

报表保持高增长, 13年仍可期

买入 维持

目标价格: 43.00元

事件:

五粮液公布2012年业绩预增公告, 预计2012年归属于上市公司股东的净利润为95亿-98亿元, YoY 54%-59%, EPS约2.503元-2.582元, 我们的业绩预测正好处于其范围下限。

对此, 我们点评如下:

- **预计4Q收入增长36%, 提价贡献明显:** 我们预计全年收入在270-280亿之间, YoY约为35%; 4Q单季度收入约为64亿元, YoY 36%。公司去年9月提价30%在今年报表体现, 同时对5月后新招经销商提价6% (659元提至699元), 提价对全年业绩提升贡献较大;
- **高档酒仍是主要增长动力, 系列酒下半年增速放缓:** 预计高档酒收入全年YoY为37%, 下半年YoY约为36%, 考虑到提价因素, 下半年发货量有所放缓。全年五粮液销量约为1.6万吨, YoY 10%, 提价贡献约25%。系列酒上半年增长106%, 全年增速约为20-30%, 销售不均衡导致下半年增长放缓;
- **4Q净利润增长放缓, 或为抵御行业不景气增加费用投放:** 公司4Q净利润约为17-20亿, 净利率27-29%, YoY 27-49%, 相比前三个季度有所下降, 而高档酒占比并未下降(毛利率不会下降), 因此应为公司增加市场费用投放, 以抵御行业景气度下降带来的冲击;
- **今年2Q如果宏观经济开始好转, 13年30%增长仍可期待:** 公司在1218会议上提出营收增长30%的目标。综合调研信息, 我们判断1618将控量提价, 供货量将在3000吨基础上有所下调, 价格提高30%; 52°五粮液提价10%, 销量增加约10%, 收入约增长20%; 系列酒保守预计保持20-30%的增长。若2Q开始宏观经济见底导致消费回暖, 公司仍有可能完成全年30%的营收增长目标。
- **盈利预测、估值与投资建议:** 小幅下调2012年的收入、上调净利润。预计12-20年收入分别为274亿元、343亿元、414亿元, YoY 35%、25%和20%, 归属母公司的净利润分别为97亿元、117亿元、139亿元, YoY 57%、21%和19%, 对应EPS分别为2.54元、3.08元和3.67元, 维持12个月内目标价位43元, 维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	15541.30	20350.59	27,425	34,325	41,438
增长率(%)	39.64	30.95	34.8%	25.2%	20.7%
归母净利润(百万)	4395.36	6157.47	9,654	11,702	13,915
增长率(%)	35.46	40.09	56.8%	21.2%	18.9%
每股收益	1.16	1.62	2.543	3.083	3.666
市盈率	39.25	28.02	11.22	9.26	7.79

食品饮料行业

分析师:

苏青青 (S1180512060001)

电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理:

陈嵩昆

电话: 021-51782231

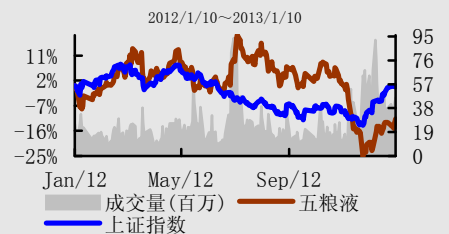
Email: chensongkun@hysec.com

刘洋

电话: 021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 食品饮料行业周报: 把握板块轮动下的旺季反弹行情
2013/1/4
- 汤臣倍健点评报告: 核心竞争力未改, 明年高增长可期
2012/12/23
- 食品饮料行业深度报告: 白酒估值见底, 存补涨行情
2012/12/17
- 食品饮料行业年度策略报告: 给点阳光就灿烂
2012/12/5
- 食品饮料行业周报: 估值下移到位, 成长股机会来临
2012/11/26

图 1: 三张财务报表分析摘要
财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20,351	27,425	34,325	41,438	货币资金	21551	31456	42418	53018
YOY	31%	35%	25%	21%	应收和预付款项	373	659	824	992
营业成本	6,895	8,677	10,833	13,083	存货	5537	7607	9498	11470
毛利	13455	18748	23492	28355	其他流动资产	296	1	1	1
% 营业收入	66%	68%	68%	68%	长期股权投资	131	131	131	131
营业税金及附加	1602	2024	2533	3058	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	7.4%	7.4%	7.4%	固定资产和在建工程	12319	13119	14119	15119
销售费用	2070	2468	3089	3937	无形资产和开发支出	297	271	248	228
% 营业收入	10.2%	9.0%	9.0%	9.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	1751	1783	2231	2693	资产总计	36906	49551	63337	76801
% 营业收入	8.6%	6.5%	6.5%	6.5%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-477	-735	-765	-889	应付和预收款项	13409	19124	24023	26996
% 营业收入	-2.3%	-2.7%	-2.2%	-2.1%	长期借款	0	0	1	3
资产减值损失	12	0	0	2	其他负债	48	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0	负债合计	13459	19124	24024	26999
投资收益	2	0	0	0	股本	3796	3796	3796	3796
营业利润	8497	13209	16403	19553	资本公积	953	953	953	953
% 营业收入	41.8%	48.2%	47.8%	47.2%	留存收益	18371	24950	33236	42976
营业外收支	3	20	0	0	归属母公司股东权益	23120	29700	37985	47725
利润总额	8500	13229	16403	19553	少数股东权益	327	727	1327	2077
% 营业收入	41.8%	48.2%	47.8%	47.2%	股东权益合计	23447	30427	39312	49802
所得税费用	2106	3175	4101	4888	负债和股东权益合计	36906	49551	63337	76801
净利润	6394	10054	12302	14665					
归属于母公司所有者的净利润	6157	9654	11702	13915					
少数股东损益	237	400	600	750					
现金流量表					财务指标				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	9533	36	282	427	毛利率	66%	68%	68%	68%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	16%	13%	13%	14%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	39%	45%	46%	45%
无形资产投资	-531	-740	-1010	-1010	EBITDA/销售收入	43%	49%	48%	47%
固定资产投资	0	-800	-1000	-1000	销售净利率	31%	37%	36%	35%
其他	0	46	0	0	ROE	27%	33%	31%	29%
投资活动现金流净额	-515	-741	-1010	-1010	ROA	17%	19%	18%	18%
债券融资	0	-48	1	2	ROIC	26%	31%	30%	28%
股权融资	0	-417	0	0	销售收入增长率	31%	35%	25%	21%
银行贷款增加(减少)	0	0	1	2	EBIT 增长率	36%	55%	25%	19%
筹资成本	-477	-735	-765	-889	EBITDA 增长率	31%	52%	24%	19%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	40%	57%	22%	19%
筹资活动现金流净额	-1503	-640	-2656	-3415	总资产增长率	29%	34%	28%	21%
现金净流量	7514	9905	10962	10600	股东权益增长率	24%	18%	30%	3%
					经营现金净流增长率	24%	18%	30%	3%
					流动比率	2.2	2.2	2.3	2.6
					速动比率	1.8	1.8	1.9	2.2
					应收账款周转天数	2.0	2.0	2.0	2.0

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。