

2012年11月1日

## 五粮液三季报点评

评级：增持

公司事件点评

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

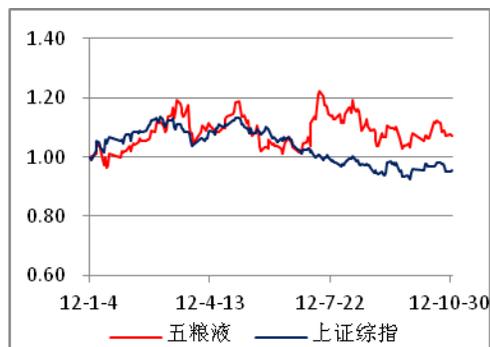
研究员：王学谦

电话：010-83121966

Email: wangxq@tpyzq.com.cn

执业证书编号：S1190511120001

走势比较



### 相关报告

### 事件：五粮液公布 2012 年三季报

- ◆ 前三季度，五粮液实现营业收入 211.27 亿元，同比增长 35%；营业利润 106.96 亿元，同比增长 61.89%；利润总额 107.15 亿元，同比增长 61.92%；归属上市公司股东的净利润 78.02 亿元，同比增长 61.92%；基本每股收益 2.055 元，同比增长 61.94%；加权平均净资产收益率 9.98%，同比提高 1.92 个百分点。
- ◆ 前三季度，五粮液总体毛利率 69.35%，同比提高 3.34 个百分点；净利率 38.4%，同比提高 6.45 个百分点；销售费用率 7.6%，同比下降 1.86 个百分点；管理费用率 6.67%，同比下降 1.36 个百分点。
- ◆ 五粮液近期正在酝酿比较大的内部改革。五粮液管理层认为目前的管理和营销体系不足以支撑公司完成十二五规划目标，需要进行深入的改革。相关的准备工作已经基本完成。对于营销体系而言，这次改革将使五粮液的渠道体系更贴近市场和客户，提高对市场变化的反应速度。
- ◆ 目前五粮液对产品线和营销体系的调整正在逐步显示出效果，随着内部改革的开始，其管理和营销体系的效率有望大幅度提升，其业绩有望保持继续增长。维持对五粮液的“增持”评级。
- ◆ 风险提示：五粮液的利润主要来源于中高档产品，中高档白酒消费受经济环境影响较大，而且市场竞争激烈，对于其风险应予以充分关注。

