

五粮液 (000858)

3Q11略低于预期，预计2012年净利增55%

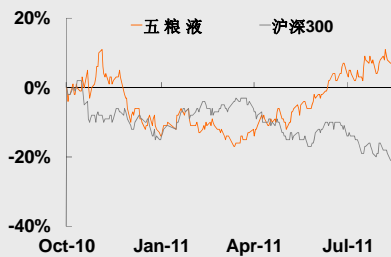
强烈推荐 (维持)

现价：37.20 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾市国资营 /56.07%
实际控制人/持股	宜宾国资营/56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	1412.10
流通 A 股市值(亿元)	1411.93
每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	33.3

行情走势图



相关研究报告

《五粮液 (000858) 半年报点评——业绩超预期，股价仍低估，维持“强烈推荐”》，2011年8月16日

《五粮液 (000858) 一季报点评——净利20%-30%增速可保三年，11年PE仅21倍，上调至强烈推荐》，2011年4月27日

证券分析师

文献 S1060209040123
0755-22627143
wenxian001@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。

投资要点

■ 3Q11 净利同比增 28%，略低于我们预期

10月27日，五粮液公布3季报：1-3Q11，五粮液营收、净利分别增36%、42%至156亿、48.2亿，EPS1.27元，略低于我们1.30元的预期。3Q11五粮液营收、净利分别增30%、28%至50.5亿、14.6亿，EPS0.38元。

■ 估计 3Q11 主品牌销量增 15—20%，其他酒收入增 60%以上

我们估计，3Q11主品牌“五粮液”销量增长15-20%，而其他酒的营收增长在60%以上。其他酒快速增长原因可能包括：新品如“酱酒”的贡献；公司营销改革初见成效，推动了“五粮春”、“五粮醇”等系酒销量的增长；公司大力推动团购业务发展，团购业务占比上升，而团购产品出厂价高于普通产品；产品结构调整，如价位更高的五粮醇、五粮春等增速远高于金六福、浏阳河等。均价上升也带动了3Q11毛利率同比上升1.5个百分点。

■ 系列酒快速增长导致销售费用大升，预收款仍可保未来增速

由于非主品牌的系列酒增速明显快于主品牌，而系列酒需要投入更多费用，故3Q11销售费用同比几乎翻倍。我们认为这一趋势仍将延续。另一方面，3Q11末，五粮液预收款环比2Q11小幅下降3.4亿至79亿元，仍然很高。我们假设其中50%是正常周转所需，其余部分销售净利率取50%，则可贡献EPS0.52元，相当于我们预测2011年1.63元的32%，这是未来净利增长的有力保障。

■ 预计五粮液 2012 年净利增长 55%，维持“强烈推荐”

我们预计五粮液11-13年EPS分别为1.63、2.52和3.23元，同比增41%、55%和28%，2012年的高速增长缘于我们假设其主品牌2012年再提价20%，且销量增长10%。以10月26日37.2元的收盘价计算，动态PE为23、15和12倍。我们4月27日已上调评级至“强烈推荐”，并预计年末股价达到39-48元，当前公司股价仍明显偏低，维持“强烈推荐”。

