



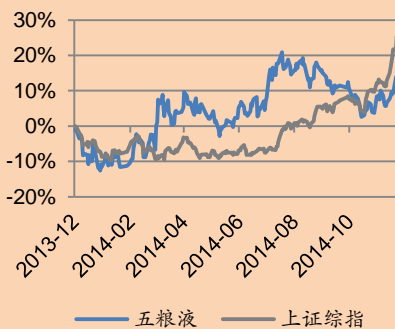
五粮液 (000858)

投资评级: 买入

报告日期: 2014-12-12

当前价格 (元) **20.35**
目标价格 (元) **26.70**
目标期限 (月) **6**

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	3,795.97
A 股股本(百万股)	3,795.97
B/H 股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	772.5
A 股流通比例(%)	100.0
第一大股东	宜宾市国有资产经营有限公司
第一大股东持股比例	36.00
12 个月最高/最低(元)	21.59/14.47

王俊杰

021-60956106

wjjhazq@163.com

S0010513100001

与百富门合作开发新产品, “两条腿”站起来

事件:

五粮液今日发布公告, 公司与 BROWN-FORMAN CORPORATION (中文名: 百富门公司) 签署《项目合作协议》, 拟合力研发新产品并进一步探讨可能的深入合作。合作协议约定, 双方通过利用各自优势、经验和资源, 各自发挥所长, 建立合作框架, 合力研发新产品并将其商业化和推入市场, 合力就新研发产品进行消费者调查和深入研究。在展开此类活动的同时, 双方将进一步探讨和研究可能的合作机会和模式。双方若在约定的时间内仍未能研发出符合市场需求的产品, 则任何一方有权终止协议。

主要观点:

□ 百富门公司实力雄厚, 与百富门合作前景广阔。

百富门公司成立于 1870 年, 是美国最大的酒业公司, 公司的烈酒和葡萄酒品牌有 30 余个, 产品销往全球 135 个国家和地区, 年销售额近 36 亿美元。主要品牌包括 Jack Daniels (杰克丹尼) 威士忌, Southern Comfort (金馥力娇)、朗姆酒、Finlandia (芬兰牌) 伏特加, Canadian Mist (卡宁顿) 威士忌, 和 Korbel (科贝尔) 香槟, 百富门在国际经营、产品研发、品牌定位、分销和创意营销等领域具有较丰富经验。我们认为, 公司与百富门合作开发新产品是强强对话, 前景广阔。

□ 面对行业不景气, 公司“两条腿”迎接挑战, 彰显长远战略眼光。

随着房地产投资增速的下滑和政府八项规定政策的加紧实施, 本轮白酒的高速增长周期宣告终结, 白酒行业面临着长期和短期的双重压力, 长期来看, 80 后、90 后进入消费旺盛期, 而这一新生代对白酒的消费热情较其父辈逊色不少, 因此, 白酒中长期需求增长前景不明朗; 短期来看, 房地产增速趋势性下跌降低白酒政务商务消费需求, 政府八项规定和反腐力度的加强使政务白酒消费需求大幅下滑。面对行业的不利冲击, 我们认为, 公司对白酒行业未来发展趋势的把握精准。而且积极进行战略调整应对挑战: 首先, 公司主动调整产品结构, 下调高端白酒价格, 推出中低端白酒新品, 品牌重新定位为“1+5+N”, 收购区域中低端品牌, 依托品牌整合市场, 应对短期行业不景气局面; 而与百富门合作开发新产品是公司应对行业长期变化进行的重大举措。我们认为, 公司战略发展重点向中低端白酒倾斜和与国际品牌合作迎接新消费趋势是公司“两条腿”来应对行业挑战的重要战略转型, 彰显公司长远眼光。

□ 短期经营见底, 看好行业整合预期。

在行业增速大幅下滑的情况下, 公司积极应对, 下调价格, 主动刺破行业泡沫, 导致今年公司收入增速和利润增速大幅下滑, 从公司存货和应收情况来看, 目前公司库存消化情况良好, 无大量存货积压, 而且应收的增长处于合理范围, 我们认为公司短期经营情况见底。我们看好公司依托五粮液的强大品牌力进行行业整合的发展前景。

□ 盈利预测和估值

我们公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 197.74 亿元、217.52 亿和 250.15 亿元，实现归属于母公司股东净利润分别为 59.24 亿元、66.73 亿元和 76.66 亿元，EPS 分别为 1.56 元、1.76 元和 2.02 元，对应当前股价的估值分别为 13.04、11.58 和 10.08，我们看好公司未来发展前景，短期估值提升空间巨大，给予公司“买入”评级，6 个月目标价 26.70 元。

