

推荐 (维持)

## 五粮液 (000858) 2014 年中报点评

风险评级：一般风险

二季度收入增速低于预期，期待旺季业绩改善

2014 年 8 月 28 日

### 投资要点：

李一凡

SAC 执业证书编号：

S0340513120001

电话：0755-23616031

邮箱：liyifan@dgzq.com.cn

**事件：**五粮液 (000858) 公布的14年中报显示，公司实现营业收入116.6亿元，同比减少24.9%，实现归属于上市公司股东的净利润40亿元人民币，同比减少30.9%，实现EPS为1.054元。

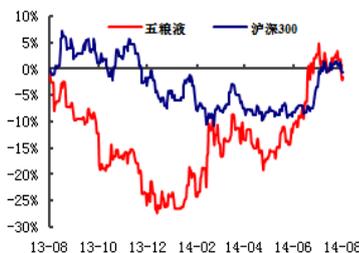
**点评：**

### 主要数据

2014 年 8 月 27 日

收盘价(元)	18.80
总市值(亿元)	713.65
总股本(亿股)	37.96
流通股本(亿股)	37.96
ROE (TTM)	16.52%
12 月最高价(元)	20.35
12 月最低价(元)	13.77

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

■ **二季度收入增速未改善，低于预期。**公司二季度收入49.4亿元，同比减少27.8%，收入下滑幅度未收窄 (Q1收入增速22.5%)，低于预期，可能受公司5月底降低的影响；实现归属于母公司净利润13.8亿元，同比减少36.1%，已连续四个季度增速下滑。

■ **销售费用大幅提升导致净利率下滑3.2pct。**上半年公司毛利率同比提升3.8pct至75.7%，主要由于公司加强成本控制使得营业成本同比减少35%。同期，由于公司加大市场支持力度使得销售费用同比大幅增加近五成，上半年销售费用率上升7.7pct至15.4%，是13年同期的两倍。销售费用率的大幅提升导致净利率下滑3.2pct至35.7%。

■ **Q3销量有望回升，但收入回升幅度低于销量。**考虑到中秋节前公司库存处在较低水平，9月旺季经销商有补库存需求，结合13年三季度的低基数，预计Q3销量增速有望回升，可能恢复到正增长。但因价格下调，Q3收入增速回升幅度会低于销量。

■ **积极变革谋求发展。**在行业调整期，公司积极改变营销管理模式，以期强化渠道控制力；降价以期实现顺价销售，减轻核心经销商压力；加大腰部产品开发，已经完成全价位和全产品线布局，客户群体重心已经转向“商务+大众”，顺应行业发展趋势。

■ **投资建议：维持推荐评级。**我们下调盈利预测，预计2014-2016年EPS分别为1.79元、1.95元、2.17元，对应当前股价PE分别为10.5倍、9.6倍、8.7倍。

■ **风险提示。**腰部产品拓展低于预期，价格管控不达预期。

### 主要财务指标预测表

单位 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万)	24,718.59	24,100.62	26,052.77	28,762.26
增长率 (%)	-9.13	-2.50	8.10	10.40
净利润 (百万)	7,972.81	6,791.58	7,404.34	8,222.06
增长率 (%)	-19.75	-14.82	9.02	11.04
毛利率 (%)	73.26	70.80	71.00	71.50
净利率 (%)	32.25	28.18	28.42	28.59
ROE (%)	21.54	16.01	15.33	15.00
<b>每股收益 (元)</b>	<b>2.10</b>	<b>1.79</b>	<b>1.95</b>	<b>2.17</b>

资料来源：东莞证券研究所，Wind

**东莞证券投资评级体系:**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券为全国综合性证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: [www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)