

## 五粮液 (000858)

## 高基数导致2Q14收入继续下降，2H14有望转正

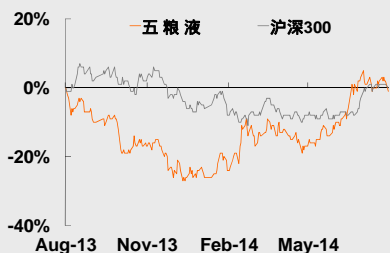
中性 (维持)

现价：18.8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)	709.85
流通A股市值(亿元)	709.78
每股净资产(元)	10.2
资产负债率(%)	16.0

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 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

## 研究助理

张宇光	一般从业资格编号 S1060113090015 0755-22627143 zhangyuguang467@pingan.com.cn
王俏怡	一般从业资格编号 S1060113110013

## 投资要点

**事项：**五粮液公布2014中报。1H14实现营业收入117亿元，同比降24.9%，归属母公司股东净利40亿元，同比降30.9%，每股收益1.05元。2Q14营收、净利分别为49.4亿元、13.8亿元，营收、净利降27.8%、36.1%，营收略低于我们降20%的预测，净利与我们降35%的预测基本一致。

## 平安观点：

■ **2Q14 营收继续大幅下降27.8%**，可能的原因有：(1) 2Q13基数较高，单季收入仍有增长，我们估算五粮液出货量可能有3000-4000吨，而2Q14低于3000吨；(2) 估计2Q14需求偏冷，终端消费量可能下降，原因在于政务和国企需求贯穿全年，而整风运动是逐步收紧的，2013年春节后可能还有部分政务及国企需求存在，2H13才基本降至合理水平；(3) 5月17日武汉会议后，52度五粮液从729元降至609元，2Q14五粮液酒均价环比1Q降低；(4) 估计部分中低档酒收入降幅较大，根据草根调研判断1H14五粮醇降幅可能达到30-40%。

■ **2Q14 净利降36.1%**，降幅高于收入，主要由于销售费用率同比大幅上升。2Q14毛利率同比升10.5pct，超出我们预期，可能由于低毛利率的中低档酒降幅高于五粮液酒。销售费用率高达23.3%，同比升13.2pct，主要由于1Q14每瓶五粮液给经销商的120元补贴，主要在2Q14兑现。

■ **由于2H13基数较低，2H14可能展现出销量和业绩的高弹性。**公司从3Q13开始控货，2H13五粮液出货量同比大幅下降，我们估计2H13五粮液出货量不超过5000吨，而根据库存变化和出货量推算，终端实际消费量可能达到7000吨。白酒调整始于茅五，根据我们的观察，2H13茅五基本上从政务和国企消费中被挤出，因此预计2H14受此因素影响较小。竞品方面，茅台选择稳价的概率高，对五粮液的冲击将减弱，其他主要竞品影响力已大幅减小，难以形成明显威胁。同时，我们认为公司正在向正确的方向努力来管理渠道，包括调整各片区计划量、不向渠道压货、完善销售人员的激励机制、与核心经销商深度合作共管渠道等，15年春节前有望看到一批价回升至609元以上。

■ 我们维持原有盈利预测，预计公司2014-2015年实现每股收益1.80、1.93元，同比增长-14.5%、7.7%，对应PE分别为10.5、9.7倍，维持“中性”的投资评级。由于2H13基数较低，2H14销量和业绩弹性较高，当前估值不高，投资者可在中秋后择机增持。

■ **风险提示：**一批价继续下行，中秋销售低于预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	27,201	24,719	21,566	22,863	24,096
YoY(%)	33.7	-9.1	-12.8	6.0	5.4
净利润(百万元)	9,935	7,973	6,816	7,338	7,869
YoY(%)	61.3	-19.7	-14.5	7.7	7.2
毛利率(%)	70.5	73.3	72.4	72.7	73.0
净利率(%)	36.5	32.3	31.6	32.1	32.7
ROE(%)	31.9	22.1	16.9	16.1	15.3
EPS(摊薄/元)	2.62	2.10	1.80	1.93	2.07
P/E(倍)	7.2	9.0	10.5	9.7	9.1
P/B(倍)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4

