



渠道库存历史低位，批价预期反弹

——五粮液（000858）调研快报

2014年03月19日

推荐/维持

五粮液

调研快报

关注 1: 2013 年业绩下滑 19.8%

公司已经发布业绩快报，2013 年营业收入 247 亿元，同比下降 9.13%，四季度收入同比下降 8.62%，降幅环比三季度有显著好转。2013 年全年净利润 79.7 亿元，同比下降 19.8%，四季度净利润同比下降 59.27%，利润降幅环比三季度小幅扩大。2013 年业绩下降的主要原因是受打压三公消费影响，高端白酒价格下跌。2013 年 3 月后水晶瓶五粮液价格出现倒挂。目前 52 度五粮液的出厂价格为 729 元，一批出货价格只有 620 元。

关注 2: 渠道库存低位，春节旺季销售超预期

公司 2013 年控制了普五水晶瓶的出货量，旨在清理渠道库存。2013 年终端需求因为价格下跌，潜在需求得到有效释放，加速了渠道去库存的进程。

2014 年春节需求继续回暖，加上之前经销商对 2014 年春节备货持非常谨慎的态度，四季度没有打款备货，造成部分经销商出现断货情况，春节销售有超预期的情况出现。

总体看公司渠道库存水平处在低位，目前渠道库存只有前 4 年渠道库存量的约 50%。即便考虑到近几年高端白酒的持续提价，经销商渠道库存水平高的因素，我们认为五粮液的渠道库存已经在 2013 年触底。2014 年五粮液渠道库存将出现适度“饥渴”的状况，一批价格倒挂的状态将有效改善。

关注 3: 现金充裕，可做外延扩张

经历过白酒行业黄金 10 年，五粮液除了累积了大量的渠道资源外，产能和账面现金也是未来扩张动力。我们认为进入白酒行业调整的第二年，行业并购的机会将大量增加。五粮液对兼并收购一直持有积极态度，收购有两条线索：1) 与现有产业链相关，通过收购提升盈利能力；2) 与现有产业平行，通过收购可以扩张市场渠道。2013 年收购河北永不分裂的案例中还引入了和君咨询，保证了收购项目后期运营顺利。类似的案例还可能在今年被复制——收购同时引入民营资本，做体制改革。

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090001

徐昊

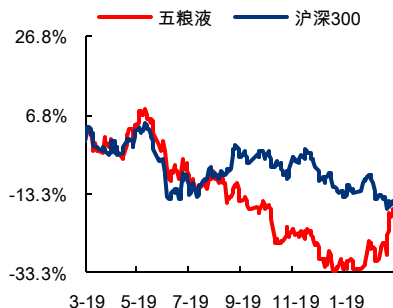
010-66554017

Xuhao@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	17.76-22.91
总市值 (亿元)	674.16
流通市值 (亿元)	674.09
总股本/流通 A 股 (万股)	379597/379554
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.71

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《五粮液（000858）2012 年三季报点评：白酒帝国 有头有腰 超预期增长或可持续》
2012-10-30
- 2、《五粮液（000858）2012 年中报点评：高成长确定+营销将巨变=白酒新帝国》
2012-08-22

公司的中档产品五粮醇 2013 年仍保持正增长, 五粮春系列酒增长则达到两位数, 中档酒增长并未受太多影响。公司 2013 年会成立 7 大营销中心, 2014 年会在营销中心下建立营销子公司, 将费用审批权限下放到子公司一级, 但会对子公司做业绩考核。希望建立能更贴近市场的营销管理服务体系, 做好销售转型。

结论:

