

五粮液 (000858)

3Q12高档酒加速，毛利率大幅提升

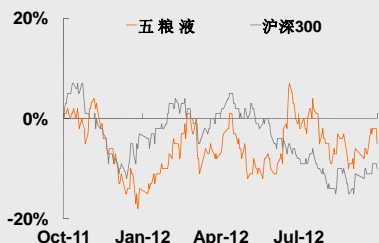
强烈推荐 (维持)

现价: 33.69 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)	1295.18
流通 A 股市值(亿元)	1295.03
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	32.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001
0755-2262571
tangweiliang978@pasc.com.cn

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

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

证券投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

投资要点

事项: 1-3Q12 五粮液营收、净利分别增 35.0%、61.9%，3Q12 营收、净利分别增 20.2%、89.3%。

平安观点:

- **3Q12 五粮液营收仅增 20.2%，低于茅台和老窖。**我们判断 3Q 营收增速放缓主要因为中低档酒收入增速放缓，高档酒增速环比上半年加快。根据 3Q12 毛利率变化情况推断，3Q 高档酒收入增速超过 50%，中低档酒收入出现下滑。
- **3Q12 高档酒收入增速较快的原因:** (1) 2011 年 9 月五粮液酒提价 29% 的效果在 3Q12 完全体现; (2) 我们估计公司 3Q12 加大了五粮液酒的出货量，3Q12 预收款环比下降了 9.7 亿，有经销商反映 8 月份公司一次性打了 4 批货，三季报也印证了我们节前调研的判断，三季度五粮液酒销售情况正常，短期缺货是因为生产环节问题。(3) 团购价提升对高档酒营收增长有一定贡献，7 月和 8 月五粮液酒团购价分别上调 20 元至 729 元、提升了 6%。(4) 五粮液 2012 年 7 月提高了新进入经销商出厂价至 699 元，我们判断 3Q12 新经销商数量可能出现一定幅度的增长。
- **3Q12 中低档酒收入下滑。**2012 年 5 月五粮液中低档酒提价 10% 左右，我们估计 2Q12 经销商大量进货、中低档酒放量增长，2Q12 毛利率仅为 60.0%，3Q12 经销商则放缓了中低档酒的进货速度。
- **五粮液 3Q12 净利大幅超越市场预期，同比增 89.3%，**主要有两个原因: (1) 高档酒收入占比提升，中低档酒提价毛利率上升，3Q12 毛利率大幅上升 14.1% 至 79.9%。(2) 三项费用率同比大幅下降 7.3% 至 10.8%。
- **短期内渠道仍面临一定的压力，一批价处于低位徘徊，团购市场的快速发展，可能导致公司实际销售好于投资者草根调研情况。**现阶段五粮液一批价在 680-730 元/瓶。年初至今，包括我们在内的众多投资者草根调研获得的销售情况，与五粮液报表业绩存在着巨大的差异，原因可能在于五粮液团购市场的拓展，我们判断五粮液酒团购的比重达到了 30%。团购业务严重挤压了传统渠道的空间，导致传统经销商普遍感受产品销售难度加大，因此五粮液产品真实销售情况可能好于投资者做的草根调研。
- **预计公司 2012-2013 年实现每股收益 2.53 元、3.12 元，**同比增长 56%、23%，对应 PE 分别为 13.3、10.8 倍，维持“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示。**公司 4 季度是否会调控业绩不好把握。

