

食品饮料行业

报告原因：季报点评

2012年10月30日

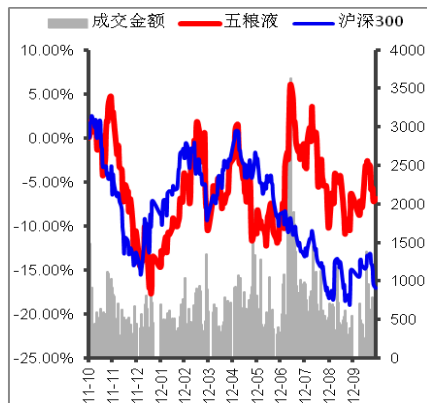
市场数据：2012年10月29日

收盘价(元)	33.69
一年内最高/最低(元)	39.55/29.82
市净率	4.4
市盈率	13.3
流通A股市值(百万元)	127,869

基础数据：2012年9月30日

每股收益(元)	2.055
营业收入(百万元)	21,126.60
净利润(百万元)	7,801.87
总股本/流通A股(百万)	3795/3795

公司近期市场表现(最近一年):



分析师:

罗胤

执业证书编号: S0760511010012

Tel: 010-82190301

Email: luoyin@sxzq.com

MSN: luo_yin@hotmail.com

联系人:

张小玲

Tel: 0351-8686990

010-82190365

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

五粮液 (000858)

增持

收入增速小幅回落, 盈利能力提升促利润超预期增长 维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	20,351	30.9	6,157	40.1	1.62	30.3	26.3	20.8
2012E	29,738	46.1	9,583	55.6	2.52	32.2	31.8	13.3
2013E	39,637	33.3	12,617	31.7	3.32	31.8	32.4	10.1
2014E	50,629	27.7	16,293	29.1	4.29	32.2	32.3	7.8

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **业绩略超预期。**2012年1-9月公司共实现营业收入2,112,660.34万元,同比增长35.00%;实现归属于上市公司股东净利润780,187.02万元,同比增长61.92%;每股收益2.055元。其中7-9月实现营业收入607,689.40万元,同比增长20.24%;实现归属于公司股东的净利润275,561.52万元,同比增长89.31%。业绩略超预期。

● **收入增速小幅回落,但现金流状况尚好。**三季度公司整体销售态势平稳,但中秋、十一的旺季带动作用不甚明显,公司当季仅取得20.24%的收入增长,增速较上季度下降36.51个百分点,较上年同期亦下降9.51个百分点。不过,我们看到,公司现金流状况依然良好,三季度当季销售商品收到现金74.8亿元,保持了近年来约75亿元的单季现金收入水平,同时,预收账款亦维持高位。未来,高企的预收账款与充裕的现金流应将对公司持续增长形成有支撑,春节旺季因素亦将对销售有所助力。

● **毛利率上升、费用率下降促盈利能力提升,成利润超预期增长重要原因。**受前期五粮液及其系列酒提价推动,公司毛利率显著提升,三季度当季毛利率增至79.87%,相比上年同期提升14.09个百分点,创历年最高点。同时,随着规模效应的逐步显现,公司销售、管理费用率均有所下降,三季度当季销售费用率降至6.41%,相比上年同期下降3.98个百分点,管理费用率亦降至8%,相比上年同期下降0.68个百分点。受毛利率提升与费用率下降推动,公司盈利能力显著提升,营业利润率较上年上升22.31个百分点,成为公司三季度利润超预期增长的重要原因。

● **投资建议:**我们预计公司2012-2014年的EPS分别为2.52、3.32和4.29元,对应动态市盈率分别为13.3、10.1和7.8倍,维持“增持”评级。