图表 1 2014中报快读：2Q14营收、净利降27.8%、36.1%，基本符合我们的预期 单位：百万元，元/股

	2Q13	2Q14	QoQ	1H13	1H14	HoH	
营业收入	6,844	4,943	-27.8%	15,520	11,663	-24.9%	2Q14 营收继续大幅下降
营业成本	2,344	1,175	-49.9%	4,377	2,857	-34.7%	27.8%。
毛利率	65.8%	76.2%	10.5%	71.8%	75.5%	3.7%	2Q14 毛利率同比升 10.5%，超出我们预期，可能由于低毛利率的中低档酒降幅高于五粮液酒。
毛利	4,500	3,767	-16.3%	11,143	8,805	-21.0%	
营业税金及附加	510	386	-24.4%	1,098	835	-23.9%	
销售费用	691	1,153	66.9%	1,195	1,791	49.9%	销售费用率高达 23.3%，同比升 13.2pct，主要由于 1Q14 每瓶五粮液给经销商的 120 元补贴，主要在 2Q14 兑现。
管理费用	508	444	-12.6%	1,086	978	-9.9%	
财务费用	-233	-100	57.2%	-472	-345	26.9%	
资产减值损失	0	3	0.0%	0	3	0.0%	
公允价值变动收益	-6	0	100.0%	-7	0	100.0%	
投资收益	-2	-6	-133.8%	-2	-6	-133.8%	
营业利润	3,016	1,876	-37.8%	8,227	5,538	-32.7%	
营业利润率	44.1%	37.9%	-6.1%	53.0%	47.5%	-5.5%	
营业外收入	10	12	19.6%	26	27	4.3%	
营业外支出	29	9	-70.5%	235	18	-92.4%	
利润总额	2,998	1,879	-37.3%	8,019	5,548	-30.8%	
所得税	744	452	-39.2%	1,979	1,385	-30.0%	
所得税率	24.6%	24.0%	-0.6%	24.0%	25.0%	0.9%	
少数股东权益	90	44	-50.6%	249	161	-35.5%	
归属于母公司净利润	2,164	1,383	-36.1%	5,791	4,002	-30.9%	
净利率	32.9%	28.9%	-4.1%	38.9%	35.7%	-3.2%	2Q14 净利降 36.1%，降幅高于收入，主要由于销售费用率同比大幅上升。
EPS	0.57	0.36	-36.1%	1.53	1.05	-30.9%	

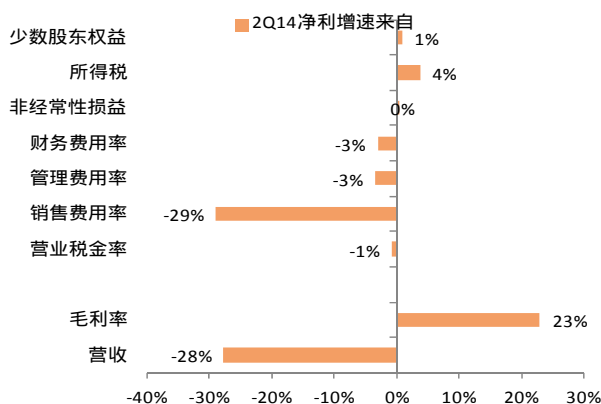
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表 2 1H14酒类、塑料制品收入分别下滑24.5%、29.8% 单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14
酒类	14,532	11,594	14,924	8,778	11,261
同比增长	51.7%	30.3%	2.7%	-24.3%	-24.5%
毛利率	67.0%	80.3%	74.1%	78.7%	77.8%
同比变化	-5.1%	9.5%	7.1%	-1.6%	3.7%
塑料制品	407	323	447	322	314
同比增长	NA	-79.3%	10.0%	-0.3%	-29.8%
毛利率	10.4%	11.9%	15.0%	9.9%	10.1%
同比变化	NA	-0.9%	4.6%	-2.0%	-4.9%

