

五粮液 (000858)

买入/维持评级

股价: RMB34.5

分析师

洪婷  
SAC 执业证书编号:S1000510120012  
(021)6849 8639  
hongting@mail.htlhc.com.cn

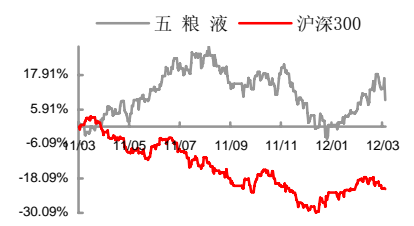
蒋小东  
SAC 执业证书编号:S1000510120031  
(021)6849 8615  
jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn  
逄海燕  
SAC 执业证书编号:S1000510120030  
(021)6849 8615  
luhy@mail.htlhc.com.cn

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)	130,961

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

2012 年业绩增速确定

——五粮液 2011 年年报点评

- 公司 2011 年全年实现营业收入 203.51 亿元, 同比增长 30.95%, 实现利润总额 84.99 亿元, 同比增长 40.03%, 实现归属于母公司净利润 61.80 亿元, 同比增长 40.09%, 每股收益 1.62 元, 公司之前已经公布业绩快报, 实际业绩情况与快报基本相符, 符合市场预期。
- 高中低档各类产品均实现较好销量增长推动收入增长, 2012 年收入可继续突破 30%。公司高价位酒实现收入 140.98 亿元, 同比增长 29.31%。高价位酒中一级酒五粮液实现销量 1.46 万吨左右, 增速超过 20%, 而五粮春、五粮醇等中高档酒的销量增速更是在 30%以上, 进一步推动高价位酒收入增速的提升。中低价位酒的收入达到 43.77 亿元, 同比增长 37.7%。公司做强高端, 做大中高端, 做实低端的销售策略初步显效, 各档次产品均有较好表现。2012 年公司将继续坚持该策略, 我们预计总销量增速可突破 20%, 收入增速可能突破 30%。
- 成本上升导致毛利率下降, 提价将逐步显效助推 2012 年毛利率回升。2011 年生产原料、包装材料及人工成本均随着通货膨胀而出现一定幅度的上升, 导致毛利率出现了 2005 年以来的首次下降, 其中酒类综合毛利率下降 3.18 个百分点到 71.45%, 高价位酒的毛利率也下降 1.21 个百分点到 84.63%。公司为应对成本上升在 9 月上调了五粮液的出厂价 30%, 预计提价对毛利率的积极效应将在 2012 年上半年进一步体现, 推动毛利率回升。
- 费用使用效率大幅提升是公司盈利能力上升主因。公司 2011 年继续增加在广告等销售费用上的投入, 但随着公司品牌力及销售能力的提升, 公司的销售费用率从 11.6%下降到 10.17%, 另一方面公司的管理费用率也从 10.05%下降到 8.6%, 费用率的下降推动公司净利润率提升 2 个百分点。
- 盈利预测和投资建议。2012 年白酒行业遭遇了高端白酒价格下降, 三公经费限制可能影响白酒消费等负面因素, 但我们认为五粮液凭借其高中低各档产品全面发展的策略, 另一方面公司已于去年 9 月提价, 上述负面因素对公司 2012 年业绩增速影响有限, 业绩增长 40%的确定性较强, 我们维持 2012-2014 年 2.28、3.08、4.13 的业绩预测, 估值合理, 维持推荐。
- 风险提示: 公司白酒销售增速低于预期。

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	20350.6	27512.0	36335.0	48046.0
(+/-%)	30.9	35.2	32.1	32.2
归属母公司净利润(百万元)	6157.5	8655.0	11708.0	15671.0
(+/-%)	40.1	40.6	35.3	33.8
EPS(元)	1.62	2.28	3.08	4.13
P/E(倍)	21.3	15.1	11.1	8.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	29713	36290	54497	76726	<b>营业收入</b>	20351	27512	36335	48046
现金	21551	26678	41363	59797	营业成本	6895	8641	11043	14375
应收账款	76	138	221	249	营业税金及附加	1602	2146	2834	3748
其他应收款	43	98	131	141	营业费用	2070	2751	3561	4612
预付账款	254	362	544	703	管理费用	1751	2201	2907	3844
存货	5537	6925	9479	12187	财务费用	-477	-175	-180	-170
其他流动资产	2253	2090	2760	3649	资产减值损失	12	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7193	6502	5916	5188	公允价值变动收	-2	0	0	0
长期投资	131	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	5905	5684	5215	4559	<b>营业利润</b>	8497	11948	16170	21637
无形资产	297	348	414	436	营业外收入	57	0	31	37
其他非流动资产	859	470	288	193	营业外支出	54	0	40	41
<b>资产总计</b>	36906	42792	60413	81914	<b>利润总额</b>	8500	11948	16162	21633
<b>流动负债</b>	13409	10816	16278	21506	所得税	2106	2960	4004	5359
短期借款	0	188	201	211	净利润	6394	8988	12158	16274
应付账款	235	299	449	507	少数股东损益	237	333	450	603
其他流动负债	13175	10329	15629	20788	归属母公司净利	6157	8655	11708	15671
<b>非流动负债</b>	50	0	0	0	EBITDA	8777	12561	16837	22351
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.62	2.28	3.08	4.13
其他非流动负	50	0	0	0					
<b>负债合计</b>	13459	10816	16278	21506	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	327	660	1110	1713	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	3796	3796	3796	3796	<b>成长能力</b>				
资本公积	953	494	494	494	营业收入	30.9%	35.2%	32.1%	32.2%
留存收益	18371	27026	38734	54405	营业利润	39.4%	40.6%	35.3%	33.8%
归属母公司股	23120	31316	43024	58695	归属母公司净利	40.1%	40.6%	35.3%	33.9%
<b>负债和股东权</b>	36906	42792	60413	81914	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	66.1%	68.6%	69.6%	70.1%
					净利率(%)	30.3%	31.5%	32.2%	32.6%
					ROE(%)	26.6%	27.6%	27.2%	26.7%
					ROIC(%)	353.6	160.0	398.0	1852.7
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	36.5%	25.3%	26.9%	26.3%
					净负债比率(%)	0.00%	1.74%	1.24%	0.98%
					流动比率	2.22	3.36	3.35	3.57
					速动比率	1.80	2.72	2.77	3.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.69	0.70	0.68
					应收账款周转率	242	258	203	204
					应付账款周转率	35.37	32.39	29.54	30.07
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	1.62	2.28	3.08	4.13
					每股经营现金流	2.51	1.37	3.89	4.85
					每股净资产(最	6.09	8.25	11.33	15.46
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.15	15.05	11.12	8.31
					P/B	5.63	4.16	3.03	2.22
					EV/EBITDA	12	9	6	5

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±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

### 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

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。