主要财务指标：

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	47779	54468	61549	69550
收入同比(%)	14%	14%	13%	13%
归属母公司净利润	3187	4697	5814	7327
净利润同比(%)	86%	47%	24%	26%
毛利率(%)	28.7%	32.0%	32.0%	33.0%
ROE(%)	19.6%	22.3%	22.1%	22.2%
每股收益(元)	1.04	1.53	1.90	2.39
P/E	25.54	17.33	14.00	11.11
P/B	5.05	3.87	3.10	2.48
EV/EBITDA	20	14	11	9

资料来源：华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	16,467	15,658	18,660	22,665	营业收入	47,779	54,468	61,549	69,550
现金	8,173	5,951	6,728	7,581	营业成本	34,083	37,038	41,853	46,599
应收账款	464	522	590	667	营业税金及附加	234	272	308	348
其他应收款	124	149	169	191	销售费用	8,546	9,532	10,463	11,684
预付账款	330	(53)	(415)	(855)	管理费用	2,392	2,451	2,462	2,712
存货	3,683	4,059	4,587	5,107	财务费用	(33)	86	70	27
其他流动资产	3,694	5,029	7,001	9,975	资产减值损失	30	10	(4)	(4)
非流动资产	16,410	13,914	13,523	13,283	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	558	565	564	562	投资净收益	131	50	50	50
固定资产	10,430	9,770	9,109	8,449	营业利润	2,659	5,128	6,447	8,234
无形资产	913	852	795	742	营业外收入	440	500	500	500
其他非流动资产	4,509	2,728	3,055	3,530	营业外支出	38	50	50	50
资产总计	32,877	29,572	32,183	35,949	利润总额	3,060	5,578	6,897	8,684
流动负债	15,517	16,081	16,571	17,833	所得税	(141)	837	1,034	1,303
短期借款	4,086	3,582	3,009	2,383	净利润	3,201	4,742	5,862	7,381
应付账款	5,192	5,747	6,352	7,134	少数股东损益	14	44	48	54
其他流动负债	6,239	6,752	7,211	8,317	归属母公司净利润	3,187	4,697	5,814	7,327
非流动负债	1,048	1,211	1,396	1,641	EBITDA	3,749	5,936	7,234	8,975
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.04	1.53	1.90	2.39
其他非流动负债	1,047	1,211	1,396	1,641					
负债合计	16,565	17,292	17,968	19,474					
少数股东权益	188	232	280	333					
股本	2,043	3,064	3,064	3,064					
资本公积	7,539	7,191	7,191	7,191					
留存收益	6,556	10,783	16,016	22,611					
归属母公司股东权益	16,125	21,039	26,272	32,866					
负债和股东权益	32,877	38,563	44,519	52,674					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	5,475	5,457	5,296	6,576
净利润	3,201	4,697	5,814	7,327
折旧摊销	1,143	721	717	714
财务费用	82	86	70	27
投资损失	(131)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(2,739)	(52)	(1,299)	(1,492)
其他经营现金流	3,919	54	44	49
投资活动现金流	(6,260)	392	51	52
资本支出	0	0	0	0
长期投资	10	(6)	1	2
其他投资现金流	(6,270)	398	50	50
筹资活动现金流	7,241	(382)	(1,226)	(1,387)
短期借款	1,508	(504)	(573)	(626)
长期借款	(4)	0	0	0
普通股增加	444	1,021	0	0
资本公积增加	5,694	(348)	0	0
其他筹资现金流	(402)	(552)	(653)	(760)
现金净增加额	6,455	5,466	4,121	5,241

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	13.78%	14.00%	13.00%	13.00%
营业利润	64.58%	92.86%	25.71%	27.72%
归属于母公司净利润	85.61%	47.38%	23.77%	26.02%
获利能力				
毛利率(%)	28.67%	32.00%	32.00%	33.00%
净利率(%)	6.67%	8.62%	9.45%	10.54%
ROE(%)	19.62%	22.29%	22.08%	22.23%
ROIC(%)	47.40%	48.05%	25.08%	26.48%
偿债能力				
资产负债率(%)	50.38%	44.84%	40.36%	36.97%
净负债比率(%)	9.39%	30.69%	26.28%	22.21%
流动比率	1.06	0.97	1.13	1.27
速动比率	0.82	0.72	0.85	0.98
营运能力				
总资产周转率	1.81	1.74	1.99	2.04
应收账款周转率	151.83	152.75	154.91	154.91
应付账款周转率	10.00	9.96	10.17	10.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.53	1.90	2.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	1.78	1.73	2.15
每股净资产(最新摊薄)	5.26	6.87	8.57	10.73
估值比率				
P/E	25.5	17.3	14.0	11.1
P/B	5.0	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	19.67	14.14	11.49	9.14

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。