东兴证券
DONGXING SECURITIES

2012 年 8 月 30 日

强烈推荐/维持

五粮液 | 财报点评

白酒帝国有头有腰 超预期增长或可持续

——五粮液（000858）2012 年三季报点评

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com 电话：010-66554017	执业证书编号：S1480510120001
联系人：李德宝	电话：010-66554063	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件：

10 月 30 日公司发布三季报业绩：1-9 月份营业收入 211.27 亿元，同比增长 35%，净利润 78.02 亿元，同比增长 61.92%，EPS2.0553 元，其中 7-9 月份单季度营业收入 60.77 亿元，净利润为 27.56 亿元，分别同比增长 20.24%和 89.31%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	6245	4350	5054	4702	8231	6819	6077
增长率（%）	39.0%	41.1%	29.7%	15.5%	31.8%	56.8%	20.2%
毛利率（%）	65.8%	66.6%	65.8%	66.5%	69.4%	59.9%	79.9%
期间费用率（%）	12.7%	18.2%	18.1%	17.9%	10.6%	12.7%	10.8%
营业利润率（%）	45.6%	40.4%	39.6%	40.2%	50.9%	40.2%	61.9%
净利润（百万元）	2161	1329	1510	1393	3167	2075	2872
增长率（%）	37.0%	73.7%	27.0%	35.3%	46.5%	56.1%	90.2%
每股盈利（季度，元）	0.55	0.34	0.38	0.35	0.80	0.53	0.73
资产负债率（%）	33.7%	36.1%	33.3%	36.5%	31.6%	32.6%	29.3%
净资产收益率（%）	10.5%	6.4%	6.8%	5.9%	11.9%	7.8%	9.7%
总资产收益率（%）	7.0%	4.1%	4.5%	3.8%	8.1%	5.2%	6.9%

评论：

积极因素：

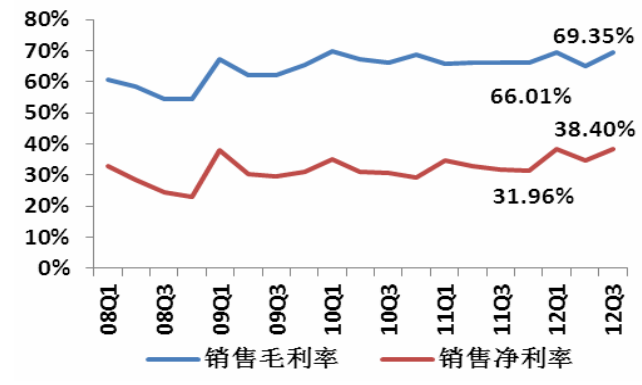
- **有头有腰完整金字塔产品品牌结构且均有强劲表现，是公司业绩超预期增长的核心支撑与主要驱动力。**公司高端白酒品牌“五粮液”作为浓香酒第一品牌，成为无可争议的浓香酒高端消费第一选择，好比公司产品体系中“高昂的头”；而源于浓香酒特定的分段摘酒工艺所必然延伸出的次高端各个品牌——五粮春、五粮醇、尖庄等，犹如公司“丰盈的四肢与躯干”，整体形成一个有头有腰的完整金字塔型产品体系。在三公消费政策限制高端酒消费及经济降速大背景下，五粮液系列酒的出厂价、批发价和终端价均属于国内高端酒的下沿，成为不少高端酒消费者的必然选择；而消费升级及诸多爱好者的忠诚，则为次高端品牌发力增长奠定坚实基础。如2012年1-6月份公司中价酒收入增速达到106.04%，1-9月份依然延续了之前的高增长。换句话说，公司有头有腰、有头领航、有腰部发力，具备强劲的政策、市场等多种风险抵御能力，这弥补了公司在整个白酒行业品牌高度位居第二的不足。这正是我们多年以来一直提

