

2014年04月28日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元) 16.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2014/4/25)	17.24
深证成指(2014/4/25)	7323.65
股价 12 个月高/低	24.27/14.47
总发行股数(百万)	3795.97
A 股数(百万)	3795.59
A 市值(亿元)	654.42
主要股东	宜宾市国有资产经营有限公司(36.00%)
每股净值(元)	10.20
股价/账面净值	1.69
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	1.1 13.9 -19.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-04-18	17.66	持有
2013-12-19	16.07	持有

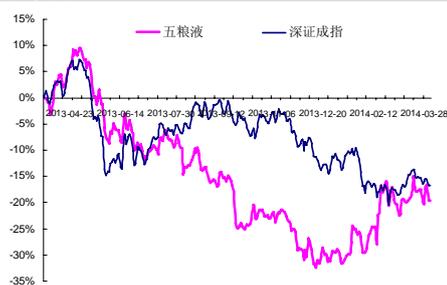
产品组合

酒类	96%
其他	4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
社保	0.0%

股价相对大盘走势



五粮液(000858.SZ)

Hold 持有

2014Q1 纯利同比下滑 28%，符合预期

结论与建议：

尽管春节期间销售情况良好，但以消化经销商库存为主，对 1Q 营收贡献有限，公司 2014Q1 纯利同比下滑 28%，符合我们预期。

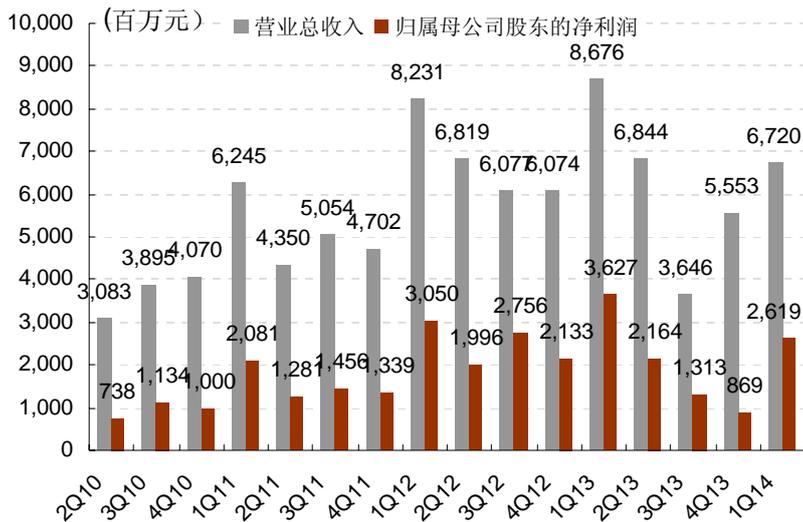
受春节期间五粮液旺销带动，目前经销商库存去化状况良好，零售价格较为稳定。由于一批价和出厂价倒挂严重，2013 年五粮液经销商销售热情不高，产品动销不足，这一状况在 2014 年能否改善仍需观察公司梳理经销商渠道的效果。目前股价对应 2014 年和 2015 年动态 P/E 分别为 8.82 倍和 9.4 倍，维持持有的投资建议。

- 2014 年一季度公司实现营业收入 67.2 亿元，同比下滑 22.54%；实现净利润为 26.19 亿，同比下滑 27.79%，对应每股收益 0.69 元。
- 尽管春节期间销售情况良好，但以消化经销商库存为主，对 1Q 营收贡献有限，业绩表现符合我们此前预期。
- 1Q 毛利率 75%，同比下降 1.1 个百分点，主要原因是高端白酒消费量下滑，为了维持市场份额，中低端酒销量占比增加。同期期间费用率增加 4 个百分点至 13.79%，主要是由于行业竞争加剧公司加大了行销费用。
- 1Q 预收账款为 15.67 亿元，同比下降 60%，较期初增长 90%。结合 2013 年底预收账款余款同比大幅下降 87%，仅占 2013 年营收 3%的数据，我们认为 1Q 预收帐款较期初大幅增长的主要原因是期初余额太低。
- 得益于 2014 年春节前后 52 度普五旺销，当前流通渠道中经销商去库存比较好，库存量达到近 4 年的最低点。
- 2014 年春节前，52 度普五一批价格小幅回升到 600 元/瓶附近，春节后出现季节性回落，近期一批价稳定在 580/瓶元附近。目前 52 度普五的零售价格稳定在 650-680 元/瓶。
- 公司表示，为了维持品牌形象，52 度五粮液出厂价格仍然是 729 元/瓶，目前没有调整计划。
- 2014 年的工作重点是梳理经销商体系，意在稳定终端销售价格。同时，为了解决一批价和出厂价倒挂的矛盾，维护经销商利益，返利政策依然会继续沿用。
- 我们认为，从 2013 年五粮液的销售情况看，由于一批价和出厂价倒挂严重，经销商销售热情不高，产品动销不足，这一状况在 2014 年能否改善仍有待观察公司梳理经销商渠道的效果。
- 二季度和三季度均是白酒消费的淡季，而期间费用可能继续增加，预估 2014 年公司业绩下滑压力较大。
- 考虑到 2013 年上半年业绩基期高，预计 2014 年全年下滑幅度会小于 1Q。维持公司盈利预测，预估公司 2014 年、2015 年将分别实现净利润 74.23 亿元和 69.49 亿元，分别同比下降 6.89%和 6.38%，对应的 EPS 为 1.96 元和 1.83 元。

