

## 五粮液 (000858)

## 1Q12业绩增长略超市场预期，全年高增长可期

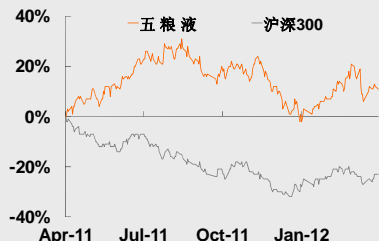
## 强烈推荐 (维持)

现价: 33.96 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)	1303.53
流通 A 股市值(亿元)	1303.38
每股净资产(元)	6.09
资产负债率(%)	36.5

## 行情走势图



## 证券分析师

文献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号: S0260511020009  
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁芸洁

一般证券从业资格编号: S1060110040054  
dingyunjie640@pingan.com.cn

## 研究助理

解睿

一般证券从业资格编号: S1060110070210  
xierui097@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 2012年1季报-业绩增长略超预期

2012年1季度,五粮液实现营收82.3亿元,同比增31.8%;实现利润总额42亿元,同比增46.8%;归属于母公司股东净利润30.5亿元,同比增46.5%。

## ■ 季报分析要点

1. 121Q 五粮液营收增速较快,原因:(1) 2011年9月份五粮液产品大幅提价30%的效果在2012年1季度开始部分体现;(2) 根据我们草根调研情况,五粮液春节前出货量较大,1Q12年预收账款环比下降12.6亿;(3) 2011年4季度收入增速不快,仅增长15.5%,根据历史数据分析,公司可能将部分业绩推迟至2012年体现。

2. 1Q12 净利增幅高于收入,原因:(1) 毛利率提升3.6个百分点至69.4%,产品提价效果显现。(2) 期间费用率从12.7%下降至10.6%。

3. 1Q12 期间费用率同比下降的原因:(1) 1Q12 销售费用率和管理费率用同比小幅下降,预计随着收入规模的提升,销售和管理费用率仍有进一步下降的空间。(2) 1Q12 公司货币资金增41%、银行存款利率提高导致利息费用收入大幅增加。

## ■ 2012年业绩成长的确定性较高

我们认为2012年业绩成长的确定性较高,可以从释放业绩的主观意愿和客观能力这两个维度进行分析:

1. 主观意愿:(1) 省市两级对五粮液期望值比较高,2011年底十二五规划做了重大调整。十二五末股份公司达到600亿,据此推算2011-2015年股份收入复合增速需达到31%。(2) 洋河市值超越五粮液,对公司触动很大,释放业绩动力加强。

2. 客观能力:(1) 11年9月份产品大幅提价30%的效果主要在2012年体现;(2) 团购领域正进入放量期,同时虽然一线白酒价格疲软,但考虑到一批价和出厂价仍有200元的价差空间,现阶段一批经销商要货的热情仍很高,因此预计2012年五粮液酒16000吨的计划产量终端可以顺利消化。

## ■ 维持“强烈推荐”的投资评级

预计公司2012-2014年实现EPS 2.52元、3.19元、3.74元,同比增长55%、27%、17%,对应PE分别为14、11、9倍。五粮液估值处于低位,2012年业绩成长的确定性较高,综合考虑估值水平和成长性,维持“强烈推荐”的投资评级。

