

# 年报业绩超预期

五粮液 (000858) 2012 年年报点评

谨慎推荐 (维持)

风险评级: 一般风险

## 投资要点:

- ◆ **年报业绩超预期。**2012年实现营业收入272亿元,同比增长33.7%;实现归属于上市公司股东的净利润99.4亿元,同比增长61.4%;实现每股收益2.62元。利润分配预案:以公司总股本为基数,向全体股东每10股派发现金8元(含税)。2013年公司经营计划:力争实现收入15%左右的增长。年报业绩超过业绩快报95亿元-98亿元(54.28%-59.16%)上限1.4个百分点,也高于我们的预期。
- ◆ **毛利率上升,销售和管理费用率下降。**2012年公司酒类产品收入261亿元,同比增长41.4%,毛利率为72.89%,较去年同期提升1.44个百分点。同期销售费用率和管理费用率分别为8.31%、7.39%,较上年同期分别下降1.86、1.21个百分点。
- ◆ **品牌价值持续攀升。**五粮液品牌价值从1995年的31.56亿元增加到2012年的659.19亿元,连续18年稳居食品行业第一;五粮春、五粮醇分别以102.06亿元、76.02亿元的品牌价值位居中国最有价值品牌排行榜第32位和第41位。
- ◆ **公司面临的挑战与发展机遇。**挑战:1)市场变化增大,可能将对白酒行业的需求持续减弱,将会导致公司高价位产品销售难度进一步加大;2)高价位产品价格波动较大,将导致公司赢利能力减弱,对2013年实现经营目标带来巨大困难。机遇:公司具备诸多核心竞争能力和较强的资金实力优势,在面对挑战和行业“寒流”时,具有较强的抗风险能力,在行业发展和整合进程中具有更多的优势。
- ◆ **盈利预测与投资建议。**我们预计五粮液2013-2015年实现归属于上市公司净利润107.4亿元、122.1亿元、134.8亿元,同比增长8.1%,13.7%,10.4%;对应EPS为2.83元、3.22元、3.55元。维持“谨慎推荐”评级。风险提示:政府限制性消费加码,经济复苏低于预期,食品安全问题。

## 公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	27201.05	31765.38	36851.02	41778.00
同比%	33.66%	16.78%	16.01%	13.37%
归属母公司净利润(百万元)	9934.87	10740.76	12206.68	13476.46
同比%	61.35%	8.11%	13.65%	10.40%
毛利率%	70.53%	70.29%	70.00%	69.00%
ROE%	31.91%	27.32%	26.20%	25.23%
每股收益(元)	2.62	2.83	3.22	3.55
每股净资产(元)	8.21	10.36	12.29	14.07
市盈率(倍)	8.38	7.75	6.82	6.18
市净率(倍)	2.67	2.12	1.78	1.56

资料来源:东莞证券研究所, Wind 资讯

2013年4月2日

黄凡

SAC 执业证书编号:  
S0340511010003  
电话: 0769-22119416  
邮箱: hf@dgzq.com.cn

研究助理

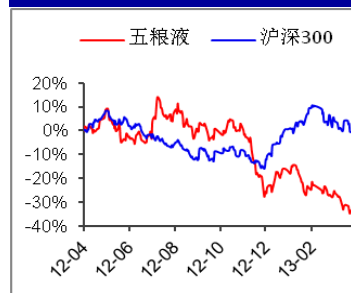
李一凡

电话: 13760277127  
邮箱: liyifan@dgzq.com.cn

## 主要数据 2013年4月1日

收盘价(元)	21.93
总市值(亿元)	832
总股本(百万股)	3796
流通股本(百万股)	3796
ROE (TTM)	31.91
12月最高价(元)	39.55
12月最低价(元)	21.51

## 股价走势



资料来源:东莞证券研究所, Wind 资讯

## 相关报告

## 1. 年报业绩超预期

2012 年实现营业收入 272.01 亿元，同比增长 33.66%；实现归属于上市公司股东的净利润 99.35 亿元，同比增长 61.35%；实现每股收益 2.62 元。利润分配预案：以公司总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金 8 元（含税）；不送红股，不以公积金转增股本。2013 年公司经营计划：力争实现收入 15%左右的增长。

2012 年实现归属于上市公司股东的净利润 99.35 亿元同比增长 61.35%，超过公司业绩快报 95 亿元-98 亿元（54.28%-59.16%）上限 1.4 个百分点，也高于我们的预期。12 年业绩完美收官，超额完成 12 年年初收入增速不低于 20%的增长目标。

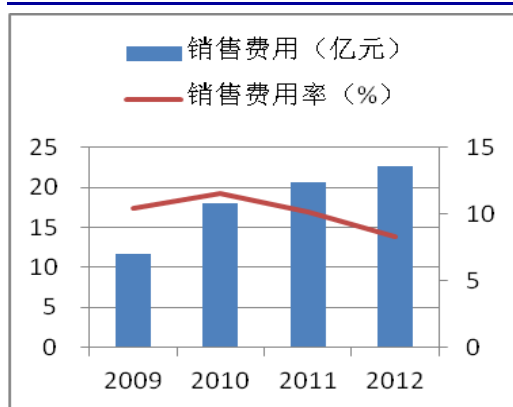
以商品酒为统计口径，2012 年公司酒类销售量 15.3 万吨，同比增长 14.84%；生产量 14.3 万吨，同比减少 1.4%；12 年末库存量 1.3 万吨，较上年同期大幅降低 43.96%。12 年公司库存量同比下降 43.96%，主要是销售结构变化、政策调整、产销两旺、加速存货周转、减少存货库存时间所致。

