增费用保收入，动销有所恢复

——五粮液（000858）公司动态点评

投资评级：推荐（首次）

分析师

陈鹏 0755-83667314

Email:chpeng@cgws.com

执业证书编号:S1070514080008

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgws.com

执业证书编号:S1070514080006

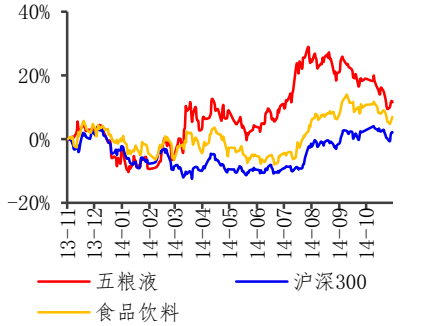
市场数据

目前股价	17.32
总市值（亿元）	657.46
流通市值（亿元）	657.39
总股本（万股）	379,597
流通股本（万股）	379,556
12 个月最高/最低	20.35/13.77

盈利预测

	2014E	2015E	2016E
营业收入	20,467	21,490	23,181
(+/-%)	-17.2%	5.0%	7.9%
净利润	6,189	6,585	7,158
(+/-%)	-22.4%	6.4%	8.7%
摊薄 EPS	1.63	1.73	1.89
PE	10.6	10.0	9.2

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

投资建议

预计公司 2014-2015 年 EPS 为 1.63、1.73 元，对应 PE 分别为 10.6X、10 .0X。公司具有品牌优势，目前估值低，四季度业绩弹性高，首次给予“推荐”评级。

投资要点

- **业绩符合预期：**公司发布三季报，2014 前三季度实现营业收入 150.7 亿元，同比下降 21.4%；归属于上市公司股东的净利润 47.1 亿元，同比下降 33.7%；EPS1.240 元。三季度单季度实现营业收入 34 亿元，同比下降 6.6%；归属于上市公司股东的净利润 7.1 亿元，同比下滑 46.26%；EPS0.186 元。业绩符合预期。
- **动销有所恢复：**二季度公司收入下滑 27.78%，三季度收入同比下滑 6.59%，三季度环比二季度降幅明显收窄。收入好转一方面是由于去年同期基数较低，另一方面是出厂价降低，公司主导产品 52° 水晶瓶五粮液销量增加。去年中秋五粮液终端价虚高，动销十分缓慢，今年降价后动销恢复，目前公司报表业绩已基本反映了真实的市场动销情况。
- **费用大幅上升：**2014 Q3 销售费用率高达 32.4%，同比上升 22.6 个百分点，主要是今年 5 月份调价政策之后，每瓶五粮液给经销商 120 元补贴，今年二季度、三季度相继确认经销商返利。另外，对于参加淡季储备计划的经销商，估计公司也需给额外的费用支持。预计大部分返利已体现在二、三季度报表中，四季度销售费用有望下降。
- **预收款有改善：**公司现金流和预收款有改善，2014Q3 应收票据余额下降 16 亿元，预收账款余额增加 2.4 亿元，使得当季经营性现金流净流入 10.7 亿元，单季度经营净现金流回升超过净利润，相比前两季度明显改善。五粮液已经完成了去库存周期，由于目前出厂价和一批价仍然倒挂，不排除公司未来会通过各种方式降低大经销商的成本。若公司能够平衡短期业绩和长期发展，控制好发货节奏，则春节期间价格有望稳定在 540-550 元，进而稳定渠道体系。
- **风险提示：**宏观经济下行；一批价继续下行；春节销售低于预期。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	27,201	24,719	20,467	21,490	23,181
营业成本	8,016	6,610	5,935	6,232	6,723
销售费用	2,259	3,382	3,070	3,224	3,477
管理费用	2,009	2,264	1,874	1,968	2,123
财务费用	-790	-827	-860	-1,017	-1,160
投资净收益	3	4	4	4	4
营业利润	13,702	11,432	8,915	9,475	10,283
营业外收支	37	-185	-185	-185	-185
利润总额	13,739	11,247	8,730	9,290	10,098
所得税	3,403	2,925	2,270	2,416	2,626
少数股东损益	401	349	271	289	314
净利润	9,935	7,973	6,189	6,585	7,158
资产负债表					（百万）
流动资产	37,922	36,942	41,371	46,516	52,145
货币资金	27,846	25,763	31,557	36,230	41,078
应收账款	81	75	62	66	71
应收票据	2,594	3,625	3,002	3,152	3,400
存货	6,680	6,886	6,183	6,492	7,002
非流动资产	7,325	7,187	6,838	6,484	6,125
固定资产	5,497	5,882	5,564	5,224	4,885
资产总计	45,248	44,130	48,208	53,000	58,271
流动负债	13,667	7,043	6,723	6,833	7,015
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	731	637	572	600	647
非流动负债	60	68	68	68	68
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	13,727	7,110	6,791	6,901	7,083
股东权益	31,521	37,019	41,416	46,096	51,182
股本	4,749	4,749	4,749	4,749	4,749
留存收益	26,407	31,343	35,469	39,860	44,633
少数股东权益	364	927	1,198	1,486	1,800
负债和权益总计	45,248	44,130	48,207	52,997	58,265
现金流量表					（百万）
经营活动现金流	8,691	570	7,518	6,371	6,596
其中营运资本减少	-1,682	-7,486	1,046	-363	-600
投资活动现金流	-924	-655	-521	-521	-521
其中资本支出	-126	-98	-105	-105	-105
融资活动现金流	-2,247	-1,830	-1,203	-1,178	-1,226
净现金总变化	5,519	-1,915	5,794	4,672	4,848