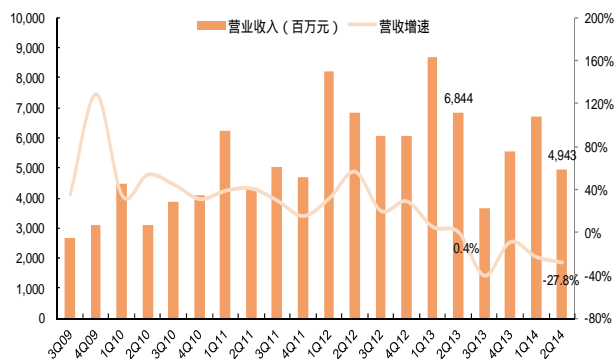
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 2Q14营收下滑、销售费用率上升导致净利大幅下滑



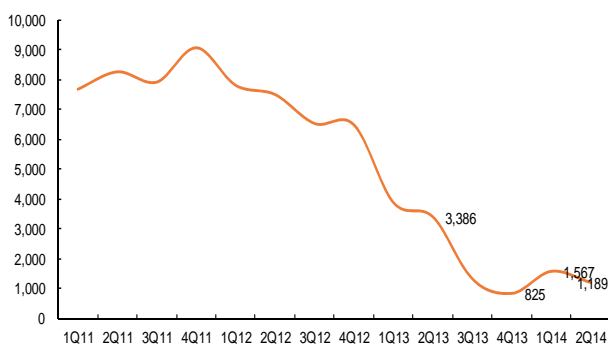
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2Q14营收下滑27.8%



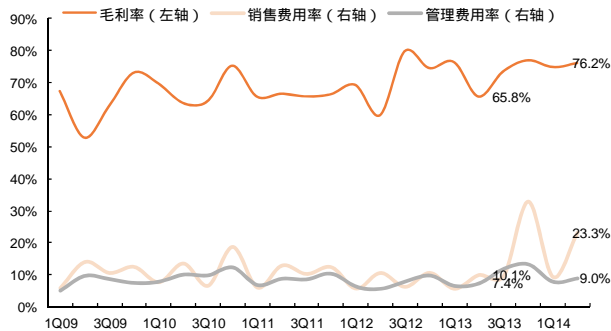
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 2Q14预收款环比降3.8亿



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 2Q14毛利率升10.5%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 食品饮料重点公司估值对比 单位：元

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	08月27日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	156.37	11.65	13.25	12.96	13.68	13.4	11.8	12.1	11.4	中性
五粮液	18.80	2.62	2.10	1.80	1.93	7.2	9.0	10.5	9.7	中性
洋河股份	62.60	5.72	4.65	4.21	4.73	10.9	13.5	14.9	13.2	中性
泸州老窖	17.77	3.13	2.45	1.43	1.56	5.7	7.2	12.4	11.4	中性
青青稞酒	16.24	0.67	0.83	0.75	0.86	24.2	19.6	21.6	18.9	中性
山西汾酒	15.42	1.53	1.11	0.47	0.56	10.1	13.9	32.6	27.6	中性
顺鑫农业	15.12	0.22	0.35	0.73	0.87	68.6	43.6	20.7	17.3	推荐
张裕 A	29.77	2.48	1.53	1.35	1.32	12.0	19.5	22.0	22.5	中性

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	08月27日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
青岛啤酒	38.93	1.30	1.46	1.58	1.77	29.9	26.7	24.6	22.0	推荐
海天味业	35.66	0.81	1.07	1.36	1.63	44.2	33.2	26.3	21.8	强烈推荐
中炬高新	10.78	0.16	0.27	0.38	0.48	68.3	40.3	28.6	22.7	推荐
伊利股份	26.01	0.56	1.04	1.30	1.52	46.4	25.0	20.0	17.1	强烈推荐
贝因美	14.36	0.50	0.71	0.35	0.46	28.8	20.4	41.1	31.4	中性
南方食品	12.65	0.08	0.17	0.34	0.69	167.5	75.6	37.5	18.4	推荐
安琪酵母	17.35	0.74	0.44	0.55	0.85	23.5	39.1	31.5	20.4	推荐
双汇发展	34.70	1.31	1.75	2.14	2.46	26.5	19.8	16.2	14.1	推荐
大北农	13.69	0.41	0.47	0.60	0.92	33.3	29.2	22.8	14.9	强烈推荐

