

2014年10月29日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

21.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2014/10/28)	17.28		
深证成指(2014/10/28)	7988.34		
股价 12 个月高/低	20.02/14.47		
总发行股数(百万)	3795.97		
A 股数(百万)	3795.56		
A 市值(亿元)	655.94		
主要股东	宜宾市国有资产经营有限公司(36.00%)		
每股净值(元)	10.05		
股价/账面净值	1.72		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.9	-10.9	11.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-09-25	18.46	买入
2014-08-28	18.37	买入

产品组合

酒类	96.9%
塑料制品	2.7%
印刷	0.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.0%
一般法人	58.1%

股价相对大盘走势



五粮液(000858.SZ)

Buy 买入

2014 年前三季度纯利同比下降 34%，看好外延式增长空间

结论与建议：

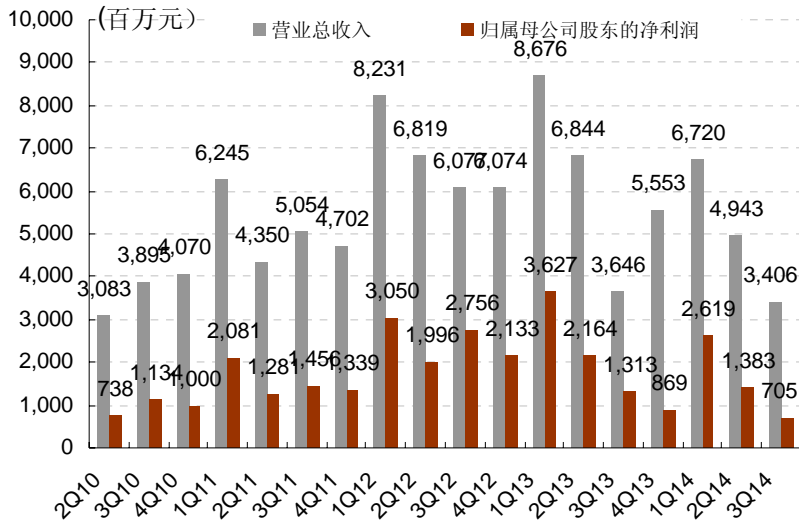
五粮液前三季度纯利同比下降 34%，低于预期，其中 3Q 业绩继续下滑，纯利同比下降 46%，主要是期间费用显著增加 23 个百分点至 40%。总体而言，从基本面看公司的短期业绩难以反转，但我们看好公司的并购能力所带来的外延式增长空间。目前公司股价对应 2014 年和 2015 年动态 P/E 分别为 11.59 倍和 11.02 倍，维持买入评级。

- 2014 年前三季度，公司实现营业收入 150.68 亿元，同比下降 21%，实现归属于上市公司股东的净利润为 47.07 亿元，同比下降 34%，基本每股收益 1.24 元，低于预期。
- 其中，三季度实现营业收入 34.06 亿元，同比下降 6.6%，实现归属上市公司净利润 7.05 亿元，同比下降 46%，经营业绩较上半年继续下滑。3Q 毛利率下降 1 个百分点至 72.67%，同时期间费用同比增加 23 个百分点至 40%，是业绩同比大幅下滑的主要原因。费用率增长速度超出预期，是 3Q 业绩低于我们预期的主要原因。
- 从基本面看，9 月底，五粮液针对已经完成 2014 年销售计划的核心经销商出台新的价格政策，相当于最新的普五提货价格下调约 5%，说明整个白酒行业的销售情况仍面临压力，行业调整仍在继续。4Q 将迎来白酒消费旺季，普五价格有望稳定甚至季节性回升，业绩有望改善。
- 综上，预计公司为了加大产品推广，期间费用仍将保持高水平，下调公司盈利预测，预计公司 2014 年、2015 年分别实现净利润 56.59 亿元(下调 12.52%)和 59.51 亿元(下调 13%)，分别同比下降 29.02%和增长 5.17%，对应的 EPS 为 1.49 元和 1.57 元。
- 抛开基本面，公司持有 257 亿元现金，而白酒公司估值在 10 亿以下的公司数量众多，因此，公司有足够的实力参与并购，外延式增长的空间大，这将增强有助于公司抗周期风险的能力。我们已经看到，公司抢在竞争对手前面，在不到一年的时间内完成两次并购，维持买入评级。

..... 接续下页

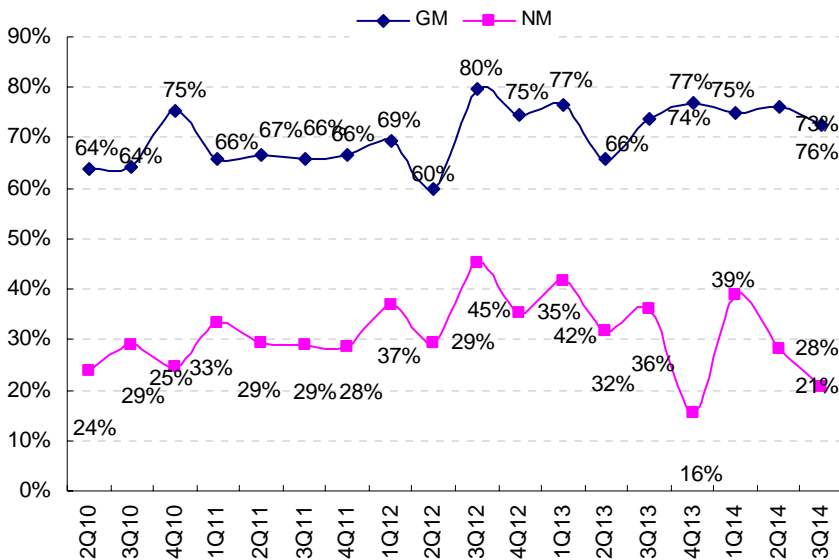
年度截止 12 月 31 日		2010	2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	4395	6157	9935	7973	5659	5951
同比增减	%	35.46	40.09	61.35	-19.75	-29.02	5.17
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.16	1.62	2.62	2.10	1.49	1.57
同比增减	%	35.44	40.07	61.34	-19.76	-29.01	5.17
市盈率(P/E)	X	14.92	10.65	6.60	8.23	11.59	11.02
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.50	0.80	0.70	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	-	2.89	4.63	4.05	2.89	2.89

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	22400	23072
经营成本	6895	8016	6610	6160	6460
营业税金及附加	1602	2006	1849	1555	1602
销售费用	2070	2259	3382	5534	5549
管理费用	1751	2009	2264	2110	2174
财务费用	-477	-790	-827	-712	-898
资产减值损失	12	3	5	3	-16
投资收益	2	3	4	-6	0
营业利润	8497	13702	11432	7743	8202
营业外收入	57	65	66	62	80
营业外支出	54	28	251	31	16
利润总额	8500	13739	11247	7774	8266
所得税	2106	3403	2925	1888	2066
少数股东损益	237	401	349	227	248
归属于母公司所有者的净利润	6157	9935	7973	5659	5951

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,不对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。