

证券研究报告

平安食品饮料

**推荐 (上调)**

证券分析师

**汤玮亮** 投资咨询资格编号  
S1060512040001  
0755-22624571  
TANGWEILIAN978@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  
wangqiaoyi597@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。

## 五粮液(000858)

### 茅台控量保价，五粮液大势已稳

**事项：**根据媒体报道，茅台近期召开了经济运行分析会，重申茅台量价政策：茅台出厂价格不会降价；不提前执行2015年计划，2014计划用完即止；2015年茅台不增量，供货量小于或等于2014年茅台投放量。

**平安观点：**

■ **近期茅五价格回落主要由于淡季供给大幅增加所致，终端有动销，并非需求大幅下滑，预计民间消费可支撑茅五15-16年终端需求同比年均增长5-10%。**由于10-11月正处消费淡季，而茅台、五粮液出货量较大，因此过去1个月一批价持续回落，并非终端需求大幅下滑，现阶段茅台一批价820-830元，跌至出厂价附近，五粮液520-530元。整风运动发生后，茅五的需求有降价和反腐这两个一正一反的因素同时在发生作用，2H14这两个因素的影响都显著减弱，未来将回归正常增长，预计民间消费可支撑茅五15-16年终端需求同比年均增长5-10%。

■ **明确量价政策，预计茅台价格将企稳。**此次茅台会议的内容与我们对酒厂保价的一贯判断相符，我们认为茅台最好的价格策略就是将一批价格维持在840-850元，经销商保持微盈状态，同时可维护较好的品牌形象。随着茅台控量保价的措施出台，预计价格将不会继续下跌。

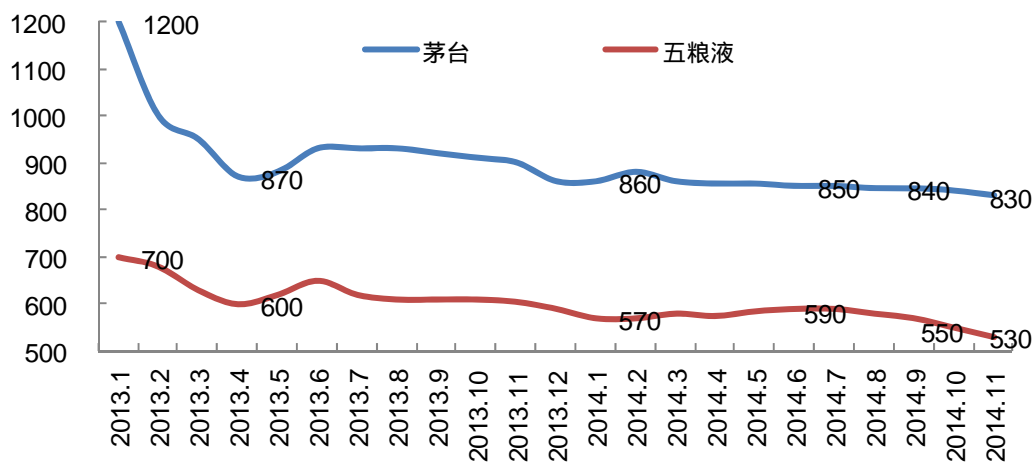
■ **14年茅台持续放量降价，是五粮液渠道政策效果不佳的重要原因。**由于13-14年五粮液价格持续倒挂，经销商盈利预期不稳定，多名大商转投茅台，这也是13-14年五粮液销售规模被茅台拉开差距的最主要原因。回顾过去几个月，五粮液已持续出台了非常多量价措施来维护渠道体系，包括：14年初给经销商120元返利，对各个片区计划做了调整，并根据实际需求动态调节计划量；5月武汉会议直接降价至609元，稳定经销商的盈利预期，同时加大市场管控力度；9月给完成计划的经销商按照509元的价格配酒，变相降低出厂价至576元。但上述措施成效均不显著，渠道体系仍未稳定，价格依然倒挂，我们认为主要有两个原因：(1) **14年茅台持续放量，价格下行，导致五粮液需求和价格受影响。**由于茅台为了填补13年因预收款调节所导致的报表高基数，14年持续放量，估计1-3Q14茅台实际出货量同比增幅达到10-15%，因此茅台一批价从2月的880元降至830元，分流了部分五粮液的需求，导致五粮液需求和价格受影响。(2) 五粮液在政策的落地执行层面还需改进。

■ **茅台稳价后，预计15年春节五粮液价格和渠道有可能稳定下来，关键在于能否扛住政府的短期业绩压力。**预计茅台稳价后，将不会再分流五粮液的需求。公司正在调整政策以适应终端变化，如控制509元配额酒的发货节奏以稳定价格。若公司能够扛住政府业绩压力，平衡好短期业绩和长期发展，当前渠道库存水平不高，春节消费量应足以稳住价格和渠道体系，从而提高渠道动力。另外，茅台控量保价也可能促成五粮液所处的地方政府降低业绩预期。

