

五粮液 (000858)

渠道体系尚不稳定，关注2H14报表转正的机会

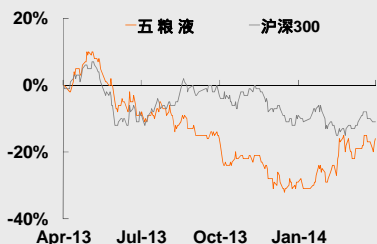
中性 (维持)

现价：17.57 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	宜宾市国有资产经营有限公司/36.00%
实际控制人/持股	宜宾市政府国有资产监督管理委员会/56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	655.94
流通 A 股市值(亿元)	655.87
每股净资产(元)	9.51
资产负债率(%)	16.1

行情走势图



证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如
经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明
内容

投资要点

- **1Q14 收入略好于我们预期，应收票据大幅上升。**(1) 1Q14 五粮液营收下滑 22.5%，增速位于白酒上市公司的中间位置。我们估计五粮液酒和中低档酒收入均出现较大幅度的下滑，其中五粮液酒略大些。(2) 预收款环比增长 7.4 亿至 15.7 亿，我们认为预收款仅是恢复到合理水平，并不代表经销商信心有明显恢复，同时也显示公司对 2Q14 业绩并不乐观，留存了部分余粮。(3) 应收票据大增至 92 亿，显示公司对经销商谈判能力减弱，大商占比提升。
- **春节较热，节后偏冷，预计 2H14 销量可回升。**(1) 根据草根调研情况，我们判断 2014 年春节期间五粮液终端实际消费量较大，旺销超预期，同比可实现增长，库存消化情况良好，一批价春节期间总体稳定。我们认为有两个原因：由于春节期间民间消费占比较高，因此政务消费萎缩的影响在此区间被弱化；2014 年春节茅五价格同比大幅下降，高性价比快速抢夺了竞品的市场份额。(2) 节后需求偏冷，预计 2Q14 公司五粮液酒出货量仍将继续下降。春节后至今经销商普遍反映需求环比降幅较大，不过一批价尚稳定。2014 年节后需求环比回落幅度可能高于往年，主要因为政务需求贯穿全年，而整风运动是逐步收紧的，2013 年春节后可能还有部分政务需求存在，2H13 才基本消失，因此 2014 年春节后淡季显得特别淡。同时，由于经销商体系仍然亏损，因此经销商打款提货的动力也很弱。五粮液一批价总体尚稳定，维持在 560-580 元，显示公司终端实际投放量并不大。(3) 预计 2014 年五粮液酒的出货量总体可能还将继续下滑，但考虑到基数原因，2H14 出货量有望同比恢复增长，前提是经销商体系能稳定。
- 五粮液 2Q14 出货量还将下降，同时给经销商的费用支持上升，预计 2Q14 业绩可能继续下滑，预计 3Q14 开始报表营收有望转正，4Q13 报表净利可以转正。1Q14 末五粮液账面现金高达 228 亿，现金/市值比高达 35%，远高于其它白酒公司，从这个角度看五粮液估值并不贵，因此 3Q14 报表业绩企稳后可能有投资机会。
- 我们维持 2014 年预测，预计公司 2014-2015 年实现每股收益 1.58、1.75 元，同比增长-24.9%、10.7%，对应 PE 分别为 11.1、10.1 倍，考虑到渠道体系尚不稳定，维持五粮液“中性”的投资评级。
- **风险提示：**一批价下行。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	27,201	24,719	21,937	23,264	24,524
YoY(%)	33.7	-9.1	-11.3	6.0	5.4
净利润(百万元)	9,935	7,973	5,985	6,627	7,277
YoY(%)	61.3	-19.7	-24.9	10.7	9.8
毛利率(%)	70.5	73.3	72.0	72.3	72.6
净利率(%)	36.5	32.3	27.3	28.5	29.7
ROE(%)	31.9	22.1	14.2	14.2	14.0
EPS(摊薄/元)	2.62	2.10	1.58	1.75	1.92
P/E(倍)	6.7	8.4	11.1	10.1	9.2
P/B(倍)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3

