



买入 **36% ↑**
目标价格: 人民币 45.80
原目标价: 人民币 52.50

000858.SZ

价格: 人民币 33.97

目标价格基础: 20倍12年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 1季度高价位酒增长贡献大
- 1季度销售补发欠货积极, 费用率控制较好
- 提价消化顺利

我们的观点有何不同?

- 增长的确定性仍较高

主要催化剂/事件

- 高端酒价格企稳, 需求继续反弹向上
- 系列酒保持旺销, 下半年以后的提价预期

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8	(8)	11.2	7.5
相对新华富时A50指数	(3)	(9)	8.5	24.5

发行股数(百万)	3,796
流通股(%)	43.93
流通股市值(人民币 百万)	56,647
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
宜宾国资经营公司	56.07

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年4月19日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*苏斌为本报告重要贡献者

五粮液

一季报业绩增长略超预期

五粮液2012年1季度销售收入82.31亿元, 同比增长31.81%; 实现营业利润总额41.88亿元, 同比增长47.20%; 实现利润总额41.99亿元, 同比增长46.79%; 归属上市公司股东净利润30.50亿元, 同比增长46.54%, 每股收益0.804元。我们原先预计增长42%以上, 可谓略超预期。基于估值倍数调整, 我们略下调目标价至**45.80元**, 维持**买入**评级。

支撑评级的要点

- 1季度业绩增长略超预期。
- 提价对毛利率提升贡献显著, 毛利率同比提升3.63个百分点。
- 三项费用率合计下降2.13个百分点。1季度高价位酒补发欠货积极, 销售费用增长较慢, 销售费用率小幅下降0.32个百分点。财务费用率由于货币资金大幅增加以及存款利率变动下降1.35个百分点。
- 1季度发货情况良好, 同时1季度末预收账款余额仍高位, 为后续季度收入确认留有较大空间, 预计全年30%收入增长可以保障。
- 2012年公司重点一是中高价位拳头产品的打造和放量增长, 增速要高于平均, 另一方面是加强营销工作, 增强片区人员和运营商的考核管理。重点进行产品品牌梳理、加快资源整合、简化服务支持流程, 鼓励和协同运营商做好终端市场开发和维护工作, 提高团购和定制比例。

评级面临的主要风险

- 政府出台严厉的限制三公消费的政策, 影响高端酒需求。
- 区域白酒全国化对全国性品牌的竞争加剧。

估值

- 我们预测2012-14年每股收益分别为2.29元、2.96元和3.78元, 目前股价相当于2012-13年14.8倍和11.5倍市盈率。我们将目标价由52.50下调至45.80元, 相当于2012-13年19.9倍和15.5倍市盈率, 维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	15,541	20,351	27,971	35,619	44,586
变动(%)	39.6	30.9	37.4	27.3	25.2
净利润(人民币 百万)	4,371	6,160	8,740	11,233	14,345
全面摊薄每股收益(人民币)	1.16	1.62	2.29	2.96	3.78
变动(%)	35.5	40.1	41.5	29.0	27.7
市场预期每股收益(人民币)			2.27	2.94	
先前预测每股收益(人民币)			2.28	2.89	
调整幅度(%)			0.6	2.4	
核心每股收益(人民币)	1.16	1.62	2.29	2.96	3.78
变动(%)	35.5	40.1	41.5	29.0	27.7
全面摊薄市盈率(倍)	29.3	20.9	14.8	11.5	9.0
核心市盈率(倍)	29.3	20.9	14.8	11.5	9.0
每股现金流量(人民币)	2.03	2.51	1.77	2.97	3.82
价格/每股现金流量(倍)	16.7	13.5	19.1	11.4	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.2	12.2	8.6	6.1	4.3
每股股息(人民币)	0.30	0.50	0.47	0.61	0.77
股息率(%)	0.88	1.47	1.39	1.79	2.27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

年报概述

五粮液 2012 年 1 季度销售收入 82.31 亿元，同比增长 31.81%；实现营业利润总额 41.88 亿元，同比增长 47.20%；实现利润总额 41.99 亿元，同比增长 46.79%；归属上市公司股东净利润 30.50 亿元，同比增长 46.54%，每股收益 0.804 元。我们原先预计增长 42% 以上，可谓略超我们预期。

提价导致毛利率提升。1 季度综合毛利率 69.4%，同比上升 3.63 个百分点。就五粮液酒而言，上年 9 月份公告提高出厂价，提价幅度约 30%，由于欠货严重，真正按新价格结算的销售主要是从 2011 年底和 2012 年初开始，提价对毛利率的提升贡献十分明显。

同时也要注意，2011 年度高价位酒毛利率同比小幅下降，低价位酒毛利率较大幅度下降背后的原因是全行业行业原辅材料价格平均 20% 的增长以及公司中、低价位酒较快的增长。公司 2011 年中价位拳头产品打造效果明显，五粮春、五粮醇都同比实现 40% 左右的增长，2012 年公司中价位酒明星产品打造的思路将得到延续，这将反映五粮液整体营销能力的提升，对公司高价位酒顺利放量意义重大。