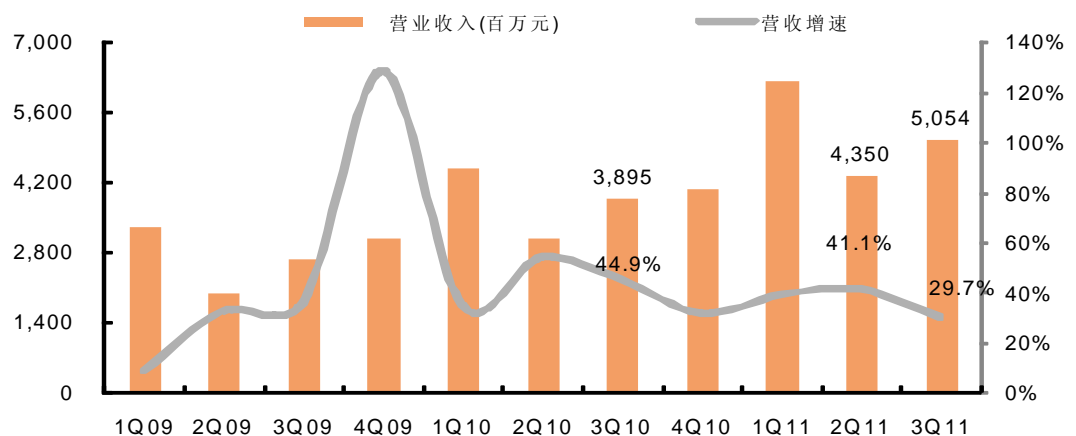
	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	11,129	15,541	20,611	28,400	35,159
YoY(%)	40.3	39.6	32.6	37.8	23.8
净利润(百万元)	3,245	4,395	6,183	9,568	12,265
YoY(%)	79.2	35.5	40.7	54.7	28.2
毛利率(%)	65.3	68.7	68.3	70.8	71.7
净利率(%)	29.2	28.3	31.1	35.0	36.2
ROE(%)	22.7	24.3	31.2	38.1	37.0
EPS(摊薄/元)	0.85	1.16	1.63	2.52	3.23
P/E(倍)	43.5	32.1	22.8	14.8	11.5
P/B(倍)	9.9	7.8	6.6	4.9	3.7

图表 1 3季报快读：3Q11营收增29.7%，净利增28%，略低于预期

	3Q10	3Q11	QoQ	1-3Q10	1-3Q11	YoY	
营业收入	3,895	5,054	29.7%	11,472	15,649	36.4%	估计 3Q11 主品牌销量增幅略低于 20%
营业成本	1,391	1,729	24.3%	3,862	5,319	37.7%	其他酒营收增长 60%以上
毛利率	64.3%	65.8%	1.5%	66.3%	66.0%	-0.3%	团购、产品结构调整等带动产品均价上升，提升毛利率
毛利	2,504	3,324	32.8%	7,610	10,330	35.7%	
营业税金及附加	311	402	29.4%	950	1,221	28.5%	3Q11税率8%，3Q10为8%，10年9.9%
销售费用	263	525	99.7%	1,037	1,480	42.8%	3Q11销售费用率10.4%，3Q10为6.8%，因为系列酒的销售费用高于主品牌
管理费用	387	439	13.4%	1,057	1,257	18.9%	3Q11管理费用率8.7%，3Q10为9.9%，10年10.1%。
财务费用	-28	-47	-69.7%	-105	-235	-123.4%	账上现金190亿，扣预收款仍有约110亿
资产减值损失	0	-0	-103.0%	0	-7	-67140.0%	
公允价值变动收益	-0	-3	-15215.8%	-7	-3	57.5%	
投资收益	0	0	-56.8%	-4	-4	-8.5%	
营业利润	1,572	2,003	27.4%	4,661	6,607	41.7%	
营业利润率	40.4%	39.6%	-0.7%	40.6%	42.2%	1.6%	
营业外收入	2	20	787.4%	30	41	37.1%	
营业外支出	5	27	479.8%	12	30	155.5%	
利润总额	1,569	1,997	27.2%	4,679	6,618	41.4%	
所得税	380	487	28.1%	1,146	1,616	41.0%	
所得税率	24.2%	24.3%	0.1%	24.6%	24.4%	-0.1%	所得税率基本正常
少数股东权益	55	55	-0.6%	137	183	33.2%	集团持有销售公司5%股权
归属于母公司净利润	1,134	1,456	28.3%	3,395	4,818	41.9%	3Q10净利基数高
净利率	30.5%	29.9%	-0.7%	30.8%	32.0%	1.2%	
EPS	0.30	0.38	28.3%	0.89	1.27	41.9%	预期全年EPS1.63元，同比增长41%