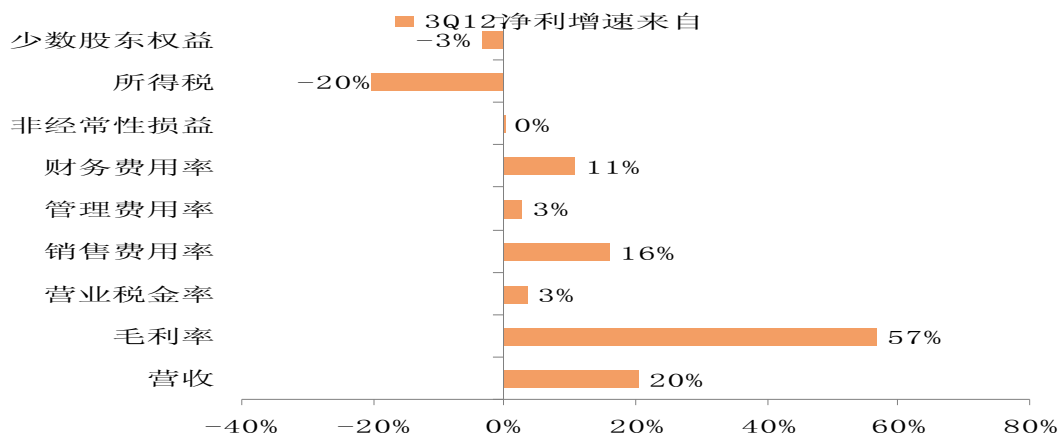
	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15,541	20,351	27,969	34,315	40,499
YoY(%)	39.6	30.9	37.4	22.7	18.0
净利润(百万元)	4,395	6,157	9,613	11,826	14,310
YoY(%)	35.5	40.1	56.1	23.0	21.0
毛利率(%)	68.7	66.1	68.7	68.7	69.5
净利率(%)	28.3	30.3	34.4	34.5	35.3
ROE(%)	24.3	26.6	31.2	29.0	27.1
EPS(摊薄/元)	1.16	1.62	2.53	3.12	3.77
P/E(倍)	29.1	20.8	13.3	10.8	8.9
P/B(倍)	7.1	5.5	4.1	3.1	2.4

图表 1 三季报快读：3Q12营收增速仅增20.2%，毛利率大幅上升14.1%至79.9%

	3Q11	3Q12	QoQ	1-3Q11	1-3Q12	HoH	
营业收入	5,054	6,077	20.2%	15,649	21,127	35.0%	3Q12 营收增速仅增 20.2%，低于茅台和老窖。我们判断增速放缓主要因为中低档酒收入增速放缓，高档酒增速环比上半年加快。
营业成本	1,729	1,223	-29.3%	5,319	6,476	21.7%	
毛利率	65.8%	79.9%	14.1%	66.0%	69.3%	3.3%	3Q12 毛利率大幅上升 14.1%至 79.9%。
毛利	3,324	4,854	46.0%	10,330	14,651	41.8%	
营业税金及附加	402	432	7.5%	1,221	1,558	27.6%	
销售费用	525	390	-25.8%	1,480	1,605	8.4%	
管理费用	439	486	10.8%	1,257	1,409	12.1%	三项费用率同比大幅下降 7.3%至 10.8%。
财务费用	-47	-220	-364.0%	-235	-620	-163.9%	
资产减值损失	-0	0	100.0%	-7	0	100.0%	
公允价值变动收益	-3	2	168.4%	-3	0	100.0%	
投资收益	0	0	-55.7%	-4	-1	75.9%	
营业利润	2,003	3,764	87.9%	6,607	10,696	61.9%	
营业利润率	39.6%	61.9%	22.3%	42.2%	50.6%	8.4%	
营业外收入	20	12	-39.7%	41	40	-3.2%	
营业外支出	27	16	-40.8%	30	20	-32.5%	
利润总额	1,997	3,761	88.3%	6,618	10,715	61.9%	
所得税	487	889	82.7%	1,616	2,601	60.9%	
所得税率	24.3%	23.6%	-0.7%	24.4%	24.3%	-0.1%	
少数股东损益	55	117	112.6%	183	312	70.3%	
归属于母公司净利润	1,456	2,756	89.3%	4,818	7,802	61.9%	五粮液 3Q12 净利大幅超越市场预期，同比增 89.3%。
净利率	29.9%	47.3%	17.4%	32.0%	36.9%	5.0%	
EPS	0.38	0.73	89.3%	1.27	2.06	61.9%	

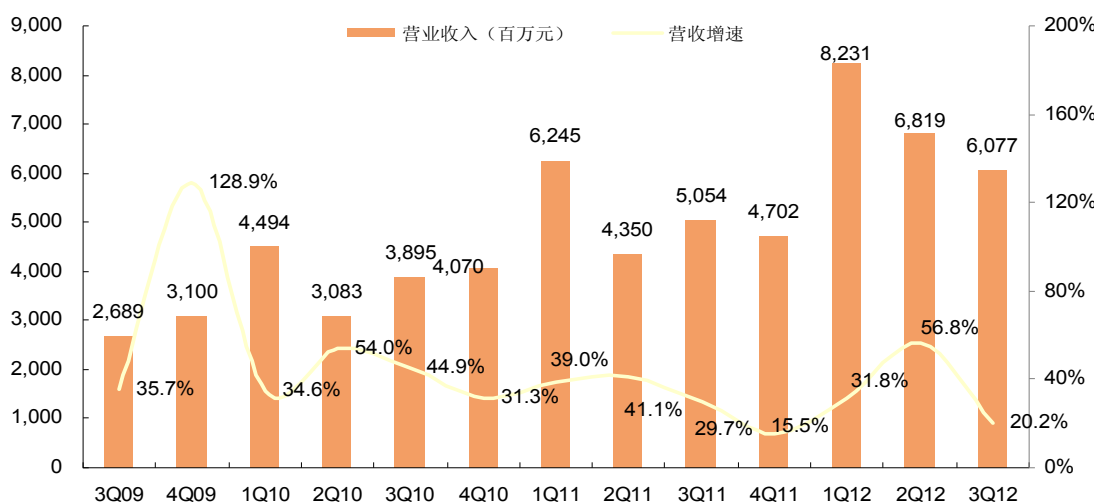
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q12五粮液净利大幅增长主要来自于毛利率提高、三项费用率下降、营收增长