醒投资者重点关注的重要方面。

- **提价等成为促成公司业绩超预期增长的直接原因**。今年在总体高端酒销售下滑，尤其是两节出现“旺季不旺”的环境下，公司销售收入能实现35%的增长出乎预料。**公司超预期增长主要来自：一是提价。**2011年9 月10 日起上调普通五粮液出厂价近30%，2012年7月16日起上调52度五粮液团购价20元至709元/瓶（2012年团购占比有望达到20%），新进经销商出厂价上调40元至699元/瓶(老经销商维持原出厂价659元/瓶)；**二是去年可比基数不高。**由于去年9月份提价前公司有意控量，因此使得去年前三季度收入仅增长36%，因此2012年前三季度增长的基数被拉低；**三是预收款确认。**截至9月30日，预收款剩余65.11亿元，环比年初的90.47亿元减少25.36亿元或28.03%，减少的预收款项占前三季度收入的12%，预收款的确认为收入贡献了一部分增量；**四是新增经销商带来部分增量。**

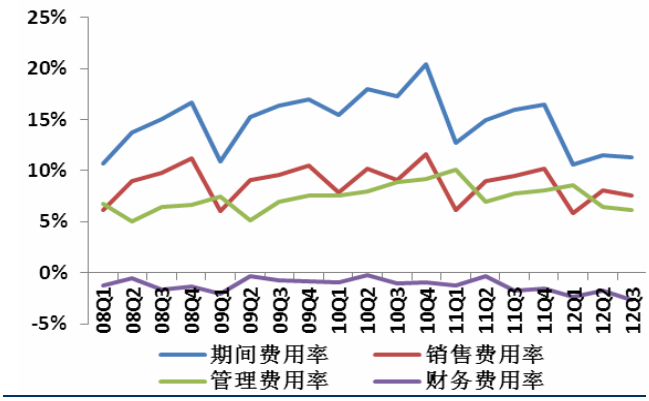
- **毛利率和净利率的大幅提升显示公司盈利能力增强。**前三季度公司毛利率提升3.34个百分点至69.35%，净利率提升6.44个百分点至38.4%，第三季度公司净利率更是达到了创历史新高的47.27%，提升了18.38个百分点。利润水平的大幅提升直接促进了净利润的高增长。前三季度期间费用率下降了4.66个百分点至11.33%，直接推高了公司的利润水平。

图 1：2008Q1-2012Q3 年公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

图 2：2008Q1-2012Q3 年公司三项费用率变动情况



资料来源：东兴证券研究所

消极因素：

- **第三季度收入增速环比放缓。**从单季的收入增速来看，公司第三季度增速为20.24%，低于第一和第二季度的31.80%和56.76%。

业务展望：

- **公司今年开始将逐步实施历史上最彻底的营销体制变革，一旦顺利推进，则公司系列产品销售与市场格局则有望进入新时空。**公司将在华东营销中心基础上成立华北和西南营销中心以及上海、北京、成都营销子公司，假如实施到位，则会根本变革传统营销体制，比较彻底解决市场终端销售和服务不及时和不到位问题，在快速反应、市场协调、精细化服务、激励机制、团队建设等方面实现重大突破，公司的销售体制将更接近市场运作，公司中端以及中价位产品的市场占有率将会得到大幅提升。

- **公司治理结构取得重大突破，利益协调机制正在完善。**近期大股东五粮液集团公司获得实际控股股东宜宾市国资委20.07%股权，可继续理解为一个构建了各方利益平衡格局的重大举措；并且公司以公告将有

偿受让集团下的宜宾五粮春酒业、宜宾五粮醇酒业、宜宾五粮神酒业、宜宾尖庄酒业的股权，表明公司与集团公司之间将实现分业经营措施正在逐步实施到位，集团公司今后将在非酒业方面实施多元化战略，酒业基本划归公司经营，因此，公司未来主业会更加突出和集中，做大做强酒业更会获得各方面的大力支持；以新任董事长刘中国为核心的新班子将在新的平台上展现出对白酒行业的高瞻远瞩和重大机遇把握能力。