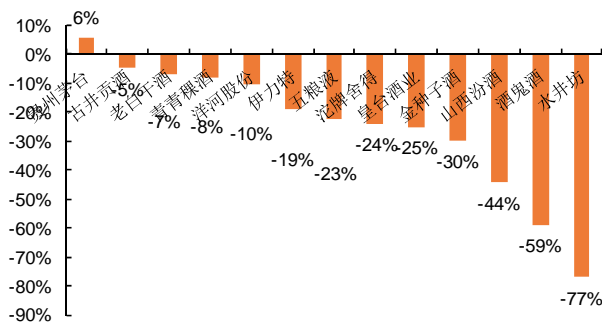
一、1Q14 收入略好于我们预期，应收票据大幅上升

1Q14五粮液营收下滑22.5%，增速位于白酒上市公司的中间位置。我们估计五粮液酒和中低档酒收入均出现较大幅度的下滑。毛利率同比下降1.6pct，降幅不大，显示五粮液酒和中低档酒收入占比并未发生明显变化，可能下滑幅度差不多，其中五粮液酒略大些。

预收款小幅增长为2Q14留些余粮。预收款环比增长7.4亿至15.7亿，而1Q13环比降幅高达26亿。但我们认为预收款仅是恢复到合理水平，并不代表经销商信心有明显恢复，同时也显示公司对2Q14业绩并不乐观，留存了部分余粮。

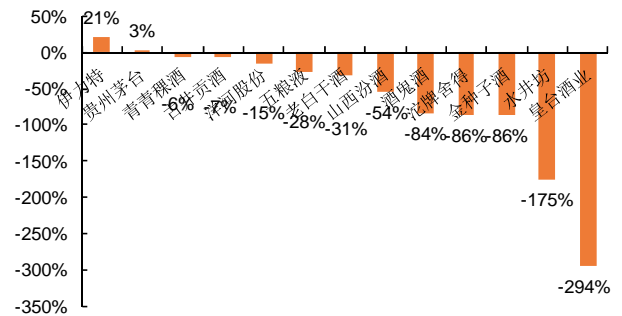
应收票据大增至92亿，显示公司对经销商谈判能力减弱，大商占比提升。1Q14应收票据环比上升了55亿，扣税之后对应销售收入47亿，可以理解为1Q14用应收票据支付的比重超过70%。应收票据达到92亿，我们估计1Q14公司的销售政策做了重大调整，应收票据/收入大幅上升，显示经过了1年多的亏损，经销商资金紧张，同时公司对经销商的谈判能力减弱。应收票据大幅增长也显示1Q14大商占收入的比重在快速上升，1Q14公司开始实行分级管理，提高大商销售占比，与大商合作更为紧密，以提高公司对价格的掌控能力。

图表 1 1Q14五粮液营收增速位于白酒上市公司的中间位置



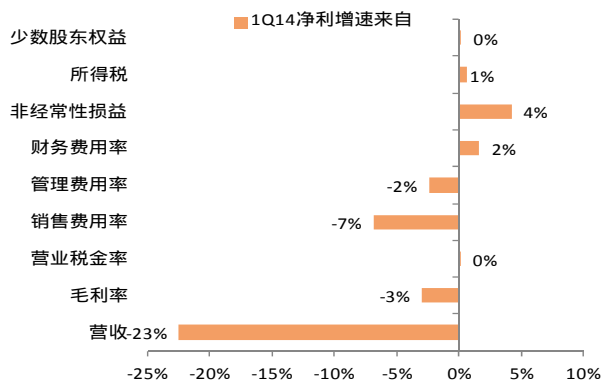
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 1Q14五粮液净利增速位于白酒上市公司的中间位置