## 2. 毛利率上升，销售和管理费用率下降

2012 年公司酒类产品收入 261 亿元，同比增长 41.4%，毛利率为 72.89%，较去年同期提升 1.44 个百分点。在生产成本上升的趋势下，公司通过提高酒类产品价格以及酒类产品结构优化升级，带动毛利率上升。

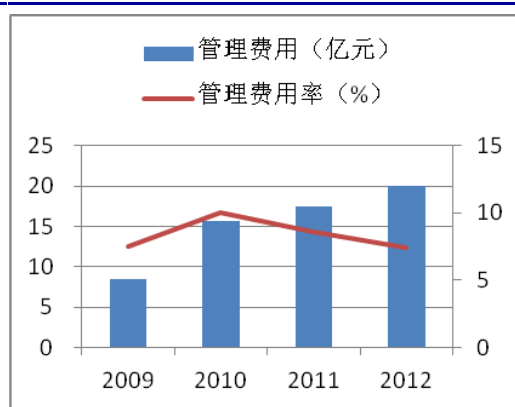
2012 年公司销售费用和管理费用分别为 22.59 亿元、20.09 亿元，同比增长 9.13%、14.77%。销售费用和管理费用增长主要是促销、广告、商标使用费及职工薪酬增加所致。在绝对数额缓慢提升的情况下，销售费用率和管理费用率均有所下降，12 年两项费用率分别为 8.31%、7.39%，较上年同期分别下滑 1.86、1.21 个百分点。

图 1：销售费用及销售费用率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：管理费用及管理费用率



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 3. 品牌价值持续攀升

2012 年，五粮液品牌价值持续攀升，在 R&F 睿富全球排行榜中国最有价值品牌评价中，五粮液品牌价值从 1995 年的 31.56 亿元增加到 2012 年的 659.19 亿元，再次蝉联“中国最有价值品牌榜”第三名，连续 18 年稳居食品行业第一；五粮春、五粮醇

分别以 102.06 亿元、76.02 亿元的品牌价值位居中国最有价值品牌排行榜第 32 位和第 41 位。

#### 4. 公司面临的挑战与发展机遇

公司面临的主要挑战和竞争：1)市场变化对白酒行业构成影响，高端白酒消费群体发生变化，需求减弱，价格回落；2)行业集中度低，厂家众多，区域性酒类企业生产经营手段灵活，地方保护严重；3)原辅材料价格、劳动力成本持续上涨，对生产成本构成较大压力；4)消费者消费习惯多元化，其他酒种挤压白酒市场；5)业外资本、国外资本直接或间接进入白酒行业，加剧了行业竞争并上升到国际化竞争的新层面。

公司具有的发展机遇：公司是行业内少有具备浓香、酱香、兼香、果酒产品大规模生产能力的企业，同时白酒产业是中国的民族工业，几千年的白酒文化传承及广大消费群体将会长期存在，公司具备诸多核心竞争能力和较强的资金实力优势，在面对挑战和行业“寒流”时，具有较强的抗风险能力，在行业发展和整合进程中具有更多的优势和机遇。

#### 5. 盈利预测与投资建议

我们预计五粮液 2013-2015 年实现收入 317.7 亿元、368.5 亿元、417.8 亿元，同比增长 16.78%，16.01%，13.37%；实现归属于上市公司净利润 107.4 亿元、122.1 亿元、134.8 亿元，同比增长 8.1%，13.7%，10.4%；对应 EPS 为 2.83 元、3.22 元、3.55 元。维持“谨慎推荐”评级。

#### 6. 风险提示

政府限制性消费加码，经济复苏低于预期，食品安全问题。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	27201.05	31765.38	36851.02	41778.00
营业总成本	13502.69	16903.39	19958.30	23125.46
营业成本	8015.72	9437.49	11055.31	12951.18
营业税金及附加	2005.70	2477.70	2874.38	3258.68
销售费用	2258.97	2700.06	3206.04	3718.24
管理费用	2009.18	2360.17	2738.03	3104.11
财务费用	-789.59	-75.18	-80.89	-89.11
资产减值损失	2.70	3.15	3.65	4.14
其他经营收益	3.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.77	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.01	0.00	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资收益	-0.40	0.00	0.00	0.00
营业利润	13702.14	14862.00	16892.72	18652.54
加 营业外收入	64.93	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	28.40	0.00	0.00	0.00

利润总额	<b>13738.67</b>	<b>14862.00</b>	<b>16892.72</b>	<b>18652.54</b>
减 所得税	3402.93	3715.50	4223.18	4663.13
净利润	<b>10335.73</b>	<b>11146.50</b>	<b>12669.54</b>	<b>13989.40</b>
减 少数股东损益	400.86	405.73	462.86	512.94
归属于母公司净利润	9934.87	10740.76	12206.68	13476.46
最新总股本(万股)	<b>3795.97</b>	<b>3795.97</b>	<b>3795.97</b>	<b>3795.97</b>
基本每股收益(元)	2.62	2.83	3.22	3.55
市盈率(倍)	8.38	7.75	6.82	6.18

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼  
邮政编码：523000  
电话：(0769) 2211943  
传真：(0769) 22119430  
网址：www.dgzq.com.cn