

刘冉

执业证书编号：S0730511050002

021—50588666—8010

liuran@ccnew.com

销售增长促进业绩增长

——五粮液（000858）年报点评

证券研究报告—公司点评

买入（维持）

发布日期：2012年4月23日

报告关键要素：

2011年9月份提价的效应将会反映在公司2012年的业绩中。2012年，预计“五粮液”酒销量20%以上的增长势头仍会持续；预计“系列酒”销量增长将会加速，华东营销中心在2011年运营的基础上将会有更加成熟的表现。

事件：

五粮液（000858）公布2011年年报。2011年，五粮液系列酒较上年增长26.84%；公司实现营业收入203.51亿元，同比增长30.95%；实现净利润61.57亿元，同比增长40.09%；实现基本每股收益1.62元；分配预案为：每10股派现5元。2011年，“五粮液”品牌价值为586.26亿元。

点评：

- **量升促使营收稳步增长。**2011年，公司实现收入203.51亿元，同比增长近30.95%，增幅较2009、2010年有所减小，但公司收入增长总体呈现稳定态势。2011年9月份，公司对产品进行20%至30%的提价，由于经销商一般在提价前打款，所以提价效应将会显现在2012年，而对公司2011年业绩没有显著影响。公司营收增长主要来自销量的增长。五粮液系列酒销量增长26.84%，较上年增幅高出3个百分点，五粮液销量持续高增长；2011年，“五粮液”实现收入140.98亿元，同比增长29.31%，估计全年销量为16236吨。中低档酒实现收入43.77亿元，同比增长37.70%，较上年的13.97%明显提速；中低档酒收入大幅增长主要源于五粮醇、六合液和永福酱酒的大幅增长，三款酒的销量增长超过50。
- **由于各项成本的上升，毛利率下滑。**公司2011年酒类毛利率为71.45%，同比减少3.18个百分点；其中，高档酒毛利率为84.63%，同比减少1.21个百分点，中低档酒毛利率为29.01%，同比减少7.15个百分点。高档酒及中低档酒毛利率均有所下滑，中低档酒毛利率下滑幅度远大于高档酒。白酒类毛利率下滑主要原因是各项成本价格包括人工、原材料价格上升所导致。
- **我们认为，经济增速下滑会对白酒行业造成负面影响，并且白酒行业经过前期高增长，自身也有调整修复的要求。**经济景气度的下滑对白酒行业会有冲击，2008—2009年给出了实证；我们认为，2012年宏观经济可能会持续下滑，对白酒行业产生负面影响。另外，白酒行业在经历了几年的高增长后，在市场中广泛出现了品牌与价格、价值与价格的背离，白酒行业自身需要修正，最终使得品牌与价格、价值与价格相一致。此次白酒市场调整一是反映了市场对宏观经济增速下滑有所预期，二是体现了行业自身修复的内在要求。公司在本次市场调整中并未受到冲击，主要受益于公司一贯合理的定价和稳固的价格体系。
- **我们认为，公司有能力消化“三公”政策的负面影响。**原因：首先，公司的价格体系相当稳定，是受到市场充分认可和消费者认同的；其次，“三公”主要针对政府消费，而公司的消费构成主要是商务消费，政府消费仅占15%-20%；最后，“三公”主要针对千元以上的产品对象，而“五粮液”产品价格多在千元以下，规避了限制范围。
- **2012年，公司业绩增长明确。**2011年9月份提价的效应将会反映在公司2012年的业绩中；预计2012年成本价格将会回落。提价和成本回落促进2012年公司酒类毛利率有所回升。2012年，预计“五粮液”酒销量20%以上的增长势头仍会持续，原因：2012年，公司将要加强商务消费，做好企业终端

的服务工作，并开发新的企业终端，同时为崛起的中产阶级服务，另外，公司要加强团购酒的定制。2012年，预计“系列酒”销量增长将会加速，增幅在40%以上，华东营销中心在2011年运营的基础上将会有更加成熟的表现，公司在2012年将会突出主力品牌，如“五粮醇”、“五粮春”和永福酱酒。

- **投资评级。**在这次市场调整中，公司的品牌、产品及价格体系均经受住了考验。预计公司2012、2013年每股收益分别为2.30元、2.90元，对应PE为14.77倍、11.71倍，给予公司“买入”评级。
- **风险：**经济增长放缓毫无疑问的会阻碍白酒的消费和升级，但从上次经验来看，白酒也是各子行业中最快一个复苏反弹的；“三公”政策持续给予负面影响。

盈利预测

	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	203.51	272.84	333.58
增长比率(%)	30.95	34.07	22.26
净利润(亿元)	61.57	87.31	110.08
增长比率(%)	40.09	41.81	26.08
基本每股收益(元)	1.62	2.30	2.90
市盈率(倍)	20.97	14.77	11.71

市场数据 (2012年04月20日)

收盘价(元)	33.97
一年内最高/最低(元)	38.66/29.82
沪深300指数	2626.84
市净率(倍)	5.58
流通市值(亿元)	1289.33

基础数据 (2012年03月31日)

每股净资产(元)	6.89	5.75
每股经营现金流(元)	0.44	3.69
毛利率(%)	69.39	76.00
净资产收益率(%)	11.67	31.34
资产负债率(%)	31.61	47.45
总股本/流通股(亿股)	37.96/37.96	4.33/4.33
B股/H股(亿股)	/	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。