

五粮液 (000858)

高端酒动销困难、一批价继续回落

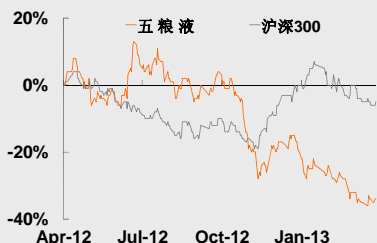
推荐 (维持)

现价: 22.12 元

主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾市国资营/36.00%
实际控制人/持股	宜宾市国资委/56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,795
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	859.41
流通 A 股市值(亿元)	859.30
每股净资产(元)	8.21
资产负债率(%)	30.3

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: S1060511010014
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060512040003
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: 1Q13 五粮液营收 86.8 亿、净利 36.3 亿, 分别增 5.4%、18.9%, 营收增速低于我们预期, 净利增速高于我们和市场的预期。

平安观点:

- **1Q13 净利增 18.9%, 高于收入增速, 主要由毛利率同比大幅提升 7.2% 至 76.6% 所贡献。** 毛利率提升的原因: (1) 产品均价提升, 2011 年五粮液酒提价 29% 的效果在 1Q12 尚未完全体现, 2012 年 5 月中低档酒提价 10% 左右, 2012 年 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%。(2) 估计 1Q12 中低档酒增速较快, 1Q13 五粮液酒的收入占比高于 1Q12。考虑到 2Q12 基数较低, 预计 2Q13 公司毛利率还将大幅提升。
- **根据 1 季报和我们草根调研情况, 公司产品销售面临较大的压力, 预计 2Q13 净利增速可能大幅下降甚至出现负增长:** (1) 1Q13 五粮液营收增 5.4%, 低于贵州茅台 19% 的增速, 也低于年报中提出的 15% 的增长目标, 增速环比大幅降低, 2012 年和 4Q12 分别增 33.7% 和 29.2%。(2) 1Q13 预收款余额较 4Q12 降约 26 亿至 38.6 亿, 同比 1Q12 低约 39 亿、降幅 50%, 未来继续下调的空间减少。(3) 我们近期草根调研情况来看, 五粮液高价位产品动销仍然困难, 部分区域五粮液酒一批价已经回落至 580-600 元, 与我们 3 月下旬糖酒会调研的价格相比下降了 20-40 元, 新的市场支持政策下很多经销商 4 月仍不愿意打款。(4) 渠道面临的库存压力较大。2012 年五粮液酒实现销售 17.5 万、同比增长 19%, 超了多数投资者的预期, 估计渠道中积压了很多库存, 而 1Q13 开始五粮液酒的价格策略发生变化, 从保价到保量, 正常发货不控量, 可以允许价格持续下探, 但目前新的价格平衡点尚未出现。(5) 我们判断五粮液 2013 年将加大费用支持力度, 销售费用率将显著上升, 确保大部分经销商今年不赔钱, 公司已经在春季糖酒会上提出 1 季度的市场支持费用率 10-15%, 所有措施在 2 季度执行计划时给予兑现, 实际上相当于出厂价变相降至 630-660 元。
- 我们维持此前业绩预测, 预计公司 2013-2015 年实现每股收益 2.75、3.02、3.31 元, 同比增长 5.0%、10.0%、9.4%, 对应 PE 分别为 8.0、7.3、6.7 倍。高价位产品动销困难将持续较长时间, 考虑到估值不高, 我们维持五粮液“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 渠道管控不到位、新的费用政策导致经销商继续压低价格出货。