各项费用率仍下降。1 季度销售费用率 5.9%，同比下降 0.32 个百分点，管理费用率 6.5%，同比下降 0.45 个百分点，财务费用率-1.7%，同比下降 1.35 个百分点。我们注意到，截至 2011 年底，公司预收账款余额 90.47 亿元，较 9 月底的 78.99 亿元仍有明显提升，公司前期市场欠货严重，华东地区响应速度相对较快，华东以外地区发货响应速度慢，欠货普遍达到 3 个月以上。公司 2011 年季度收入增速逐季减慢，第四季度收入仅在季度平均水平，因此第四季度欠货严重情况并未显著改观。2012 年 1 季度销售发货量较多，对尤其是华东以外的地区以补欠货为主，并且 1 季度基本会按计划量执行（全年仍可能削减计划量），因此，1 季度销售费用率没有提升。财务费用率下降幅度较大，主要是货币资金大幅增加，银行存款利率提高等综合影响。

净利润率提高 3.86 个百分点。1 季度毛利率提升 3.63 个百分点，三项费用率合计下降 2.13 个百分点，导致净利润率提升 3.86 个百分点。

预收账款仍高位。1 季度发货相对积极，但 1 季度末预收账款余额仍高位。截至 3 月 31 日，公司预收账款账面余额 77.90 亿元，在 1 季度补发欠货积极的情况下，较上年末仅下降约 13 亿元，仍高位。预收账款余额高位是后续收入确认的重要基石，我们预计五粮液全年收入 30% 的增长目标有保障。

2012 年营销工作以市场为导向

2012 年，公司营销工作的指导思想是“以一个发展观，两个关键点，五大举措快上台阶”，即树立市场为导向，生产为基础，科学为保障，与时俱进，不断创新的科学发展观；解决好股权分置、法人治理与关联交易，短期发展和长期可持续发展的矛盾，品牌众多与各价位领军品牌相对薄弱的矛盾，客户数量众多与运营效率低下的矛盾，以科学发展观为宗旨，勇于探索，理顺品牌体系，形成具有前瞻，充满活力的品牌体系。为培育品牌个性化，提升品牌价值，发挥品牌远景打下基础。

关键点一，完善公司法人治理结构，提升现代管理水平；关键点二，求真务实，全面提升，一切围绕发展。

以真抓实干的态度，落实五大举措：1) 品牌构建，定位要清晰；2) 销售支持要简化流程；3) 服务支持贴近第一线；4) 明确分工，结果导向；5) 信息化建设，科学评估。

2012年，公司重点打造中高价位核心产品的放量增长，营销方面，将强化对片区人员和运营商的管理，建立淘汰机制，鼓励经销商加强终端盒市场开拓，多做品鉴等活动，开发和维护好终端。

公司继续鼓励运营商同厂家共同市场投入，建设和利用好厂家和经销商两个队伍，提高团购和定制比例3-5个百分点。

公司一切以市场为导向的营销公司思路更加清晰和坚定，将成为支撑公司五粮液酒和系列酒中长期增长的重要基础。

估值

我们预测2012-14年每股收益分别为2.29元、2.96元和3.78元，目前股价相当于2012-13年14.8倍和11.5倍市盈率。我们下调目标价至45.80元，相当于2012-13年19.9倍和15.5倍市盈率，维持**买入**评级。

图表 1. 公司利润表分析

(人民币, 百万)	2011年1季度	2012年1季度	同比变动(%)
一、营业总收入	6,244.56	8,230.65	31.81
营业收入	6,244.56	8,230.65	31.81
二、营业总成本	3,401.08	4,041.84	18.84
营业成本	2,138.11	2,519.56	17.84
营业税金及附加	467.76	649.33	38.82
销售费用	386.64	482.96	24.91
管理费用	432.00	532.29	23.22
财务费用	(23.41)	(142.31)	507.79
资产减值损失	0.00	0.00	
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	1.76	(0.53)	(129.89)
投资净收益	0.01	(0.01)	(198.54)
汇兑净收益	0.00	0.00	
四、营业利润	2,845.25	4,188.28	47.20
加：营业外收入	16.63	12.85	(22.74)
减：营业外支出	1.37	2.29	67.50
五、利润总额	2,860.51	4,198.84	46.79
减：所得税	699.02	1,032.09	47.65
六、净利润	2,161.49	3,166.75	46.51
减：少数股东损益	80.09	116.63	45.62
归属于母公司所有者的净利润	2,081.40	3,050.12	46.54
七、每股收益(人民币, 元)	0.55	0.80	
盈利能力(%)			
毛利率	65.8	69.4	
经营利润率	45.6	50.9	
税前利润率	45.8	51.0	
净利率	34.6	38.5	