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 3 3Q12五粮液营收增速不高，仅增20.2%



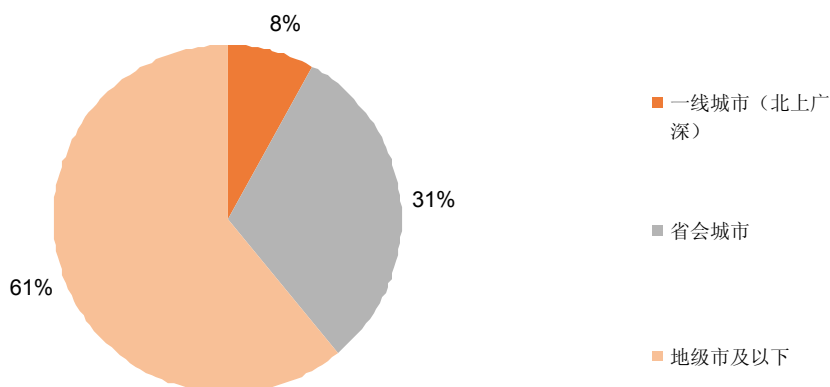
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 4 2012年7-8月四川白酒收入仅增17.0%，但利润总额增50.8%

	2012.4-6		2012.7-8		2012.1-8	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润
山西	41.0%	78.6%	23.1%	192.1%	27.6%	43.3%
四川	13.8%	53.4%	17.9%	50.8%	20.2%	37.0%
贵州	57.2%	70.7%	17.0%	17.0%	43.9%	47.4%
河北	23.4%	51.8%	23.2%	-58.7%	17.9%	-10.7%
江苏	31.4%	142.4%	18.2%	-90.0%	39.2%	63.5%
安徽	16.7%	15.6%	2.6%	-16.8%	17.6%	26.1%
新疆	31.2%	51.2%	47.4%	251.7%	32.7%	65.8%

资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 5 五粮液专卖店分布情况



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表 6 平安重点公司盈利预测及最近一月调整情况

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级	业绩预测最新调整 2012 年
	10 月 29 日	11A	12E	13E	11A	12E	13E		
泸州老窖	38.87	2.08	3.22	4.24	18.7	12.1	9.2	强烈推荐	↑(5%)10 月 18 日
五粮液	33.69	1.63	2.53	3.12	20.7	13.3	10.8	强烈推荐	↑(5%)10 月 14 日
贵州茅台	241.82	8.44	13.67	18.33	28.6	17.7	13.2	强烈推荐	
沱牌舍得	30.04	0.58	1.12	1.66	51.9	26.8	18.1	强烈推荐	
山西汾酒	44.29	0.90	1.57	2.38	49.1	28.1	18.6	强烈推荐	↑(3%)10 月 21 日
洋河股份	120.68	3.72	6.07	7.86	32.4	19.9	15.4	强烈推荐	↓(3%)10 月 27 日
古井贡酒	37.50	1.12	1.67	2.23	33.3	22.4	16.8	推荐	
酒鬼酒	54.93	0.59	2.00	2.86	92.7	27.5	19.2	推荐	
张裕A	44.00	2.78	2.49	2.77	15.8	17.7	15.9	强烈推荐	↓(17%)10 月 26 日
安琪酵母	16.84	0.91	0.86	1.01	18.6	19.6	16.7	推荐	↓(22%)10 月 25 日
双汇发展	58.82	1.23	2.73	3.40	47.8	21.5	17.3	强烈推荐	
大北农	20.71	0.63	0.85	1.10	32.9	24.4	18.8	强烈推荐	
伊利股份	20.84	0.95	0.95	1.21	21.9	21.9	17.2	推荐	
贝因美	20.98	1.03	1.15	1.27	20.4	18.2	16.5	推荐	
燕京啤酒	5.80	0.32	0.33	0.38	17.9	17.6	15.3	推荐	↓(18%)10 月 20 日
青岛啤酒	30.98	1.29	1.46	1.75	24.1	21.2	17.7	推荐	
黑牛食品	9.41	0.33	0.28	0.34	28.8	33.6	27.7	推荐	
汤臣倍健	56.99	0.85	1.39	2.06	66.9	41.0	27.7	推荐	
承德露露	14.82	0.48	0.56	0.67	30.8	26.3	22.3	推荐	
好想你	16.81	0.75	0.89	1.12	22.4	18.9	15.0	推荐	
均值					33.8	22.5	17.5		