- **公司十二五、十三五规划值得关注，十二五总目标是完成白酒销售500亿元+兼并收购100亿元合计600亿元销售收入，十三五计划完成1000亿元。**公司计划到2015年商品酒销量达到25万吨-30万吨，收入600亿以上规模（集团总收入规划1000亿元）；到“十三五”末争取达到1000亿收入规模。公司“十二五”末600亿元收入规模可分解为：**首先白酒销售500亿元+兼并收购100亿元=600亿元。**2011年公司收入为203.5亿元，如果每年复合增长率达到25%以上，到2015年白酒销售便可完成500亿元收入。每年复合增长25%，对公司来讲，难度不大，本次中报披露拟投资50亿元进行技术改造扩建年产10万吨（浓香型）酿酒车间及配套项目，将在产能方面提供进一步支持。可以预期，公司2015年完成500亿元酒类收入概率较大。兼并收购方面，宜宾市委及企业领导已完成大规模考察，力争今年有所突破。**其次是区域销售深化。**树立10个重点省份、直辖市，平均收入规模达到30个亿，总量达到300亿；建立3个大本营，平均收入40亿，总量120亿；20个区域市场，平均收入10个亿，总量达到200亿。覆盖30%的团购市场，团购占比提升到25%。**第三现有品牌产品实现收入30%以上的复合增长率：**突破系列酒，10亿以上战略品牌2个，5亿以上5个，1亿以上10个，常规品牌20个，并且到2015年五粮液一级酒销量达到2.5-3万吨。

盈利预测与投资建议：

公司未来将成为国内惟一浓酱兼皆有、高中低端产品十分丰富、风险抵御与成长兼具的企业。随着集团公司与股份公司股权结构逐渐清晰化，内部治理结构将实质性迈上新台阶；公司已经着手进行营销体制改革和产品线的梳理、进一步提升激励水平以及开展区域兼并收购，力争在 2015 年达到 600 亿元的收入规模，因此我们认为公司已成为白酒行业最具“两高一低”（高成长性、高确定性和低估值）的投资标的。预计公司 12-14 年 EPS2.46 元、3.54 元以及 5.09 元，12 年对应的 PE 不到 14 倍，估值优势明显。12 年目标价 55 元，提升空间超 63%，继续强烈推荐。

风险提示：

假如三公消费有关政策明确出台细则，明确宣布五粮液为公款限制性消费品种，则会较大影响公司业绩。

表 1：2010-1014 年公司盈利预测

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,541.30	20,350.59	27,066.29	33,832.86	42,291.08
(+/-)	39.64%	30.95%	33.00%	25.00%	25.00%
经营利润（EBIT）	6,094.75	8,496.94	12996.07	18356.95	25240.81
(+/-)	32.88%	39.41%	52.95%	41.25%	37.50%
净利润	4,395.36	6,157.47	9354.98	13447.78	19331.19
(+/-)	35.46%	40.09%	51.93%	43.75%	43.75%
每股净收益（元）	1.16	1.62	2.46	3.54	5.09
市盈率（倍）	29.50	21.06	13.86	9.64	6.71

资料来源：东兴证券研究所

表 2：公司主要经营项目变动情况

项目	变动幅度（%）	原因分析
应收账款	84.51	主要系本期下属子公司待结算货款增加所致。
其他应收款	188.92	主要系增加在建工程周转资金。
递延所得税资产	917.39	主要系工效挂钩工资计提所致
应付账款	44.91	主要系下属子公司应付材料采购款。
其他应付款	32.07	主要系经销商保证金增加所致。
应付职工薪酬	47.27	主要系按工效挂钩政策规定计提新增效益工资。
营业收入	35	主要系公司产品销量增加、上年产品提价在本年度体现引起。
营业利润	61.89	主要系营业收入增加以及公司产品毛利率提高所致。
净利润	61.92	主要系收入增加抵减成本费用后的收益增长所致。
应收利息	37.49	主要系货币资金增加引起存款利息增加。
财务费用	45.27	主要系资金存款的利息收入和贴息收入所致。

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：　　相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：　　相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：　　相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。