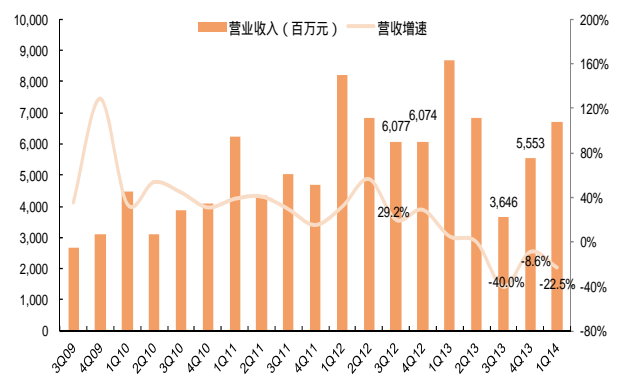
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1Q14营收下降导致业绩下滑



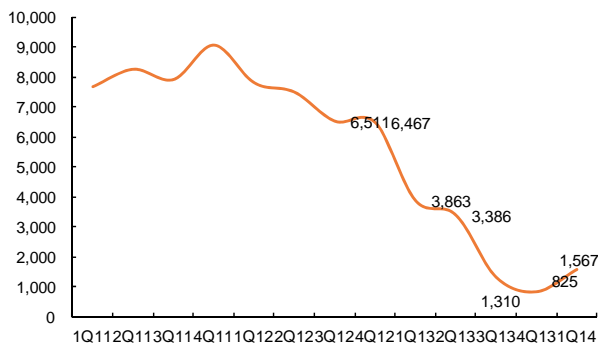
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 1Q14营收降22.5%



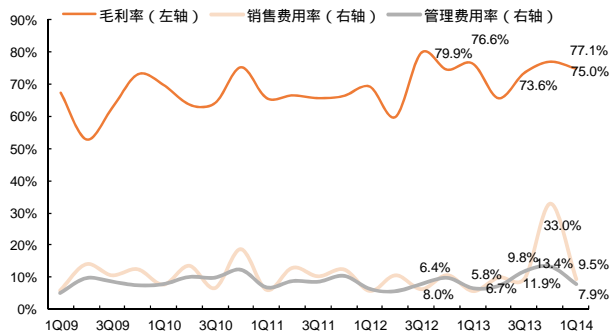
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 1Q14预收款环比上升7.4亿



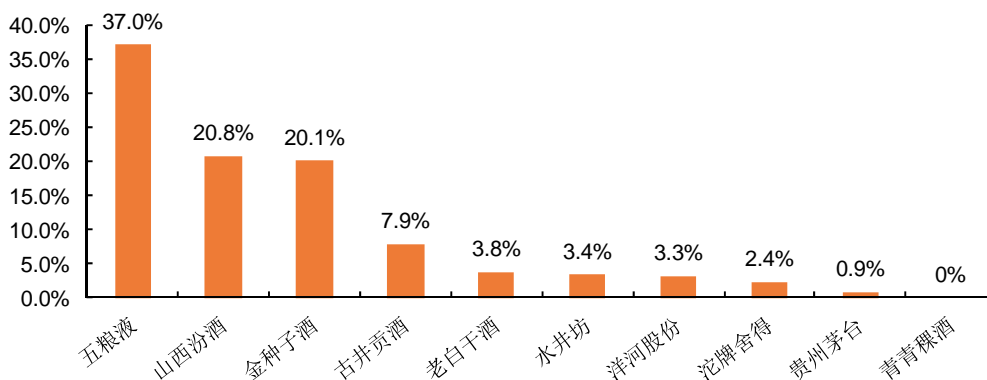
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 1Q14毛利率同比下降1.6pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 五粮液1Q14末应收票据/13年营收比远高于行业其它公司 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、春节较热，节后偏冷，预计 2H14 销量可回升