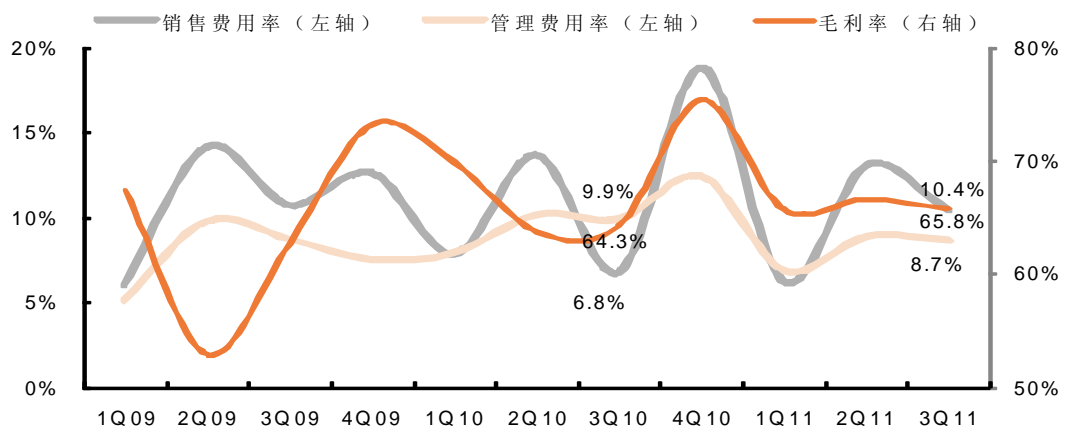
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q11营收增长29.7%，估计主品牌控量影响较明显



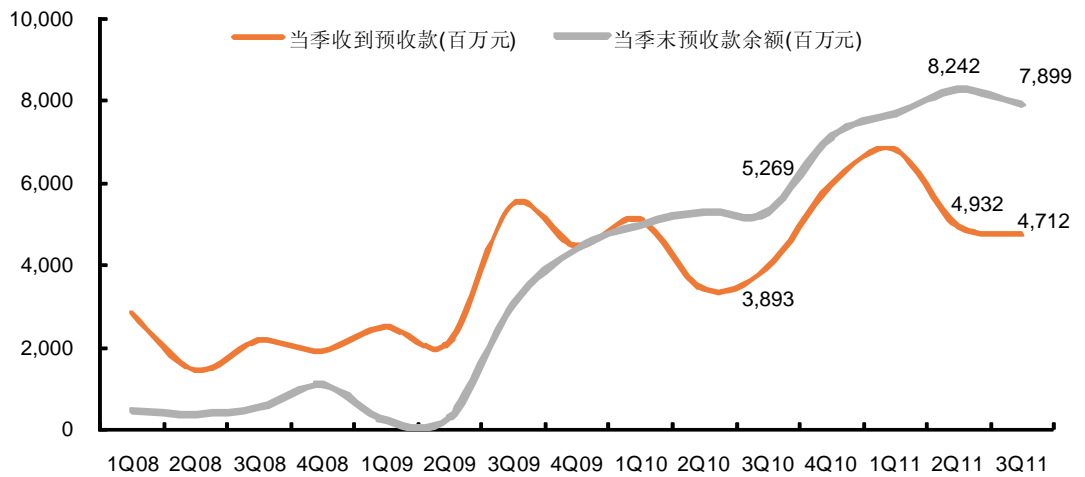
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 3Q11销售费用率同比大升3.6个百分点，但环比略降



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 3Q11预收款余额环比降约3.4亿元，同比大幅上升26.3亿元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 食品饮料重点公司估值对比

股票代码	股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			10月26日	11E	12E	13E	11E	12E	
000568.SZ	泸州老窖	40.80	1.96	2.57	3.24	20.8	15.9	12.6	强烈推荐
000858.SZ	五粮液	37.20	1.66	2.65	3.43	22.4	14.1	10.8	强烈推荐
600519.SH	贵州茅台	201.86	7.63	10.72	13.81	26.5	18.8	14.6	强烈推荐
600809.SH	山西汾酒	67.01	1.76	2.87	3.94	38.1	23.3	17.0	强烈推荐
000869.SZ	张裕A	108.49	3.68	4.60	5.74	29.5	23.6	18.9	强烈推荐
000895.SZ	双汇发展	70.80	1.80	3.47	4.69	39.3	20.4	15.1	强烈推荐
002385.SZ	大北农	36.17	1.32	1.79	2.41	27.4	20.2	15.0	强烈推荐
600600.SH	青岛啤酒	34.22	1.35	1.63	1.96	25.3	21.0	17.5	推荐
600887.SH	伊利股份	20.12	0.92	1.12	1.38	21.9	18.0	14.6	推荐
			2.45	3.49	4.51	27.9	19.5	15.1	