■ **我们维持现有盈利预测，预计公司2014-2015年实现每股收益1.64、1.72元，同比增长-22%、5.0%，对应PE分别为11、10倍，当前公司估值水平在白酒上市公司中处于较低位置，若考虑公司的现金/市值比较高，实际估值更低，预计价格、渠道、报表业绩的企稳将推动PE回升，上调五粮液至“推荐”的投资评级。**我们判断，15年春节旺季可能重建投资人对高端白酒调整见底后将缓慢回升的信心，且沪港通和预期中的深港通可能托底股价。“低估值+4Q14业绩弹性高+春节前经销商备货”可能成为14年底股价上涨的催化剂，值得密切关注。

■ **风险提示：**一批价继续下行，春节销售低于预期。

图表1 茅台、五粮液一批价变化趋势 单位：元/瓶



资料来源：平安证券研究所调研

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>24,719</b>	<b>20,252</b>	<b>20,491</b>	<b>21,868</b>
YoY	-9.1%	-18.1%	1.2%	6.7%
营业成本	6,610	5,137	5,567	5,842
毛利率	73.3%	74.6%	72.8%	73.3%
营业税金及附加	1,849	1,515	1,533	1,636
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	3,382	3,463	2,869	2,952
管理费用	2,264	2,127	2,152	2,296
财务费用	-827	-758	-863	-1,006
投资净收益	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>11,432</b>	<b>8,763</b>	<b>9,234</b>	<b>10,148</b>
加：营业外收入	66	66	66	66
减：营业外支出	251	35	66	66
<b>利润总额</b>	<b>11,247</b>	<b>8,793</b>	<b>9,234</b>	<b>10,148</b>
减：所得税	2,925	2,304	2,419	2,659
<b>净利润</b>	<b>8,322</b>	<b>6,490</b>	<b>6,815</b>	<b>7,489</b>
减：少数股东损益	349	273	287	315
<b>归属母公司所有者净利</b>	<b>7,973</b>	<b>6,216</b>	<b>6,528</b>	<b>7,174</b>
YoY	-19.7%	-22.0%	5.0%	9.9%
销售净利润率	32.3%	30.7%	31.9%	32.8%
<b>EPS (当年股本)</b>	<b>2.10</b>	<b>1.64</b>	<b>1.72</b>	<b>1.89</b>
<b>EPS (最新股本摊薄)</b>	<b>2.10</b>	<b>1.64</b>	<b>1.72</b>	<b>1.89</b>

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	8.4	10.8	10.3	9.3
PEG	-0.4	2.2	1.0	0.4
PB	1.9	1.7	1.5	1.4
P/S	2.7	3.3	3.3	3.1
EV/EBITDA	3.7	4.8	4.6	4.2
股息收益率	2.5%	2.8%	3.4%	4.5%
经营回报率				
ROE	22.1%	15.7%	14.7%	14.6%
ROA	18.1%	13.1%	12.3%	12.1%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	16.1%	13.9%	13.8%	13.8%
速动比率	4.3	5.3	5.4	5.6
运营效率				
存货周转率	1.0	0.8	1.0	1.0
流动资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	4.3	3.3	3.2	3.3

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	8,322	6,490	6,815	7,489
折旧摊销	682	708	827	941
营运资金投资	7,474	1,626	-192	-45
经营活动现金净流量	1,459	4,862	6,925	7,474
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	-1,655	-972	-1,210
当年现金净流量	-2,082	2,587	4,953	5,264

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	25,763	28,350	33,304	38,568
应收款项	75	64	63	68
预付款项	214	226	237	220
存货	6,886	5,350	5,799	6,085
其他流动资产	3,981	6,076	6,147	6,560
<b>流动资产合计</b>	<b>36,942</b>	<b>40,089</b>	<b>45,572</b>	<b>51,524</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>47,419</b>	<b>53,122</b>	<b>59,130</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	584	316	342	393
预收款项	825	1,013	1,025	1,093
应付股利	0	244	307	369
其他流动负债	6,459	6,252	7,013	7,759
<b>流动负债合计</b>	<b>7,043</b>	<b>6,568</b>	<b>7,355</b>	<b>8,152</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>6,570</b>	<b>7,356</b>	<b>8,153</b>
归属母公司所有者权益	36,093	39,649	44,279	49,175
其中：实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	927	1,200	1,487	1,802
<b>股东权益合计</b>	<b>37,019</b>	<b>40,849</b>	<b>45,765</b>	<b>50,977</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>44,130</b>	<b>47,419</b>	<b>53,122</b>	<b>59,130</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：

此报告旨为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 PING AN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号  
荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金  
融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街 23 号平安  
大厦 6 楼 601 室

邮编：100031