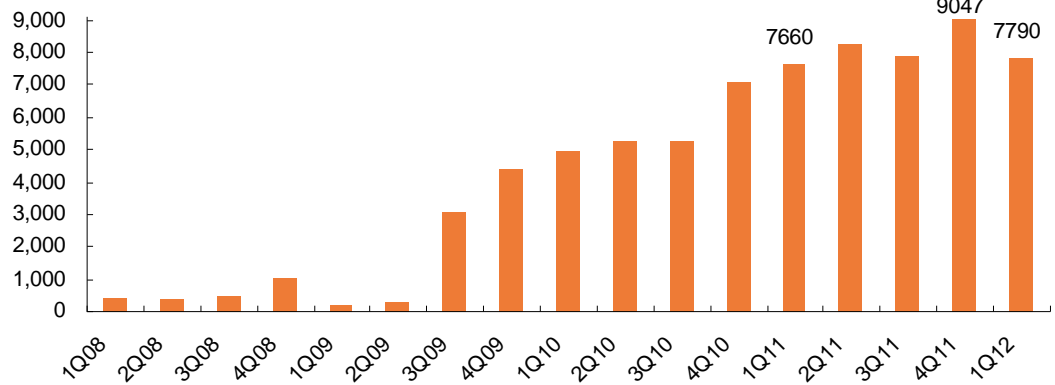
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129	15,541	20,351	27,995	33,929
YoY(%)	40.3	39.6	30.9	37.6	21.2
净利润(百万元)	3,245	4,395	6,157	9,552	12,104
YoY(%)	79.2	35.5	40.1	55.1	26.7
毛利率(%)	65.3	68.7	66.1	71.6	73.2
净利率(%)	29.2	28.3	30.3	34.1	35.7
ROE(%)	22.7	24.3	26.6	29.2	28.2
EPS(摊薄/元)	0.85	1.16	1.62	2.52	3.19
P/E(倍)	40.4	20.9	13.5	10.7	9.1
P/B(倍)	9.2	5.6	3.9	3.0	2.4

图表 1 2012年1季报-业绩增长略超市场预期

	1Q11	1Q12	QoQ	
营业收入	6,245	8,231	31.8%	营收增速较快，原因：(1) 2011年9月份五粮液产品大幅提价30%的效果在2012年1季度开始部分体现；(2) 根据我们草根调研情况，五粮液春节前出货量较大，1Q12年预收账款环比下降12.6亿；(3) 2011年4季度收入增速不快，仅增长15.5%，根据历史数据分析，公司可能将部分业绩推迟至2012年体现。
营业成本	2,138	2,520	17.8%	
毛利率	65.8%	69.4%	3.6%	毛利率同比上升幅度较大，2011年9月份五粮液产品大幅提价30%的效果在2012年1季度开始部分体现。
毛利	4,106	5,711	39.1%	
营业税金及附加	468	649	38.8%	营业税金及附加占收入的比重小幅上升至7.9%。
销售费用	387	483	24.9%	1Q12期间费用率从12.7%下降至10.6%；(1)
管理费用	432	532	23.2%	1Q12销售费用率和管理费率用同比小幅下降，预计随着收入规模的提升，销售和管理费用率仍有进一步下降的空间。(2) 1Q公司货币资金增41%、
财务费用	-23	-142	-507.8%	银行存款利率提高导致利息费用收入大幅增加。
资产减值损失	0	0	0.0%	
公允价值变动收益	2	-1	-129.9%	
投资收益	0	-0	-198.5%	
营业利润	2,845	4,188	47.2%	
营业利润率	45.6%	50.9%	5.3%	
营业外收入	17	13	-22.7%	
营业外支出	1	2	67.5%	
利润总额	2,861	4,199	46.8%	
所得税	699	1,032	47.6%	
少数股东权益	80	117	45.6%	
归属于母公司净利润	2,081	3,050	46.5%	净利增幅高于收入，原因：(1) 毛利率提升3.6个百分点至69.4%。(2) 1Q12期间费用率从12.7%下降至10.6%。
净利率	34.6%	38.5%	3.9%	
EPS	0.55	0.80	46.7%	

