</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>负债合计</b>	<b>6269</b>	<b>6357</b>	<b>6406</b>	<b>7282</b>
少数股东权益	305	421	544	699
股东权益	14275	17043	20009	23709
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20849</b>	<b>23820</b>	<b>26959</b>	<b>31689</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.85	1.22	1.56	1.95
每股红利	0.05	0.49	0.78	0.97
每股净资产	3.76	4.49	5.27	6.25
ROS	29%	31%	33%	35%
ROE	23%	27%	30%	31%
毛利率	65%	69%	72%	74%
EBIT Margin	40%	41%	44%	46%
EBITDA Margin	46%	47%	49%	51%
收入增长	40%	33%	21%	18%
净利润增长率	79%	42%	29%	25%
资产负债率	32%	28%	26%	25%
息率	0.1%	1.2%	2.0%	2.5%
P/E	45.8	32.2	25.0	20.1
P/B	10.4	8.7	7.4	6.3
EV/EBITDA	30.2	22.5	17.6	14.5

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>11129</b>	<b>14762</b>	<b>17853</b>	<b>21089</b>
营业成本	3861	4583	5049	5457
营业税金及附加	799	1230	1503	1790
销售费用	1164	1666	2031	2414
管理费用	839	1164	1410	1667
财务费用	(110)	(194)	(264)	(371)
投资收益	3	3	2	2
资产减值及公允价值变动	7	7	7	7
其他收入	0	0	0	0
营业利润	4587	6322	8132	10141
营业外净收支	19	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>4606</b>	<b>6322</b>	<b>8132</b>	<b>10141</b>
所得税费用	1139	1517	1952	2434
少数股东损益	222	192	247	308
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3245</b>	<b>4613</b>	<b>5933</b>	<b>7399</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>3245</b>	<b>4613</b>	<b>5933</b>	<b>7399</b>
资产减值准备	9	(9)	0	0
折旧摊销	654	765	926	1017
公允价值变动损失	(7)	(7)	(7)	(7)
财务费用	(110)	(194)	(264)	(371)
营运资本变动	1260	(267)	199	114
其它	200	124	124	154
<b>经营活动现金流</b>	<b>5360</b>	<b>5219</b>	<b>7175</b>	<b>8677</b>
资本开支	(3154)	(2947)	(626)	(638)
其它投资现金流	(16)	14	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3172)</b>	<b>(2936)</b>	<b>(628)</b>	<b>(641)</b>
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(190)	(1845)	(2967)	(3700)
其它融资现金流	(201)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(570)</b>	<b>(1845)</b>	<b>(2967)</b>	<b>(3700)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1618</b>	<b>437</b>	<b>3580</b>	<b>4337</b>
货币资金的期初余额	5925	7544	7981	11561
货币资金的期末余额	7544	7981	11561	15898
企业自由现金流	2906	2200	6472	7911
权益自由现金流	2705	2348	6673	8193

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	闫莉	010-88005316	陈建生	0755-82133766
崔嵘	021-60933159			岳鑫	0755-82130432
吴土金	0755-82130833-1332			高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	陈玲珍	0755-82130646
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	杨森	0755-82133343
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-60933156	郑东	010-66025270	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	祝彬	0755-82131528
				田惠蓝	0755-82133263
				吴美玉	010-66026319
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150		
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
黄磊	0755-82151833				
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>	
		邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025
		李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
<b>固定收益</b>		<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	0755-82150566
蔺晓熠	021-60933146	周琦	0755-82133568	李腾	0755-82130833-6223
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
		邓岳	0755-82150533		
<b>量化投资</b>		<b>交易策略</b>			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	010-88005326				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b> 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戩</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b> 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		<b>徐冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>严小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>温馨</b> 13612901872 wenxin@guosen.com.cn