

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

预计实际业绩比财报业绩更差

——五粮液（000858）2013 年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
五粮液	-2.1	20.1	-17.4
沪深300	4.0	-3.1	-12.1

市场数据

2014/4/18

当前价格(元)	17.66
52周价格区间(元)	14.33-24.64
总市值(百万)	67036.77
流通市值(百万)	67030.12
总股本(万股)	379596.67
流通股(万股)	379559.01
日均成交额(百万)	395.37
近一月换手(%)	12.08

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

■ 事件:

4月17日晚，五粮液（000858）公布2013年年报，2013年实现收入247.19亿元，同比下滑9.13%，归属上市公司股东净利润为79.73亿元，同比下滑19.75%。四季度单季度收入55.53亿元，同比下滑8.59%，单季度归属母公司股东净利润8.69亿元，同比下滑59.26%。基本每股收益2.10元，同比下滑19.76%。分配预案：每10股派现金7元（含税）。

■ 点评:

预计实际业绩比财报业绩更差。根据市场调研情况了解，很多经销商反馈，2013年底应该给经销商的返利目前尚有很多没有到位，预计该部分返利尚没有计入公司财报。如果公司对市场费用彻底清算，预计公司实际业绩比财报业绩会更差。如果延迟清算，则会大大影响公司今年的业绩水平。

未来业绩受茅台政策和国窖1573政策影响。自2014年五粮液经销商大会以来，公司明确要求经销商市场一批价不得低于609，但目前很多地方市场实际一批价约560-570元，低于公司规定价格。如果经销商按现在价格销售势必赔钱，导致目前很多经销商不愿打款，公司面临业绩压力。而未来业绩增长主要看茅台的政策和国窖1573的政策，如果茅台面临业绩压力继续放量则势必导致茅台一批价下跌带来对五粮液价格的打压。此外，如果国窖1573价格下跌也会对五粮液销量产生冲击。总体而言，高端白酒的调整到位预计至少要到今年中秋节后。

维持公司“增持”评级。我们预测2014/15/16年EPS分别为1.32/1.48/1.70元，对应当前股价PE分别为13.43，11.93，10.37，维持公司“增持”评级。

风险提示：茅台和国窖1573一批价大幅下跌。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	24719	21011	23112	25885
增长率(%)	-9%	-15%	10%	12%
净利润(百万元)	7972.8	4993	5619	6462
增长率(%)	-20%	-37%	13%	15%
摊薄每股收益(元)	2.10	1.32	1.48	1.70
ROE(%)	21.54%	12.37%	12.73%	13.32%

1、五粮液盈利预测

证券代码:		000858.sz		股票价格:		17.66		投资评级:		增持		日期:		2014/4/18	
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E						
盈利能力					每股指标										
ROE	22%	12%	13%	13%	EPS	2.10	1.32	1.48	1.70						
毛利率	73%	65%	66%	66%	BVPS	9.51	10.34	11.27	12.34						
期间费率	27%	29%	31%	31%	估值										
销售净利率	32%	24%	24%	25%	P/E	8.41	13.43	11.93	10.37						
成长能力					P/B	1.86	1.71	1.57	1.43						
收入增长率	-9%	-15%	10%	12%	P/S	2.71	3.19	2.90	2.59						
利润增长率	-20%	-37%	13%	15%											
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E						
总资产周转率	0.56	0.44	0.45	0.46	营业收入	24719	21011	23112	25885						
应收账款周转率	6.64	6.64	6.64	6.64	营业成本	6610	7354	7974	8801						
存货周转率	0.96	0.96	0.96	0.96	营业税金及附加	1849	1572	1729	1936						
偿债能力					销售费用	3382	3375	3662	4002						
资产负债率	16%	15%	14%	13%	管理费用	2264	1914	2096	2337						
流动比	5.25	5.71	6.20	6.70	财务费用	(827)	(251)	(280)	(310)						
速动比	4.27	4.41	4.81	5.21	其他费用/(-收入)	(8)	2	2	2						
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	11432	7049	7933	9121						
现金及现金等价物	25763	27861	31060	34446	营业外净收支	(185)	(6)	(6)	(6)						
应收款项	3724	3166	3482	3900	利润总额	11247	7043	7927	9115						
存货净额	6886	9297	10106	11184	所得税费用	2925	1832	2061	2370						
其他流动资产	569	484	532	596	净利润	8322	5212	5866	6745						
流动资产合计	36942	40807	45180	50126	少数股东损益	349	219	246	283						
固定资产	5882	5394	4985	4606	归属于母公司净利润	7973	4993	5619	6462						
在建工程	223	303	293	293	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E						
无形资产及其他	294	294	264	235	经营活动现金流	1459	4181	5361	5801						
长期股权投资	121	121	121	121	净利润	8322	5212	5866	6745						
资产总计	44130	47586	51511	56048	少数股东权益	349	219	246	283						
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	649	618	569	525						
应付款项	637	859	934	1034	公允价值变动	(7)	0	0	0						
预收帐款	825	701	771	864	营运资金变动	(7855)	(1867)	(1319)	(1752)						
其他流动负债	5581	5581	5581	5581	投资活动现金流	(322)	408	419	378						
流动负债合计	7043	7142	7287	7479	资本支出	248	408	419	378						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(0)	0	0	0						
其他长期负债	68	68	68	68	其他	(569)	0	0	0						
长期负债合计	68	68	68	68	筹资活动现金流	961	(1854)	(2087)	(2399)						
负债合计	7110	7209	7354	7547	债务融资	0	0	0	0						
股本	3796	3796	3796	3796	权益融资	172	0	0	0						
股东权益	37019	40377	44156	48502	其它	788	(1854)	(2087)	(2399)						
负债和股东权益总计	44130	47586	51511	56048	现金净增加额	2098	2736	3694	3780						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。