根据草根调研情况，我们判断2014年春节期间五粮液终端实际消费量较大，旺销超预期，库存消化情况良好，同比可实现增长，一批价春节期间总体稳定。我们认为有两个原因：(1) 由于春节期间民间消费占比较高，因此政务消费萎缩的影响在此区间被弱化。(2) 2014年春节茅五价格同比大幅下降，高性价比快速抢夺了竞品的市场份额，2014年春节动销同比加快，2013年春节五粮液一批价为680-700元，而2014年春节降为580元，高性价比显现。

节后需求偏冷，预计2Q14公司五粮液酒出货量仍将继续下降。春节后至今经销商普遍反映需求环比降幅较大，不过一批价尚稳定。2014年节后需求环比回落幅度可能高于往年，主要因为政务需求贯穿全年，而整风运动是逐步收紧的，2013年春节后可能还有部分政务需求存在，2H13才基本消失，因此2014年春节后淡季显得特别淡。同时，由于经销商体系仍然亏损，因此经销商打款提货的动力也很弱。五粮液一批价总体尚稳定，维持在560-580元，显示公司终端实际投放量并不大。预计2Q14公司五粮液酒出货量仍将继续下降。

预计2014年五粮液酒的出货量总体可能还将继续下滑，但2H14出货量有望同比恢复增长，前提是经

销商体系能稳定。

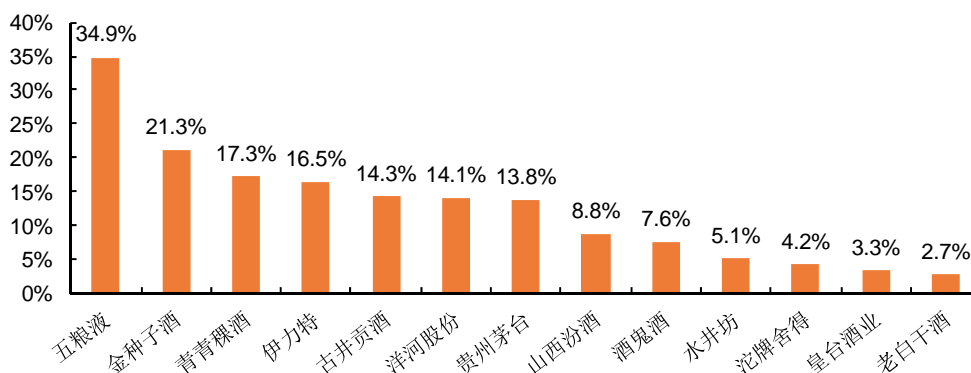
- 五粮液价格降至次高端，品牌价值明显高于竞品，因此成为这个价格带动的主导品种。2013年分季度看，五粮液1H13发货量较大，库存水平处于高位，普遍库存3-6月，3Q13开始控货，特别是控制了一些大商的发货量，2H13普五出货量同比大幅下降，估计2013年公司普五出货超过1.2万吨，结合草根调研数据判断，我们判断2013年终端实际消费量并不小，估计可达到1.4万吨以上，因2H13基数较低、我们判断2H14公司有能力实现出货量恢复增长。
- 经销商体系能稳定将是2H14恢复增长的关键因素。根据我们草根调研情况，2014年五粮液可能会按照每瓶120元来补贴经销商，实际出厂价降至609元，但在现有价格下还无法实现盈利，因此经销商打款热情低。尽快稳定经销商体系是当前最重要的工作。若能够通过持续控量提高价格或加大补贴返利从而实现经销商顺价销售，则2H14有望看到出货量的回升。
- 2014年竞品将通过降价或加大费用投入的方式重新抢夺次高端市场，包括1573、梦之蓝等，可能对五粮液销售有一定影响。但考虑到同价位竞品2013年销量大幅减少，品牌影响力与五粮液差距被拉大，预计对五粮液酒的影响不大。

三、盈利预测与投资评级

我们维持2014年预测，预计公司2014-2015年实现每股收益1.58、1.75元，同比增长-24.9%、10.7%，对应PE分别为11.1、10.1倍，考虑到渠道体系尚不稳定，维持五粮液“中性”的投资评级。