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长性					
营业收入增长	33.7%	-9.1%	-17.2%	5.0%	7.9%
营业成本增长	16.2%	-17.5%	-10.2%	5.0%	7.9%
营业利润增长	61.3%	-16.6%	-22.0%	6.3%	8.5%
利润总额增长	61.6%	-18.1%	-22.4%	6.4%	8.7%
净利润增长	61.3%	-19.7%	-22.4%	6.4%	8.7%
盈利能力					
毛利率	70.5%	73.3%	71.0%	71.0%	71.0%
销售净利率	36.5%	32.3%	30.2%	30.6%	30.9%
ROE	36.1%	23.3%	15.8%	15.1%	14.7%
ROIC	35.3%	22.9%	15.2%	14.3%	13.9%
营运效率					
销售费用/营业收入	8.3%	13.7%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用/营业收入	7.4%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
财务费用/营业收入	-2.9%	-3.3%	-4.2%	-4.7%	-5.0%
投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	24.8%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
应收账款周转率	347.4	316.0	296.7	335.5	339.9
存货周转率	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0
流动资产周转率	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5
总资产周转率	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
偿债能力					
资产负债率	30.3%	16.1%	14.1%	13.0%	12.2%
流动比率	2.8	5.2	6.2	6.8	7.4
速动比率	2.3	4.3	5.2	5.9	6.4
每股指标（元）					
EPS	2.62	2.10	1.63	1.73	1.89
每股净资产	8.3	9.8	10.9	12.1	13.5
每股经营现金流	2.3	0.2	2.0	1.7	1.7
每股经营现金/EPS	0.9	0.1	1.2	1.0	0.9
估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
PE	6.6	8.2	10.6	10.0	9.2
PEG	10.8	-41.8	-47.5	155.7	105.6
PB	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.5	6.6	8.5	8.1	7.6
EV/SALES	2.7	3.0	3.7	3.5	3.2
EV/IC	2.4	2.0	1.8	1.6	1.5
ROIC/WACC	3.5	2.3	1.5	1.4	1.4
REP	0.7	0.9	1.2	1.1	1.0

研究员介绍及承诺

陈 鹏： 武汉大学金融硕士，2012 年加入长城证券，食品饮料行业研究员。

张威威： 华中科技大学经济学硕士，2012 年加入长城证券，任食品饮料行业研究员

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘　璇：0755-83516231，18938029743，liux@cgws.com
王　涛：0755-83516127，13808859088，wangt@cgws.com
陈尚峰：0755-83515203，13826520778，chensf@cgws.com

北京联系人

赵　东：010-88366060-8730，13701166983，zhaodong@cgws.com
王　媛：010-88366060-8807，18600345118，wyuan@cgws.com
安雅泽：010-88366060-8768，18600232070，ayz@cgws.com
李珊珊：010-88366060-1133，18616891195，liss@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314，18602109861，xieyw@cgws.com
徐佳琳：021-61680673，13795367644，xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034　传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044　传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编：200135 传真：021-61680357
网址：http://www.cgws.com