

# 五粮液 (000858.SZ)

## 白酒行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

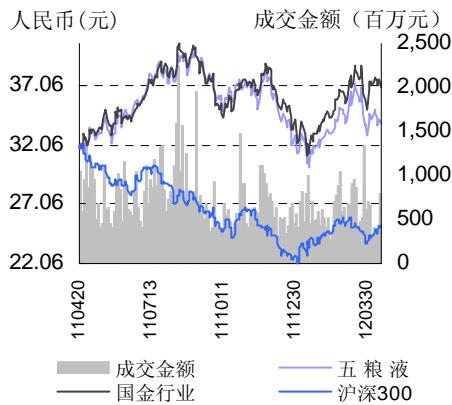
市价(人民币): 33.97元  
目标(人民币): 45.76元

### 结构升级成效显著 未来仍具提升空间

长期竞争力评级: 高于行业均值

#### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	3,795.52
总市值(百万元)	128,948.99
年内股价最高最低(元)	40.40/30.22
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



#### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.158	1.622	2.288	2.936	3.615
每股净资产(元)	4.77	6.09	7.87	9.22	11.89
每股经营性现金流(元)	2.03	2.51	-1.05	2.43	3.17
市盈率(倍)	29.91	20.22	14.85	11.57	9.40
行业优化市盈率(倍)	76.43	87.71	87.71	87.71	87.71
净利润增长率(%)	35.46%	40.09%	41.04%	28.32%	23.15%
净资产收益率(%)	24.28%	26.63%	29.08%	31.85%	30.41%
总股本(百万股)	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

#### 业绩简评

■ 五粮液公布 2012 年 1 季报: 收入达到 82.30 亿元, 同比增长 31.81%, 净利润达到 30.50 亿元, 同比增长 46.54%, 对应 EPS 为 0.80 元, 公司业绩略超市场预期。

#### 经营分析

- 从公司一季度的经营数据来分析, 我们认为公司新任领导在保证公司营销思路连续性的基础上, 促使各项产品销售上了新台阶, 并围绕着十二五“提升品牌、优化结构、整合资源”的经营方针落地实施, 并力争实现十二末 600 亿元销售收入, 复合 30% 的增速。
- 公司 11 年 9 月将出厂价调提高到 659 元/瓶, 这是今年业绩持续高增长的基础, 从目前经销商发货情况来看, 仍差 1-2 个月左右的货未能全部供给上, 供应情况仍有些紧张。从目前市场上的批发价来分析, 五粮液批发为 800 元左右, 茅台为 1380 元, 这样价差使得茅台价格近一两年大幅提升之后, 公司销量增量中的一部分直接受益于替代性需求。
- 2011 年公司销量中除了五粮液有 14600 吨之外, 五粮醇 18700 吨以及五粮春 8350 吨, 一季度五粮液由于供应量的原因, 销量 10% 左右增速要小于其它产品, 由此我们判断公司其它产品增速均在 40% 以上, 除了二三季度淡季会有些波动外, 我们认为全年保持这一增速概率较高。
- 目前市场比较担心白酒子行业, 从我们与厂商以及经销商沟通情况分析, 前几年高速增长背景下出现景气度波动较为正常, 优势企业可通过自身产品结构优化以及品牌力提升来保持超越行业的增速, 而且从目前各方面信息来分析, 白酒消费行业仍能持续, 目前出现的批发价格调整反而能进一步保持消费的持续性, 我们判断淡季之后五粮液等批发价将能逐步提高。

#### 投资建议

- 我们预计 12-14 年的 EPS 将分别达到 2.288、2.936 和 3.615 元/股, 同比增长 41.04%、28.32% 和 23.15%。我们维持买入评级, 公司业绩增长的稳定性较强, 未来存在进一步改善提升空间, 特别公司中价位带, 按 2012 年 20 倍估值给予目标价为 45.76 元。

#### 相关报告

1. 《董事长调整已完成 销售向好能持续》, 2011.11.18
2. 《高档酒量价齐增, 业绩增长确定性高》, 2011.10.27
3. 《业绩增长超预期 基本面仍将继续向好》, 2011.8.16

**陈钢** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031  
(8621)61038215  
cheng@gjzq.com.cn

**肖喆** 联系人  
(8621)61038276  
xiaozhe@gjzq.com.cn

**赵晓媛** 联系人  
(8621)61038227  
zhaoxy@gjzq.com.cn

**钟凯锋** 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

**图表1: 业绩指标一览**

单位: 百万元	11Q1	12Q1	同比变化	11累计	12累计	同比变化
<b>资产负债表关键指标</b>						
存货	4,551.01	5,707.59	25.41%	4,551.01	5,707.59	25.41%
预收账款	7,659.58	7,790.29	1.71%	7,659.58	7,790.29	1.71%
<b>利润表关键指标</b>						
营业收入	6,244.56	8,230.65	31.81%	6,244.56	8,230.65	31.81%
营业成本	2,138.11	2,519.56	17.84%	2,138.11	2,519.56	17.84%
毛利	4,106.45	5,711.09	39.08%	4,106.45	5,711.09	39.08%
营业税金及附加	467.76	649.33	38.82%	467.76	649.33	38.82%
销售费用	386.64	482.96	24.91%	386.64	482.96	24.91%
管理费用	432.00	532.29	23.22%	432.00	532.29	23.22%
财务费用	-23.41	-142.31	-507.79%	-23.41	-142.31	-507.79%
营业利润	2,845.25	4,188.28	47.20%	2,845.25	4,188.28	47.20%
利润总额	2,860.51	4,198.84	46.79%	2,860.51	4,198.84	46.79%
净利润	2,161.49	3,166.75	46.51%	2,161.49	3,166.75	46.51%
归属母公司股东的净利润	2,081.40	3,050.12	46.54%	2,081.40	3,050.12	46.54%
基本每股收益(元)	0.55	0.80	46.63%	0.55	0.80	46.63%
<b>现金流量表关键指标</b>						
经营活动现金流量净额	2,364.90	1,681.64	-28.89%	2,364.90	1,681.64	-28.89%
<b>主要财务指标(%)</b>						
毛利率	65.76%	69.39%	3.63%	65.76%	69.39%	3.63%
营业税金率	7.49%	7.89%	0.40%	7.49%	7.89%	0.40%
销售费用率	6.19%	5.87%	-0.32%	6.19%	5.87%	-0.32%
管理费用率	6.92%	6.47%	-0.45%	6.92%	6.47%	-0.45%
财务费用率	-0.37%	-1.73%	-1.35%	-0.37%	-1.73%	-1.35%
三项费用率	12.73%	10.61%	-2.13%	12.73%	10.61%	-2.13%
营业利润率	45.56%	50.89%	5.32%	45.56%	50.89%	5.32%
税前利润率	45.81%	51.01%	5.21%	45.81%	51.01%	5.21%
所得税率	24.44%	24.58%	0.14%	24.44%	24.58%	0.14%
销售净利率	33.33%	37.06%	3.73%	33.33%	37.06%	3.73%

来源: 国金证券研究所, wind

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	22	26	27	78
买入	0	7	8	8	15
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.30	1.29	1.29	1.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-26	买入	27.58	50.02 ~ 55.02
2 2010-08-11	买入	29.31	39.15 ~ 43.03
3 2011-08-16	买入	39.65	51.95 ~ 51.95
4 2011-10-27	买入	37.16	50.47 ~ 57.35
5 2011-11-18	买入	35.12	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B