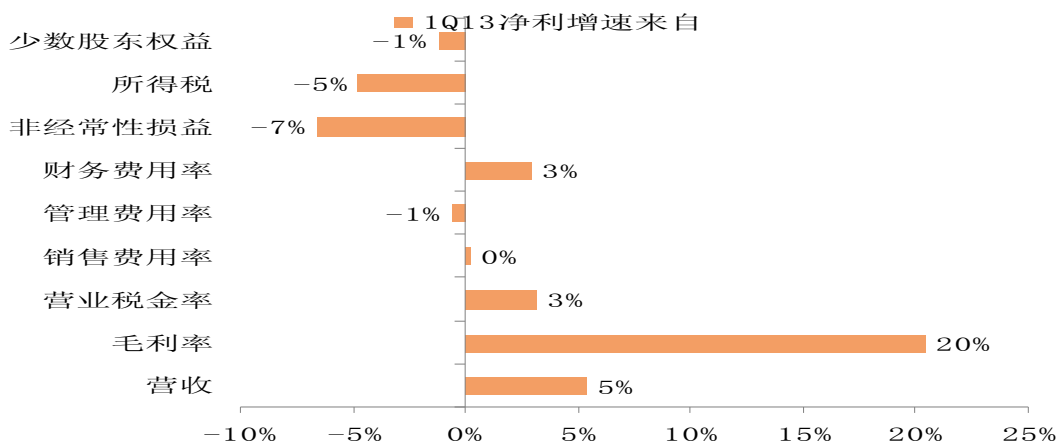
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	20,351	27,201	30,025	32,314	34,828
YoY(%)	30.9	33.7	10.4	7.6	7.8
净利润(百万元)	6,157	9,935	10,439	11,480	12,546
YoY(%)	40.1	61.3	5.1	10.0	9.3
毛利率(%)	66.1	70.5	68.9	69.1	69.3
净利率(%)	30.3	36.5	34.8	35.5	36.0
ROE(%)	26.6	31.9	25.1	22.4	20.4
EPS(摊薄/元)	1.62	2.62	2.75	3.02	3.31
P/E(倍)	13.6	8.5	8.0	7.3	6.7
P/B(倍)	3.6	2.7	2.0	1.6	1.4

图表 1 2013年1季报快读：收入增5.4%，净利增长18.9%

	1Q12	1Q13	QoQ	
营业收入	8,231	8,676	5.4%	1Q13 五粮液营收增 5.4%，低于贵州茅台 19%的增速，增速环比也大幅降低，2012 年和 4Q12 分别增 33.7%和 29.2%。
营业成本	2,520	2,033	-19.3%	
毛利率	69.4%	76.6%	7.2%	1Q13 毛利率同比大幅提升 7.2%至 76.6%。
毛利	5,711	6,643	16.3%	
营业税金及附加	649	587	-9.6%	1Q13 营业税金及附加占营收的比重同比下降 1.1 个百分点至 6.8%。
销售费用	483	504	4.4%	1Q13 销售费用率同比基本持平。
管理费用	532	578	8.6%	
财务费用	-142	-239	-67.7%	
资产减值损失	0	0	0.0%	
公允价值变动收益	-1		100.0%	
投资收益	-0	0	100.0%	
营业利润	4,188	5,211	24.4%	营业利润增速高于收入主要因为毛利率同比大幅上升。
营业利润率	50.9%	60.1%	9.2%	
营业外收入	13	16	25.1%	酒类销售公司支付发改委罚款
营业外支出	2	206	8879.5%	
利润总额	4,199	5,021	19.6%	
所得税	1,032	1,235	19.7%	
所得税率	24.6%	23.7%	-0.9%	
少数股东权益	117	159	36.7%	
归属于母公司净利润	3,050	3,627	18.9%	净利增速高于收入主要因为毛利率同比大幅上升。
净利率	37.1%	41.8%	4.7%	
EPS	0.80	0.96	18.9%	