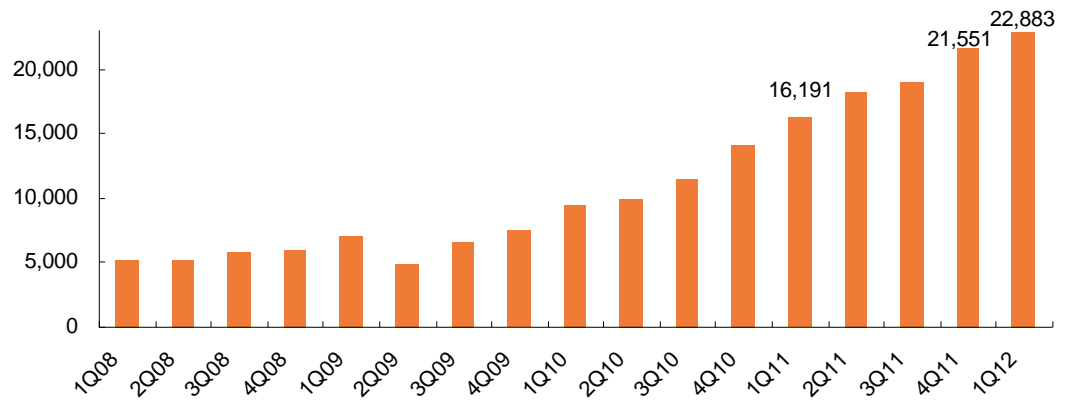
资料来源：平安证券研究所

图表 2 1Q12年五粮液预收账款同比增长1.7%，环比下降12.6亿 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所预测

图表 3 1Q12 货币资金同比增41% 单位：百万元



资料来源：平安证券研究所、Wind

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	29713	41512	53015	65363	<b>营业收入</b>	20351	27995	33929	38925
现金	21551	31213	41146	51878	营业成本	6895	7950	9104	10290
应收账款	76	149	165	187	营业税金及附加	1602	2203	3054	3503
其他应收款	43	81	87	101	营业费用	2070	2800	3054	3503
预付账款	254	270	367	472	管理费用	1751	2380	2714	2919
存货	5537	6384	7311	8263	财务费用	-477	-528	-724	-930
其他流动资产	2253	3415	3940	4461	资产减值损失	12	-7	0	0
<b>非流动资产</b>	7193	7857	8463	9011	公允价值变动收益	-2	-3	0	0
长期投资	131	130	131	130	投资净收益	2	-4	0	0
固定资产	5905	6969	7771	8417	<b>营业利润</b>	8497	13190	16727	19639
无形资产	297	297	297	297	营业外收入	57	50	0	0
其他非流动资产	859	460	264	166	营业外支出	54	40	0	0
<b>资产总计</b>	36906	49369	61478	74374	<b>利润总额</b>	8500	13200	16727	19639
<b>流动负债</b>	13409	16003	17440	17854	所得税	2106	3280	4157	4880
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	6394	9920	12570	14759
应付账款	235	234	306	393	少数股东损益	237	368	466	547
其他流动负债	13175	15769	17135	17461	<b>归属母公司净利润</b>	6157	9552	12104	14212
<b>非流动负债</b>	50	2	2	2	EBITDA	8020	12993	16398	19162
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.62	2.52	3.19	3.74
其他非流动负债	50	2	2	2					
<b>负债合计</b>	13459	16005	17442	17856	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	327	695	1161	1709	<b>会计年度</b>	<b>2011A</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	953	953	953	营业收入	30.9%	37.6%	21.2%	14.7%
留存收益	18371	27923	38129	50063	营业利润	39.4%	55.2%	26.8%	17.4%
归属母公司股东权益	23120	32669	42875	54809	归属于母公司净利润	40.1%	55.1%	26.7%	17.4%
<b>负债和股东权益</b>	36906	49369	61478	74374	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	66.1%	71.6%	73.2%	73.6%
					净利率(%)	30.3%	34.1%	35.7%	36.5%
					ROE(%)	26.6%	29.2%	28.2%	25.9%
					ROIC(%)	353.6%	414.2%	389.5%	288.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	36.5%	32.4%	28.4%	24.0%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.22	2.59	3.04	3.66
					速动比率	1.80	2.19	2.62	3.20
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.65	0.61	0.57
					应收账款周转率	237	239	208	212
					应付账款周转率	35.37	33.91	33.71	29.45
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.62	2.52	3.19	3.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	2.57	3.18	3.43
					每股净资产(最新摊薄)	6.09	8.61	11.29	14.44
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.9	13.5	10.7	9.1
					P/B	5.6	3.9	3.0	2.4
					EV/EBITDA	13	8	7	6

## 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 2012 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 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257