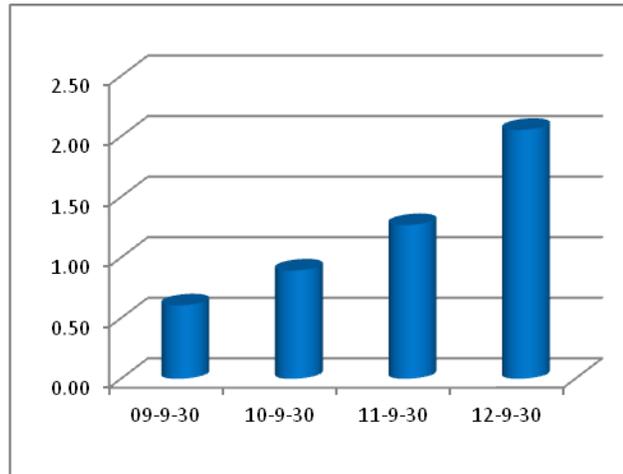
图 1、相对估值水平溢价变动情况



资料来源：太平洋研究院整理

图 2、EPS 变动

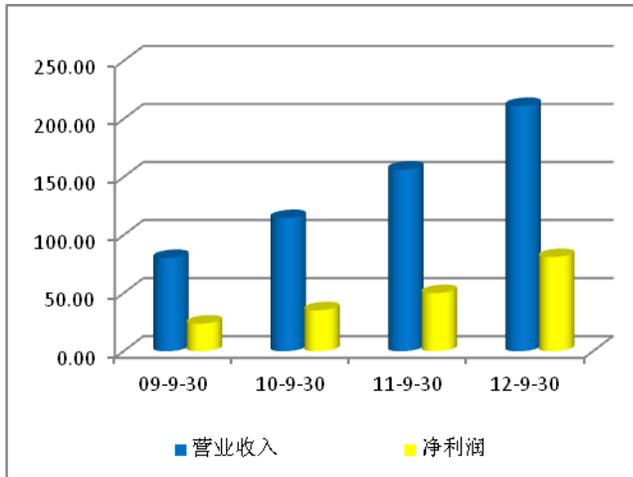
单位：元



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

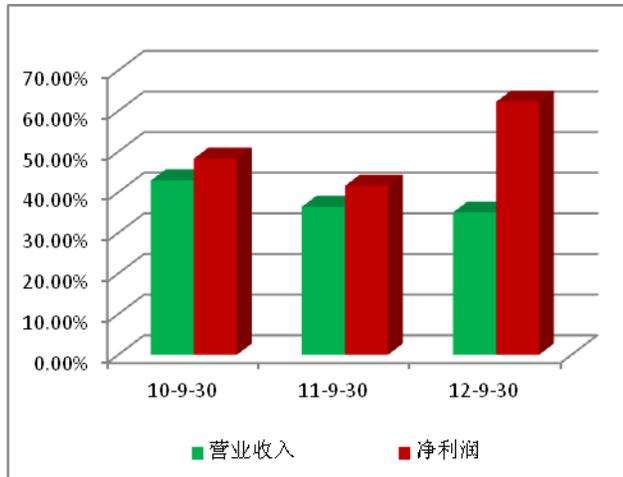
图 3、营业收入及净利润变动

单位：亿元



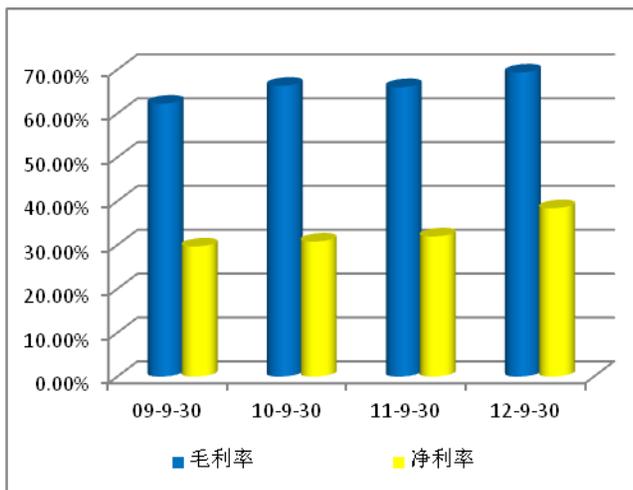
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 4、营业收入及净利润同比增长率



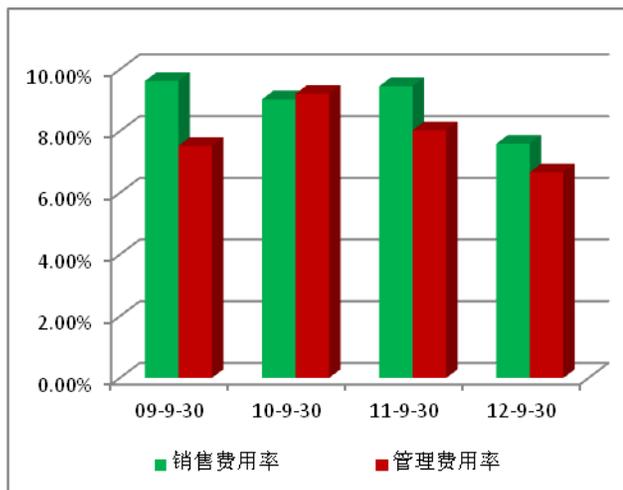
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 5、毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 6、销售费用、管理费用水平变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**利润表**
**资产负债表**

项目 (百万元)	2010A	2011A	2012E	项目 (百万元)	2010A	2011A	2012E
一、营业总收入	15,541	20,351	29,366	货币资金	14,134	21,551	34,002
减：营业成本	4,863	6,895	8,545	应收票据	2,181	1,939	2,349
营业税金及附加	1,392	1,602	2,305	应收账款	89	76	73
销售费用	1,803	2,070	2,643	预付账款	328	255	235
管理费用	1,562	1,751	2,056	其他应收款	38	43	59
财务费用	(192)	(477)	(100)	存货	4,515	5,537	6,836
资产减值损失	15	12	0	其他流动资产	0	0	0
加：投资收益	3	2	(4)	<b>流动资产合计</b>	<b>21,370</b>	<b>29,713</b>	<b>43,554</b>
二、营业利润	6,095	8,497	13,913	长期股权投资	33	131	131
加：营业外收支净额	(25)	3	20	固定资产	6,373	5,905	5,990
三、利润总额	6,070	8,500	13,933	在建工程	515	787	387
减：所得税费用	1,508	2,106	3,483	无形资产	300	297	292
四、净利润	4,562	6,394	10,449	其他非流动资产	0	0	0
归属于母公司的利润	4,395	6,157	10,084	<b>非流动资产合计</b>	<b>7,304</b>	<b>7,193</b>	<b>6,800</b>
五、基本每股收益 (元)	1.16	1.62	2.66	<b>资产总计</b>	<b>28,674</b>	<b>36,906</b>	<b>50,354</b>

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2010A	2011A	2012E
<b>EV/EBITDA</b>	/	/	-1.30
<b>成长能力:</b>			
营业收入同比	39.6%	30.9%	44.3%
营业利润同比	32.9%	39.4%	63.7%
净利润同比	31.6%	40.2%	63.4%
<b>营运能力:</b>			
存货周转率	3.89	4.05	4.75
总资产周转率	0.63	0.62	0.67
<b>盈利能力与收益质量:</b>			
毛利率	68.7%	66.1%	70.9%
净利率	28.3%	30.3%	34.3%
总资产净利率 ROA	18.4%	19.5%	24.0%
净资产收益率 ROE	27.7%	30.6%	36.4%
<b>资本结构与偿债能力:</b>			
流动比率	2.08	2.22	2.80
资产负债率	35.9%	36.5%	31.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%
<b>每股指标:</b>			
每股收益	1.16	1.62	2.66
每股经营现金流量	0.00	0.00	3.25
每股净资产	0.00	0.00	8.93

短期借款	0	0	0
应付票据			
应付账款	155	235	299
预收账款	7,108	9,047	11,536
其他应付款	689	802	1,000
应交税费	1,582	2,087	2,700
其他流动负债	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>10,288</b>	<b>13,409</b>	<b>15,535</b>
长期借款	0	0	0
其他非流动负债	16	47	67
<b>非流动负债合计</b>	<b>16</b>	<b>47</b>	<b>67</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,307</b>	<b>13,459</b>	<b>15,603</b>
股本	3,796	3,796	3,796
资本公积	953	953	953
留存收益	13,352	18,371	28,454
少数股东权益	265	327	693
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,366</b>	<b>23,447</b>	<b>33,896</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>28,674</b>	<b>36,906</b>	<b>49,499</b>

**现金流量表**

项目 (百万元)	2010A	2011A	2011E
经营活动现金流量	7,703	9,533	12,335
投资活动现金流量	(464)	(613)	(4)
筹资活动现金流量	(648)	(1,503)	120
现金及等价物净增加	6,591	7,416	12,451

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

## 太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

### 重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。