资料来源: 平安证券研究所、Wind

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	20,351	27,969	34,315	40,499	净利润	6,394	9,983	12,282	14,861
YoY	30.9%	37.4%	22.7%	18.0%	折旧摊销	757	708	847	970
营业成本	6,895	8,744	10,756	12,339	营运资金投资	-2,611	546	668	1,186
毛利率	66.1%	68.7%	68.7%	69.5%	经营活动现金净流量	9,533	9,351	11,453	13,321
营业税金及附加	1,602	2,237	2,745	3,240	资本开支	-158	998	1,000	1,000
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-613	-684	-1,000	-1,000
销售费用	2,070	2,377	2,917	3,442	债务融资	0	0	0	0
管理费用	1,751	2,098	2,574	3,037	股权融资	0	0	0	0
财务费用	-477	-760	-1,019	-1,335	支付红利	-1,139	-1,898	-1,898	-2,278
投资净收益	2	0	0	0	融资活动现金净流量	-1,503	-1,068	-816	-881
营业利润	8,497	13,269	16,343	19,776	当年现金净流量	7,416	7,598	9,637	11,440
加: 营业外收入	57	50	0	0					
减: 营业外支出	54	35	0	0					
利润总额	8,500	13,284	16,343	19,776					
减: 所得税	2,106	3,301	4,061	4,914					
净利润	6,394	9,983	12,282	14,861					
减: 少数股东损益	237	370	456	551					
归属母公司所有者净利	6,157	9,613	11,826	14,310					
YoY	40.1%	56.1%	23.0%	21.0%					
销售净利润率	30.3%	34.4%	34.5%	35.3%					
EPS (当年股本)	1.62	2.53	3.12	3.77					
EPS (最新股本摊薄)	1.62	2.53	3.12	3.77					

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	21,551	29,149	38,786	50,226
应收款项	76	148	166	195
预付款项	254	297	434	566
存货	5,537	7,022	8,637	9,908
其他流动资产	2,253	3,412	3,985	4,641
流动资产合计	29,713	40,109	52,096	65,641
长期股权投资	131	131	131	131
固定资产	5,905	6,591	6,942	7,070
无形资产	297	297	297	297
其他非流动资产	859	460	264	166
非流动资产合计	7,193	7,480	7,634	7,665
资产总计	36,906	47,589	59,730	73,306
短期借款	0	0	0	0
应付款项	235	258	361	471
预收款项	9,047	11,187	12,010	12,150
应付股利	175	244	307	369
其他流动负债	13,175	15,801	17,454	18,336
流动负债合计	13,409	16,059	17,815	18,807
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	50	2	2	2
非流动负债合计	50	2	2	2
负债合计	13,459	16,060	17,817	18,809
归属母公司所有者权益	23,120	30,832	40,760	52,793
其中: 实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	327	697	1,153	1,704
股东权益合计	23,447	31,529	41,913	54,497
负债及股东权益总计	36,906	47,589	59,730	73,306

重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE	20.8	13.3	10.8	8.9
PEG	0.4	0.6	0.5	0.4
PB	5.5	4.1	3.1	2.4
P/S	6.3	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	12.1	8.1	6.6	5.5
股息收益率	1.3%	1.5%	1.8%	2.4%
经营回报率				
ROE	26.6%	31.2%	29.0%	27.1%
ROA	16.7%	20.2%	19.8%	19.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	36.5%	33.7%	29.8%	25.7%
速动比率	1.8	2.1	2.4	3.0
运营效率				
存货周转率	1.4	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7
固定资产周转率	3.3	4.5	5.1	5.8

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。客户并不能仅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