公司 2013 年一季度业绩基数较高, 虽然 2014 年一季度销售增长略超预期, 预计一季度业绩仍有同比下降风险, 业绩下降幅度会低于预期。公司渠道库存量处在历史地位, 未来半年普五一批价格有望回升, 这将全面扭转公司的被动局面。看好公司 2014 年出现普五一批价格拐点, 2015 年出现业绩拐点。我们预计公司 2014 年和 2015 年的营业收入分别为 258 亿元和 298 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 78.5 亿元和 92.7 亿元, 每股收益分别为 2.07 元和 2.44 元, 对应 PE 分别为 8.48X、7.19X, 给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元																	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E												
流动资产合计	29713	37922	46626	54367	63468	营业收入	20351	27201	24717	25823	29855	营业成本	6895	8016	7656	8367	9749												
货币资金	21551	27846	41902	49212	57445	营业税金及附加	1602	2006	1757	1827	2091	营业费用	2070	2259	2180	2607	2953												
应收账款	76	81	609	637	736	管理费用	1751	2009	2027	2319	2547	财务费用	-477	-790	-349	-456	-533												
其他应收款	43	26	23	24	28	资产减值损失	12.45	2.70	1.00	2.00	0.00	公允价值变动收益	-2.46	0.77	0.00	0.00	0.00												
预付款项	254	259	335	419	516	投资净收益	2.40	3.01	-9.30	2.00	3.00	营业利润	8497	13702	11435	11160	13051												
存货	5537	6680	3146	3438	4007	营业外收入	57.45	64.93	14.00	15.00	20.00	营业外支出	54.44	28.40	200.00	100.00	50.00												
其他流动资产	0	0	0	0	0	利润总额	8500	13739	11249	11075	13021	所得税	2106	3403	2869	2824	3255												
非流动资产合计	7193	7325	6541	5756	4972	净利润	6394	10336	8381	8251	9766	少数股东损益	237	401	408	400	500												
长期股权投资	131	120	120	120	120	归属母公司净利润	6157	9935	7973	7851	9266	EBITDA	9018	13863	11871	11489	13302												
固定资产	5905.06	5497.24	5597.35	4841.89	4086.42	BPS (元)	1.62	2.62	2.10	2.07	2.44	主要财务比率																	
无形资产	297	290	261	232	203						2011A	2012A	2013E	2014E	2015E														
其他非流动资产	0	0	0	0	0						成长能力																		
资产总计	36906	45248	53167	60123	68440						营业收入增长					30.95%	33.66%	-9.13%	4.48%	15.61%									
流动负债合计	13409	13667	14722	15783	17114						营业利润增长					39.41%	61.26%	-16.54%	-2.41%	16.95%									
短期借款	0	0	0	0	0						归属于母公司净利润					-19.75%	-1.53%	-19.75%	-1.53%	18.02%									
应付账款	235	731	378	413	481						获利能力					毛利率(%)					66.12%	70.53%	69.03%	67.60%	67.34%				
预收款项	9047	6467	7456	8489	9683						净利率(%)					31.42%	38.00%	33.91%	31.95%	32.71%									
一年内到期的非	0	0	0	0	0						总资产净利润(%)					ROE(%)					26.63%	31.89%	21.20%	18.21%	18.68%				
非流动负债合计	50	60	57	57	57						偿债能力					资产负债率(%)					36%	30%	28%	26%					
长期借款	0	0	0	0	0						流动比率					速动比率					2.22	2.77	3.17	3.44	3.71				
应付债券	0	0	0	0	0						营运能力					总资产周转率					0.62	0.66	0.50	0.46	0.46				
负债合计	13459	13727	14779	15840	17171						应收账款周转率					247	347	72	41	43									
少数股东权益	327	364	772	1172	1672						应付账款周转率					104.37	56.37	44.61	65.36	66.84									
实收资本(或股	3796	3796	3796	3796	3796						每股指标(元)					每股收益(最新摊薄)					1.62	2.62	2.10	2.07	2.44				
资本公积	953	953	1831	1831	1831						每股净现金流(最新)					每股净资产(最新摊)					1.95	1.66	3.70	1.93	2.17				
未分配利润	15002	22050	25638	29171	33341						估值比率					P/E					11.12	6.89	8.58	8.72	7.39				
归属母公司股东	23120	31157	37615	43111	49597						P/B					EV/EBITDA					2.96	2.20	1.82	1.59	1.38				
负债和所有者权益	36906	45248	53167	60123	68440																5.20					2.93	2.24	1.67	0.83
现金流量表	单位:百万元																												
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E																								
经营活动现金流	9533	8750	14796	9209	10476																								
净利润	6394	10336	8381	8251	9766																								
折旧摊销	997.95	950.76	0.00	784.44	784.44																								
财务费用	-477	-790	-349	-456	-533																								
应付帐款的变化	0	0	-528	-27	-99																								
预收帐款的变化	0	0	989	1033	1194																								
投资活动现金流	-613	-341	427	0	3																								
公允价值变动收	-2	1	0	0	0																								
长期股权投资减	0	0	0	0	0																								
投资收益	2	3	-9	2	3																								
筹资活动现金流	-1503	-2114	-1166	-1900	-2246																								
应付债券增加	0	0	0	0	0																								
长期借款增加	0	0	0	0	0																								
普通股增加	0	0	0	0	0																								
资本公积增加	0	0	878	0	0																								
现金净增加额	7416	6294	14057	7310	8233																								

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。