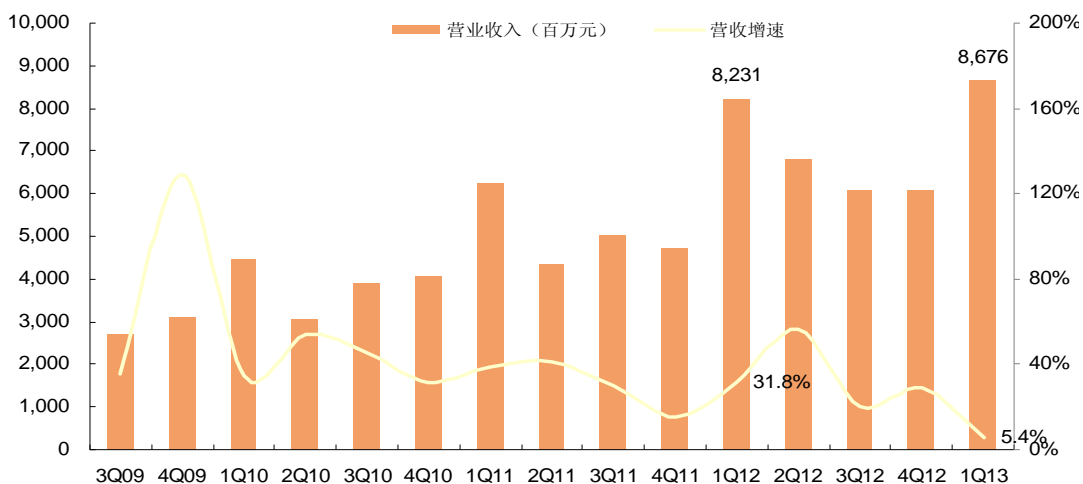
资料来源：平安证券研究所

图表 2 1Q13净利增长18.9%主要由毛利率上升、收入增长贡献



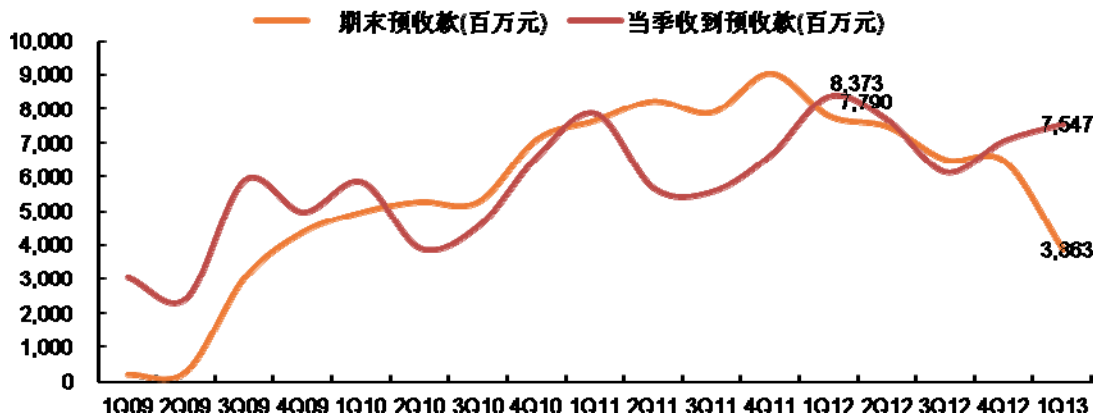
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 1Q13收入增5.4%，增速相对2012年、4Q12大幅放缓



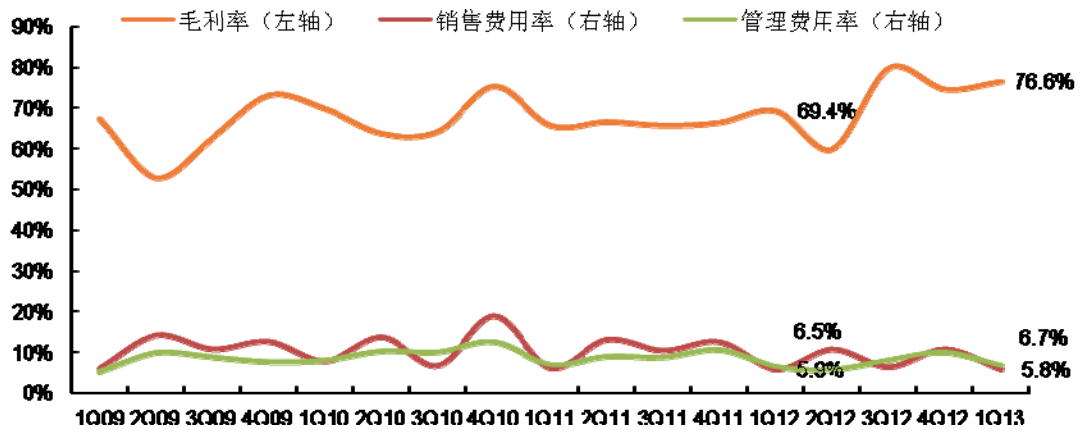
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 1Q13预收款余额较4Q12降约26亿至38.6亿，同比1Q12低约39亿、降幅50%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 1Q13毛利率同比上升7.2个百分点至76.6%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	4月22日	2012	2013	2014	2012	2013	2014	
泸州老窖	25.30	3.13	3.42	3.76	8.1	7.4	6.7	推荐
五粮液	22.12	2.62	2.75	3.02	8.4	8.0	7.3	推荐
贵州茅台	173.71	12.82	15.08	16.82	13.6	11.5	10.3	推荐
沱牌舍得	18.94	1.10	1.12	1.36	17.3	16.9	13.9	推荐
山西汾酒	28.24	1.53	1.97	2.43	18.4	14.3	11.6	推荐
洋河股份	61.07	5.73	7.00	8.52	10.7	8.7	7.2	强烈推荐
水井坊	14.43	0.69	0.62	0.51	20.9	23.4	28.3	中性
古井贡酒	25.38	1.44	1.64	1.94	17.6	15.5	13.1	推荐
酒鬼酒	22.12	1.51	0.74	0.87	14.6	30.1	25.4	中性
张裕 A	38.41	2.47	2.75	3.08	15.6	14.0	12.5	推荐
安琪酵母	16.13	0.74	0.85	1.05	21.9	19.0	15.4	推荐
双汇发展	81.58	2.62	3.67	4.55	31.1	22.2	17.9	强烈推荐
大北农	22.51	0.84	0.95	1.36	26.7	23.7	16.6	强烈推荐
伊利股份	30.89	0.97	1.23	1.57	31.8	25.1	19.7	推荐
贝因美	43.10	1.20	1.71	2.16	36.0	25.2	20.0	强烈推荐
燕京啤酒	5.85	0.33	0.38	0.43	17.7	15.4	13.6	中性
青岛啤酒	38.76	1.30	1.39	1.54	29.8	27.9	25.2	推荐
南方食品	14.10	0.10	0.33	0.58	135.6	42.7	24.3	强烈推荐
黑牛食品	8.56	0.18	0.20	0.24	48.7	42.8	35.7	中性
汤臣倍健	49.70	0.85	1.24	1.69	58.2	40.2	29.5	推荐
承德露露	21.70	0.55	0.80	0.96	39.2	27.1	22.7	推荐
好想你	16.05	0.68	0.72	0.89	23.6	22.3	18.0	推荐
均值					29.2	21.9	17.9	