资料来源：平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>24,719</b>	<b>21,566</b>	<b>22,863</b>	<b>24,096</b>
YoY	-9.1%	-12.8%	6.0%	5.4%
营业成本	6,610	5,955	6,231	6,510
毛利率	73.3%	72.4%	72.7%	73.0%
营业税金及附加	1,849	1,613	1,710	1,802
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	3,382	3,235	3,429	3,614
管理费用	2,264	1,975	2,094	2,207
财务费用	-827	-857	-981	-1,168
投资净收益	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>11,432</b>	<b>9,642</b>	<b>10,379</b>	<b>11,131</b>
加: 营业外收入	66	66	66	66
减: 营业外支出	251	66	66	66
<b>利润总额</b>	<b>11,247</b>	<b>9,642</b>	<b>10,379</b>	<b>11,131</b>
减: 所得税	2,925	2,526	2,719	2,916
<b>净利润</b>	<b>8,322</b>	<b>7,116</b>	<b>7,660</b>	<b>8,215</b>
减: 少数股东损益	349	300	322	346
<b>归属母公司所有者净利</b>	<b>7,973</b>	<b>6,816</b>	<b>7,338</b>	<b>7,869</b>
YoY	-19.7%	-14.5%	7.7%	7.2%
销售净利润率	32.3%	31.6%	32.1%	32.7%
<b>EPS (当年股本)</b>	<b>2.10</b>	<b>1.80</b>	<b>1.93</b>	<b>2.07</b>
<b>EPS (最新股本摊薄)</b>	<b>2.10</b>	<b>1.80</b>	<b>1.93</b>	<b>2.07</b>

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	9.0	10.5	9.7	9.1
PEG	-0.6	1.4	1.3	0.4
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
P/S	2.9	3.3	3.1	3.0
EV/EBITDA	4.1	4.9	4.5	4.3
股息收益率	2.4%	2.7%	3.2%	4.3%
经营回报率				
ROE	22.1%	16.9%	16.1%	15.3%
ROA	18.1%	14.2%	13.4%	12.8%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	16.1%	13.9%	13.7%	13.5%
速动比率	4.3	5.2	5.4	5.7
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	3.5	3.6	3.7

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	8,322	7,116	7,660	8,215
折旧摊销	682	708	827	941
营运资金投资	7,474	2,800	-83	-84
经营活动现金净流量	1,459	4,220	7,544	8,076
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	-2,657	-1,898	-2,278
融资活动现金净流量	-3,219	-1,556	-854	-1,048
当年现金净流量	-2,082	2,044	5,689	6,028

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	25,763	27,807	33,497	39,525
应收款项	75	68	70	75
预付款项	214	262	265	245
存货	6,886	6,203	6,490	6,781
其他流动资产	3,981	6,470	6,859	7,229
<b>流动资产合计</b>	<b>36,942</b>	<b>40,834</b>	<b>47,206</b>	<b>53,880</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,187</b>	<b>7,330</b>	<b>7,550</b>	<b>7,606</b>
<b>资产总计</b>	<b>44,130</b>	<b>48,164</b>	<b>54,756</b>	<b>61,486</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	584	366	382	438
预收款项	825	1,078	1,143	1,205
应付股利	0	244	307	369
其他流动负债	6,459	6,321	7,135	7,872
<b>流动负债合计</b>	<b>7,043</b>	<b>6,687</b>	<b>7,517</b>	<b>8,310</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>68</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,110</b>	<b>6,689</b>	<b>7,519</b>	<b>8,312</b>
归属母公司所有者权益	36,093	40,249	45,688	51,280
其中: 实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	927	1,226	1,549	1,894
<b>股东权益合计</b>	<b>37,019</b>	<b>41,475</b>	<b>47,237</b>	<b>53,174</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>44,130</b>	<b>48,164</b>	<b>54,756</b>	<b>61,486</b>

## 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	