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	15,541	20,351	27,971	35,619	44,586
销售成本	(4,863)	(6,895)	(9,017)	(11,396)	(14,023)
经营费用	(4,776)	(5,435)	(7,306)	(9,197)	(11,466)
息税折旧前利润	6,672	8,777	12,007	15,436	19,541
折旧及摊销	(770)	(757)	(359)	(411)	(444)
经营利润(息税前利润)	5,902	8,020	11,648	15,026	19,097
净利息收入/(费用)	192	477	270	320	428
其他收益/(损失)	(25)	3	30	0	0
税前利润	6,046	8,503	11,978	15,346	19,525
所得税	(1,508)	(2,106)	(2,987)	(3,836)	(4,881)
少数股东权益	(167)	(237)	(251)	(276)	(298)
净利润	4,371	6,160	8,740	11,233	14,345
核心净利润	4,395	6,157	8,710	11,233	14,345
每股收益(人民币)	1.15	1.62	2.30	2.96	3.78
核心每股收益(人民币)	1.16	1.62	2.29	2.96	3.78
每股股息(人民币)	0.30	0.50	0.47	0.61	0.77
收入增长(%)	39.64	30.95	37.44	27.34	25.18
息税前利润增长(%)	31.84	35.89	45.23	29.00	27.10
息税折旧前利润增长(%)	29.31	31.55	36.79	28.56	26.59
每股收益增长(%)	35.46	40.09	41.87	28.53	27.71
核心每股收益增长(%)	35.46	40.09	41.45	28.97	27.71

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	6,046	8,503	11,978	15,346	19,525
折旧与摊销	770	757	359	411	444
净利息费用	(192)	(477)	(270)	(320)	(428)
运营资本变动	2,162	1,886	(4,512)	(1,159)	(1,238)
税金	(1,508)	(2,106)	(2,987)	(3,836)	(4,881)
其他经营现金流	425	969	2,167	845	1,070
经营活动产生的现金流	7,703	9,533	6,735	11,286	14,491
购买固定资产净值	(463)	(536)	(800)	(880)	(704)
投资减少/增加	5	(75)	(100)	0	0
其他投资现金流	(7)	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(464)	(613)	(900)	(880)	(704)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	8	9	7
支付股息	(1,139)	(1,898)	(1,792)	(2,302)	(2,929)
其他融资现金流	491	395	270	320	428
融资活动产生的现金流	(648)	(1,503)	(1,514)	(1,973)	(2,494)
现金变动	6,591	7,416	4,320	8,433	11,293
期初现金	7,544	14,134	21,551	25,871	34,304
公司自由现金流	7,239	8,920	5,835	10,406	13,787
权益自由现金流	7,239	8,920	5,843	10,415	13,794

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	14,134	21,551	25,871	34,304	45,597
应收帐款	2,270	2,014	4,475	5,770	7,223
库存	4,515	5,537	8,566	10,940	13,743
其他流动资产	451	611	669	813	988
流动资产总计	21,370	29,713	39,582	51,828	67,551
固定资产	6,373	5,905	6,970	7,194	7,427
无形资产	300	297	288	278	268
其他长期资产	631	990	466	710	736
长期资产总计	7,304	7,193	7,724	8,182	8,431
总资产	28,674	36,906	47,306	60,010	75,982
应付帐款	155	235	271	342	421
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	10,133	13,175	16,362	19,779	23,951
流动负债总计	10,288	13,409	16,633	20,120	24,371
长期借款	0	0	8	17	24
其他长期负债	19	50	50	50	50
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备	14,305	19,324	26,241	35,173	46,589
股东权益	18,101	23,120	30,037	38,968	50,385
少数股东权益	265	327	578	854	1,153
总负债及权益	28,674	36,906	47,306	60,010	75,982
每股帐面价值(人民币)	4.77	6.09	7.91	10.27	13.27
每股有形资产(人民币)	4.69	6.01	7.84	10.19	13.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.73)	(5.68)	(6.82)	(9.04)	(12.01)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	42.93	43.13	42.93	43.34	43.83
息税前利润率(%)	37.98	39.41	41.64	42.18	42.83
税前利润率(%)	38.90	41.78	42.82	43.08	43.79
净利率(%)	28.12	30.27	31.25	31.54	32.17
流动性					
流动比率(倍)	2.08	2.22	2.38	2.58	2.77
利息覆盖率(倍)	(30.67)	(16.83)	(43.12)	(46.96)	(44.67)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.64	1.80	1.86	2.03	2.21
估值					
市盈率(倍)	29.50	20.93	14.75	11.48	8.99
核心业务市盈率(倍)	29.34	20.94	14.81	11.48	8.99
目标价对应核心业务市盈率(倍)	39.78	28.22	19.89	15.48	12.12
市净率(倍)	7.02	5.50	4.21	3.24	2.50
价格/现金流(倍)	16.74	13.53	19.15	11.43	8.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.21	12.24	8.59	6.13	4.27
周转率					
存货周转天数	106.03	99.30	111.78	112.11	112.50
应收帐款周转天数	2.10	1.36	3.65	4.38	4.38
应付帐款周转天数	11.67	12.41	10.95	10.95	10.95
回报率					
股息支付率(%)	25.91	30.82	20.58	20.49	20.42
净资产收益率(%)	23.93	26.26	28.45	28.21	27.83
资产收益率(%)	15.33	16.68	18.41	18.72	18.88
已运用资本收益率(%)	24.10	25.66	28.53	28.29	27.78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371