..... 接续下页

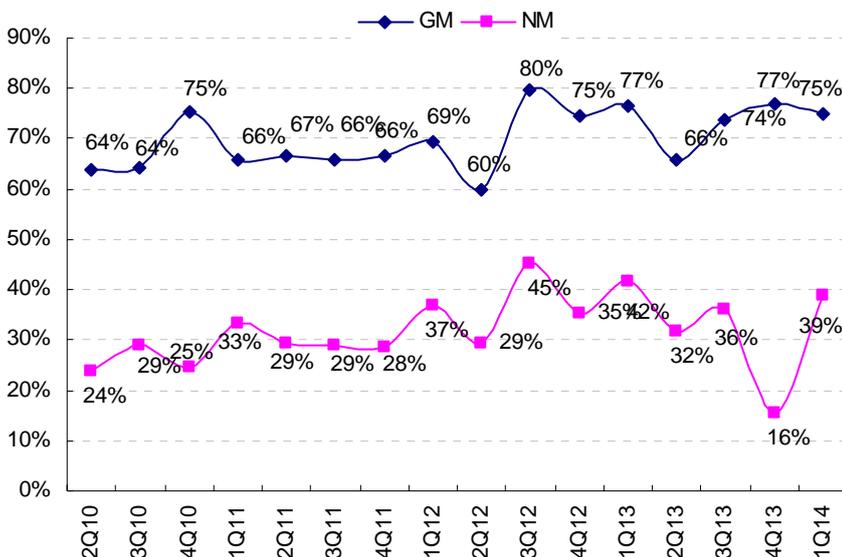
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4395	6157	9935	7973	7423	6949
同比增减	%	35.46	40.09	61.35	-19.75	-6.89	-6.38
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.16	1.62	2.62	2.10	1.96	1.83
同比增减	%	35.44	40.07	61.34	-19.74	-6.89	-6.38
市盈率(P/E)	X	14.89	10.63	6.59	8.21	8.82	9.40
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.50	0.80	0.70	0.70	0.70
股息率 (Yield)	%	-	2.90	4.64	4.06	4.06	4.06

图 1：五粮液分季度营收和净利润变动表 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图 2：五粮液分季度毛利率和净利润率变动表 单位：%



数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	20351	27201	24719	24000	22116
经营成本	6895	8016	6610	6600	6192
营业税金及附加	1602	2006	1849	1588	1464
销售费用	2070	2259	3382	4210	3748
管理费用	1751	2009	2264	2159	1990
财务费用	-477	-790	-827	-868	-863
资产减值损失	12	3	5	0	-16
投资收益	2	3	4	0	0
营业利润	8497	13702	11432	10311	9601
营业外收入	57	65	66	66	80
营业外支出	54	28	251	36	16
利润总额	8500	13739	11247	10341	9665
所得税	2106	3403	2925	2601	2416
少数股东损益	237	401	349	317	290
归属于母公司所有者的净利润	6157	9935	7973	7423	6959

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	21551	27846	25763	23400	21268
应收账款	76	81	75	83	91
存货	5537	6680	6886	8263	9915
流动资产合计	29713	37922	36942	34746	34275
长期股权投资	131	120	121	133	146
固定资产	5905	5497	5882	6059	6301
在建工程	787	856	223	230	239
非流动资产合计	7193	7325	7187	7221	7486
资产总计	36906	45248	44130	41967	41761
流动负债合计	13409	13667	7043	7113	7184
非流动负债合计	50	60	68	74	82
负债合计	13459	13727	7110	7187	7266
少数股东权益	327	364	927	1019	1121
股东权益合计	23120	31157	36093	33761	33374
负债及股东权益合计	36906	45248	44130	41967	41761

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	9533	8750	1459	1527	1678
投资活动产生的现金流量净额	-613	-341	-321.88	-312	-332
筹资活动产生的现金流量净额	-1503	-2114	-3219	-3578	-3478
现金及现金等价物净增加额	7416	6295	-2082	-2363	-2132

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。