资料来源：Wind、平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	27,201	30,025	32,314	34,828
YoY	33.7%	10.4%	7.6%	7.8%
营业成本	8,016	9,335	9,975	10,704
毛利率	70.5%	68.9%	69.1%	69.3%
营业税金及附加	2,006	2,252	2,424	2,612
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	2,259	3,002	3,231	3,483
管理费用	2,009	2,102	2,262	2,438
财务费用	-790	-1,106	-1,471	-1,778
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	13,702	14,436	15,894	17,369
加: 营业外收入	65	50	0	0
减: 营业外支出	28	35	0	0
利润总额	13,739	14,451	15,894	17,369
减: 所得税	3,403	3,591	3,950	4,316
净利润	10,336	10,860	11,944	13,053
减: 少数股东损益	401	422	464	507
归属母公司所有者净利润	9,935	10,439	11,480	12,546
YoY	61.3%	5.1%	10.0%	9.3%
销售净利润率	36.5%	34.8%	35.5%	36.0%
EPS (当年股本)	2.62	2.75	3.02	3.31
EPS (最新股本摊薄)	2.62	2.75	3.02	3.31

重要指标速览	2011A	2012E	2013E	2014E
估值				
PE	8.5	8.0	7.3	6.7
PEG	1.7	0.8	0.8	0.3
PB	2.7	2.0	1.6	1.4
P/S	3.1	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	4.1	4.0	3.7	3.4
股息收益率	2.0%	2.3%	2.7%	3.6%
经营回报率				
ROE	31.9%	25.1%	22.4%	20.4%
ROA	22.0%	17.4%	16.3%	15.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	30.3%	29.4%	25.5%	22.0%
速动比率	2.3	2.5	3.0	3.6
运营效率				
存货周转率	1.3	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.5
固定资产周转率	4.8	5.1	5.1	5.3

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	10,336	10,860	11,944	13,053
折旧摊销	706	729	884	1,020
营运资金投资	1,707	-2,301	554	1,072
经营活动现金净流量	8,750	12,970	10,765	11,207
资本开支	-281	998	1,000	1,000
投资活动现金净流量	-341	-561	-1,000	-1,000
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-1,898	0	-1,898	-2,278
融资活动现金净流量	-2,114	1,028	-364	-438
当年现金净流量	6,295	13,437	9,402	9,770

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	27,846	41,282	50,684	60,454
应收款项	81	111	112	120
预付款项	259	373	454	476
存货	6,680	7,777	8,310	8,918
其他流动资产	3,031	3,087	3,202	3,473
流动资产合计	37,922	52,678	62,808	73,489
长期股权投资	120	120	120	120
固定资产	5,497	6,197	6,527	6,614
无形资产	290	290	290	290
其他非流动资产	1,418	753	579	491
非流动资产合计	7,325	7,360	7,516	7,515
资产总计	45,248	60,038	70,324	81,004
短期借款	0	0	0	0
应付款项	731	429	529	548
预收款项	6,467	12,010	11,310	10,448
应付股利	323	244	307	369
其他流动负债	12,936	17,229	17,369	17,255
流动负债合计	13,667	17,658	17,897	17,803
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	60	2	2	2
非流动负债合计	60	2	2	2
负债合计	13,727	17,660	17,900	17,805
归属母公司所有者权益	31,157	41,592	51,175	61,443
其中: 实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	364	786	1,250	1,757
股东权益合计	31,521	42,378	52,424	63,200
负债及股东权益总计	45,248	60,038	70,324	81,004

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 2013 版权所有。保留一切权利。



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