五粮液2Q14出货量还将下降，同时给经销商的费用支持上升，预计2Q14业绩可能继续下滑，预计3Q14开始报表营收有望转正，4Q13报表净利可以转正。1Q14末五粮液账面现金高达228亿，现金/市值比高达35%，远高于其它白酒公司，从这个角度看五粮液估值并不贵，因此3Q14报表业绩企稳后可能有投资机会。

图表8 1Q14现金/市值五粮液远高于行业其它公司 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	24,719	21,937	23,264	24,524
YoY	-9.1%	-11.3%	6.0%	5.4%
营业成本	6,610	6,148	6,437	6,728
毛利率	73.3%	72.0%	72.3%	72.6%
营业税金及附加	1,849	1,579	1,675	1,766
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	3,382	4,607	4,653	4,660
管理费用	2,264	2,009	2,130	2,246
财务费用	-827	-875	-1,005	-1,169
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	11,432	8,466	9,374	10,294
加: 营业外收入	66	50	50	50
减: 营业外支出	251	50	50	50
利润总额	11,247	8,466	9,374	10,294
减: 所得税	2,925	2,218	2,456	2,697
净利润	8,322	6,248	6,918	7,597
减: 少数股东损益	349	263	291	320
归属母公司所有者净利	7,973	5,985	6,627	7,277
YoY	-19.7%	-24.9%	10.7%	9.8%
销售净利润率	32.3%	27.3%	28.5%	29.7%
EPS (当年股本)	2.10	1.58	1.75	1.92
EPS (最新股本摊薄)	2.10	1.58	1.75	1.92

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	8.4	11.1	10.1	9.2
PEG	-0.3	1.0	1.0	0.4
PB	1.8	1.6	1.4	1.3
P/S	2.7	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	3.7	5.0	4.5	4.1
股息收益率	2.6%	2.8%	3.4%	4.6%
经营回报率				
ROE	22.1%	14.2%	14.2%	14.0%
ROA	18.1%	12.1%	12.0%	11.8%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	16.1%	12.8%	12.9%	12.9%
速动比率	4.3	5.6	5.7	5.9
运营效率				
存货周转率	1.0	0.9	1.0	1.0
流动资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5
固定资产周转率	4.3	3.6	3.6	3.7

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	8,322	6,248	6,918	7,597
折旧摊销	682	708	827	941
营运资金投资	7,474	3,456	-40	-45
经营活动现金净流量	1,459	2,679	6,735	7,419
资本开支	-190	975	1,000	1,000
投资活动现金净流量	-322	-620	-1,000	-1,000
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-3,037	0	-1,898	-2,278
融资活动现金净流量	-3,219	1,120	-830	-1,047
当年现金净流量	-2,082	3,178	4,904	5,372

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	25,763	28,942	33,846	39,218
应收款项	75	69	72	76
预付款项	214	270	274	253
存货	6,886	6,403	6,704	7,008
其他流动资产	3,981	6,581	6,979	7,357
流动资产合计	36,942	42,290	47,900	53,938
长期股权投资	121	120	120	120
固定资产	5,882	6,286	6,515	6,602
无形资产	294	294	294	294
其他非流动资产	891	630	621	590
非流动资产合计	7,187	7,330	7,550	7,606
资产总计	44,130	49,620	55,450	61,544
短期借款	0	0	0	0
应付款项	584	378	395	453
预收款项	825	732	776	818
应付股利	0	244	307	369
其他流动负债	6,459	5,976	6,769	7,487
流动负债合计	7,043	6,354	7,164	7,939
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	68	2	1	1
非流动负债合计	68	2	1	1
负债合计	7,110	6,355	7,165	7,941
归属母公司所有者权益	36,093	42,075	46,803	51,803
其中: 实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	927	1,190	1,481	1,801
股东权益合计	37,019	43,265	48,284	53,604
负债及股东权益总计	44,130	49,620	55,450	61,544

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	