资料来源：平安证券研究所、WIND

附注：财务报表

损益表 (百万元, 元/股)	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,541	20,611	28,400	35,159	净利润	4,562	6,418	9,931	12,730
YoY	39.6%	32.6%	37.8%	23.8%	折旧摊销	770	743	725	737
营业成本	4,863	6,528	8,291	9,962	营运资金投资	-1,956	950	1,531	1,707
毛利率	68.7%	68.3%	70.8%	71.7%	经营活动现金净流量	7,703	6,124	9,019	11,390
营业税金及附加	1,392	1,652	2,306	2,863	资本开支	-457	-910	-847	-880
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-464	-910	-847	-880
销售费用	1,803	2,344	2,813	3,376	债务融资	0	0	0	0
管理费用	1,562	1,874	2,249	2,699	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-192	-341	-496	-709	支付红利	-569	-1,139	-1,602	-2,479
投资净收益	3	4	4	4	融资活动现金净流量	-179	-648	-798	-1,106
营业利润	6,095	8,557	13,241	16,974	当年现金净流量	6,591	4,417	7,066	8,740
加: 营业外收入	51	0	0	0					
减: 营业外支出	75	0	0	0					
利润总额	6,070	8,557	13,241	16,974	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
减: 所得税	1,508	2,139	3,310	4,243	货币资金	14,134	18,551	25,618	34,357
净利润	4,562	6,418	9,931	12,730	应收款项	2,270	3,306	4,352	5,514
减: 少数股东损益	167	235	363	465	预付款项	328	386	525	610
归属母公司所有者净利	4,395	6,183	9,568	12,265	存货	4,515	5,970	7,639	9,144
YoY	35.5%	40.7%	54.7%	28.2%	其他流动资产	122	179	222	280
销售净利率	29.4%	31.1%	35.0%	36.2%	流动资产合计	21,370	28,392	38,356	49,905
EPS (当年股本)	1.16	1.63	2.52	3.23	长期股权投资	33	33	33	33
EPS (最新股本摊薄)	1.16	1.63	2.52	3.23	固定资产	6,888	7,090	7,210	7,350
					无形资产	300	302	304	306
					其他非流动资产	0	0	0	0
					非流动资产合计	7,304	7,470	7,591	7,734
					资产总计	28,674	35,862	45,947	57,640
					短期借款	0	0	0	0
					应付款项	212	344	399	503
					预收款项	7,108	8,245	8,520	8,790
					应付股利	349	1,951	2,828	3,527
					其他流动负债	2,620	3,260	4,686	5,753
					流动负债合计	10,288	13,800	16,433	18,573
					长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					其他非流动负债	19	19	19	19
					非流动负债合计	19	19	19	19
					负债合计	10,307	13,819	16,452	18,592
					归属母公司所有者权益	18,101	21,544	28,633	37,720
					其中: 实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
					少数股东权益	265	500	863	1,328
					股东权益合计	18,366	22,043	29,495	39,048
					负债及股东权益总计	28,674	35,862	45,947	57,640

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE(P=37.2)	32.1	22.8	14.8	11.5
PEG	0.8	0.6	0.5	0.4
PB	7.8	6.6	4.9	3.7
PS	9.1	6.9	5.0	4.0
EV/EBITDA	20.2	15.0	10.0	8.0
股息收益率	0.8%	1.1%	1.8%	2.3%
经营回报率				
ROE	27.2%	31.2%	38.1%	37.0%
ROA	17.9%	19.1%	23.4%	23.6%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	35.9%	38.5%	35.8%	32.3%
速动比率	1.6	1.6	1.9	2.2
运营效率				
存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
流动资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8
固定资产周转率	2.2	2.9	4.0	4.8

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。客户并不能尽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 2011 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257