

毛利率降低+费用率提升导致 Q3 净利润同比大幅减少 52.35%

五粮液 (000858) 2013 年三季度报点评

投资要点:

- ◇ **2013年三季度报归母净利润同比减少8.95%，低于预期。**公司2013年前三季度实现营业收入191.66亿元，同比减少9.28%；营业利润100.44亿元，同比减少6.09%；利润总额98.44亿元，同比减少8.12%；实现归属于上市公司股东的净利润71.04亿元，同比减少8.95%，中报业绩低于我们的预期。
- ◇ **毛利率降低+费用率提升导致Q3净利润同比大幅减少52.35%。**由于终端市场低迷，渠道库存较多，Q3经销商打款意愿较弱，造成Q3实现营业收入36.46亿元，同比大幅减少40%，预收款环比减少21亿元至13.1亿元。Q3毛利率同比下降6.28个百分点至73.59%，同期销售费用率增加3.38个百分点至9.79%，管理费用率提升3.95个百分点至11.95%。由于毛利率降低，销售和管理费用率提升使得三季度公司净利润同比减少幅度大于收入，Q3实现营业利润18.16亿元，同比减少51.75%；实现归属上市公司股东净利润13.13亿元，同比减少52.36%。三季度毛利率同比下降主要是因为中低档酒收入增速大幅快于高档酒收入增速所致。在高端酒增长乏力的情况下，公司积极发力中低端市场，于今年7月推出100-400元中价位战略性新品牌“五粮特曲、五粮头曲”。新品推出后，五粮液将依靠特曲、头曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄等中档、中低档产品密集腰部，跟随行业调整方向。我们认为随着公司大力布局中低档价位酒，高档酒价格上调无力，预计四季度公司毛利率将继续下滑。
- ◇ **盈利预测与投资建议。**考虑到公司向调整产品结构，短期内高档酒很难量价齐升，行业竞争加剧等因素，我们预计2013-2015年归属于上市公司净利润至110.17亿元、120.68亿元、134.14亿元，同比增长10.89%、9.54%、11.16%；对应EPS为2.9元、3.18元、3.53元，对应13年PE为6倍左右，下跌空间不大，维持“推荐”评级。
- ◇ **风险提示：**中档新品推广不力，三公限制政策再起，经济复苏低于预期。

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2013 年 10 月 28 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

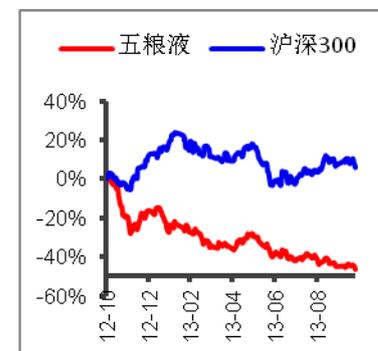
电话: 13760277127

邮箱: liyifan@dgzq.com.cn

主要数据 2013 年 10 月 25 日

收盘价(元)	17.47
总市值(亿元)	663
总股本(百万股)	3796
流通股本(百万股)	3796
ROE(TTM)	26.2%
12月最高价(元)	33.52
12月最低价(元)	17.40

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

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	29866.75	34457.27	39729.23
营业总成本	13502.69	14770.15	17821.07	21228.10
营业成本	8015.72	8422.42	9992.61	11918.77
营业税金及附加	2005.70	2090.67	2518.83	2904.21
销售费用	2258.97	2484.91	2928.87	3456.44
管理费用	2009.18	2210.14	2653.21	3178.34
财务费用	-789.59	-438.00	-272.44	-229.66
资产减值损失	2.70	0.00	0.00	0.00
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	15096.60	16636.20	18501.13
加 营业外收入	64.93	67.00	52.00	52.00
减 营业外支出	28.40	30.00	20.00	25.00
利润总额	13738.67	15133.60	16668.20	18528.13
减 所得税	3402.93	3738.00	4117.04	4576.45
净利润	10335.73	11395.60	12551.15	13951.68
减 少数股东损益	400.86	378.34	483.38	537.32
归属于母公司净利润	9934.87	11017.26	12067.77	13414.37
最新总股本(万股)	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97
基本每股收益(元)	2.62	2.90	3.18	3.53
市盈率(倍)	7.57	6.83	6.23	5.61

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