

推荐（维持）

五粮液（000858）2014 年年报点评

风险评级：一般风险

15 年有望出现恢复性改善，国企改革与并购值得关注

2015 年 4 月 17 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

主要数据

2015 年 4 月 16 日

收盘价(元)	27.05
总市值(亿元)	1026.82
总股本(亿股)	37.96
流通股本(亿股)	37.96
ROE(TTM)	14.80%
12 月最高价(元)	27.26
12 月最低价(元)	15.33

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

事件：五粮液（000858）公布的14年报显示，公司实现营业收入210亿元人民币，同比减少15%，实现归属于上市公司股东的净利润58.3亿元人民币，同比减少26.8%，实现EPS为1.54元。同时公告分配预案，拟每10股派发现金股利6元（含税）。

点评：

- **四季度收入和净利出现恢复性增长。**公司2014年实现收入、营业利润、归母净利润分别为210亿元、80.3亿元、58.3亿元，同比增速分别为-15%、-29.7%、-26.8%，其中Q4收入、营业利润、归母净利润分别为59.4亿元、16亿元、11.3亿元，同比增速分别为7%、15%、29.8%。自2013年第三季度以来，公司收入和利润连续5个季度同比下滑，在春节延后情况下，2014Q4收入录得7%正增长超市场预期。由于降价，公司Q4毛利率同比下降10.5pct至66.6%，同时由于2014Q3公司确认了大部分价格补贴费用，Q4销售费用率和管理费用率下降11pct，从而Q4净利率同比提升近3.2pct至19.6%，使得Q4净利润明显回升。
- **外部环境最差时点已过，15年有望出现恢复性改善。**经过近三年的调整，高端酒需求已见底，价格重新定位格局已完成，五粮液已占据600元左右零售价位，受益于高端酒需求恢复。更为重要的是茅台2015年控量保价政策明确，对五粮液量价的冲击减弱。根据3月11日食品商务网的消息，2015年1-2月份公司总销量增长10%，销售如期稳步复苏，我们认为公司15年出现恢复性改善是大概率事件。
- **预计2015年并购整合进度可能加快。**公司账面有大量现金，2014年末现金高达224亿元，且资产负债率低仅13.1%，具备并购能力。同时公司并购意愿较强，近两年一直积极推动产业整合，公司并购动作从2013年开始，经过两年的摸索之后，预计2015年并购整合进度可能加快，且并购标的规模有望超过永不分裂和五谷春，并购加速打开想象空间。
- **预计2015年白酒行业进入国企改革爆发期，公司激励机制有望突破。**预计2015年白酒行业改革的深度和广度将超过2014年，进入爆发期。五粮液的改革涉及集团公司和股份公司两个层面，相对复杂。改革的具体方案需由国资管理部门认可，实施时间也要由国资管理部门安排，但在行业加速改革推进的背景下，预计五粮液股份公司2015年将进行国企改革，有望在高管和营销团队激励机制上实现突破。
- **投资建议：维持推荐评级。**预计2015-2016年每股收益分别为1.57元、1.73元，相应PE为17倍、16倍，维持推荐评级。
- **风险提示。**腰部产品拓展低于预期，价格管控不达预期。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	24,719	21,011	22,062	24268
营业总成本	13,283	12,994	13,755	15133
营业成本	6,610	5772	6,133	6,747
营业税金及附加	1849	1517	1611	1772
销售费用	3382	4309	4589	5096
管理费用	2264	2047	2162	2378
财务费用	-827	-658	-740	-860
其他经营收益	(3)	14	15	15
公允价值变动净收益	(7)	0	0	0
投资净收益	4	14	15	15
营业利润	11432	8032	8322	9150
加营业外收入	66	60	60	60
减营业外支出	251	76	76	76
利润总额	11247	8016	8306	9134
减所得税	2925	1958	2035	2238
净利润	8322	6058	6271	6896
减少数股东损益	349	223	307	338
归母公司所有者的净利润	7973	5835	5964	6558
基本每股收益(元)	2.10	1.54	1.57	1.73

数据来源：Wind，东莞证券研究所

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股份有限公司（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股份有限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