● **风险提示:**严控三公消费对高端白酒消费具有一定负面影响。

表 1：五粮液单季利润表

单位：百万元	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	同比变化
一、营业总收入	4,070	6,245	4,350	5,054	4,702	8,231	6,819	6,077	20.24
营业收入	4,070	6,245	4,350	5,054	4,702	8,231	6,819	6,077	20.24
二、营业总成本	2,643	3,401	2,586	3,048	2,818	4,042	4,074	2,312	(24.17)
营业成本	1,001	2,138	1,451	1,729	1,577	2,520	2,733	1,223	(29.26)
营业税金及附加	442	468	351	402	381	649	476	432	7.54
销售费用	767	387	568	525	590	483	732	390	(25.83)
管理费用	505	432	387	439	493	532	390	486	10.84
财务费用	-87	-23	-164	-47	-241	-142	-258	-220	364.02
资产减值损失	15	0	-7	-0	19	0	0	0	
三、其他经营收益	7	2	-6	-3	7	-1	-2	-1	
投资净收益	7	0	-4	0	6	-0	-1	0	
四、营业利润	1,434	2,845	1,758	2,003	1,890	4,188	2,743	3,764	87.93
加：营业外收入	21	17	4	20	17	13	14	12	(39.68)
减：营业外支出	63	1	2	27	24	2	2	16	(40.78)
五、利润总额	1,391	2,861	1,760	1,997	1,882	4,199	2,755	3,761	88.33
减：所得税	362	699	431	487	489	1,032	680	889	82.68
六、净利润	1,029	2,161	1,329	1,510	1,393	3,167	2,075	2,872	90.16
减：少数股东损益	29	80	48	55	54	117	78	117	112.65
归属于母公司所有者净利润	1,000	2,081	1,281	1,456	1,339	3,050	1,996	2,756	89.31
七、每股收益：	0.26	0.55	0.34	0.38	0.35	0.80	0.53	0.73	89.31
收入增长率(%)	31.30	38.96	41.11	29.75	15.54	31.81	56.75	20.24	(9.51)
毛利率(%)	75.40	65.76	66.64	65.78	66.47	69.39	59.93	79.87	14.09
营业利润率(%)	35.23	45.56	40.42	39.63	40.20	50.89	40.22	61.95	22.31
净利率(%)	24.57	33.33	29.45	28.80	28.48	37.06	29.27	45.35	16.54
销售费用率(%)	18.84	6.19	13.06	10.40	12.54	5.87	10.74	6.41	(3.98)
管理费用率(%)	12.40	6.92	8.89	8.68	10.49	6.47	5.73	8.00	(0.68)
归属于母公司净利润增长率(%)	5.77	36.70	73.53	28.32	33.93	46.54	55.80	89.31	60.99

资料来源：公司公告 山西证券研究所



➤ 盈利预测

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	20,350.59	29,737.66	39,636.94	50,629.12
营业收入	20,350.59	29,737.66	39,636.94	50,629.12
二、营业总成本	11,853.60	16,510.59	22,219.89	28,136.43
营业成本	6,895.41	10,384.63	14,054.68	17,706.83
营业税金及附加	1,601.64	2,260.06	3,012.41	3,847.81
销售费用	2,069.99	2,527.70	3,369.14	4,303.48
管理费用	1,750.69	2,230.32	2,972.77	3,797.18
财务费用	-476.59	-892.13	-1,189.11	-1,518.87
资产减值损失	12.45	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益	2.40	3.00	3.00	3.00
投资净收益	2.40	3.00	3.00	3.00
四、营业利润	8,496.94	13,230.07	17,420.05	22,495.69
加：营业外收入	57.45	57.00	57.00	57.00
减：营业外支出	54.44	54.00	54.00	54.00
五、利润总额	8,499.95	13,233.07	17,423.05	22,498.69
减：所得税	2,105.58	3,281.80	4,320.92	5,579.68
六、净利润	6,394.38	9,951.27	13,102.14	16,919.02
减：少数股东损益	236.91	368.20	484.78	626.00
归属于母公司所有者的净利润	6,157.47	9,583.07	12,617.36	16,293.01
七、每股收益：	1.62	2.52	3.32	4.29
净利润增长率(%)	40.09	55.63	31.66	29.13

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。