

2015年04月17日

群益香港研究部
hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 30.00

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價(2015/4/17)	26.75		
深證成指(2015/4/17)	14149.34		
股價 12 個月高/低	27.05/16.09		
總發行股數(百萬)	3795.97		
A 股數(百萬)	3795.56		
A 市值(億元)	1026.81		
主要股東	宜賓市國有資產經營有限公司(36.00%)		
每股淨值(元)	10.39		
股價/賬面淨值	2.60		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	18.4	25.5	59.3

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2014-10-29	17.28	買入
2014-09-25	18.46	買入

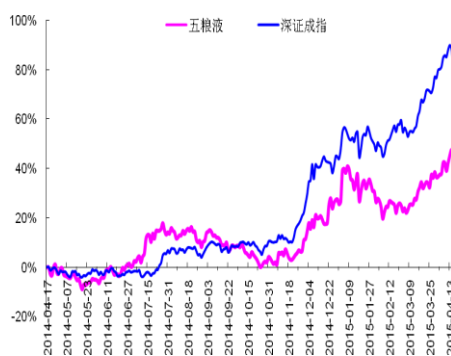
產品組合

酒類	96.9%
塑料製品	2.7%
印刷	0.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	7.0%
一般法人	58.1%

股價相對大盤走勢



五糧液(000858.SZ)

Buy 買入

2014 年純利同比下降 27%，4Q 經營狀況好轉

結論與建議：

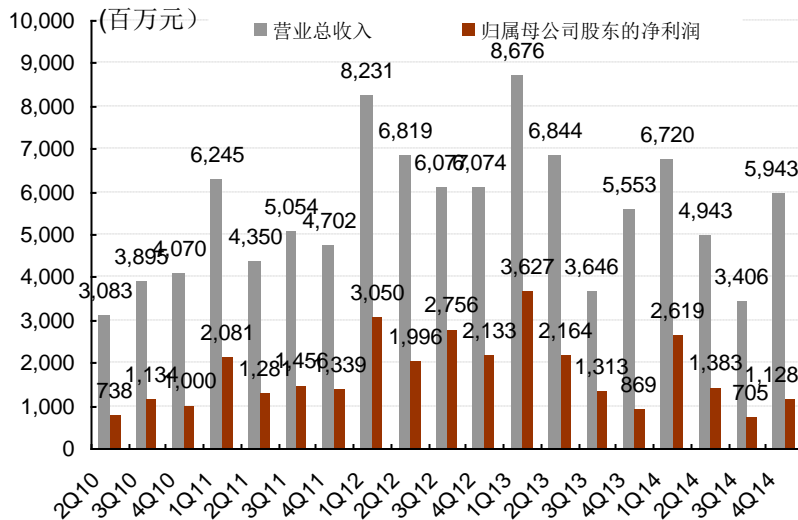
五糧液 2014 年純利同比下降 27%，其中 4Q 純利同比增長 30%，符合預期。總體而言，從基本面看公司的短期業績難以反轉，但我們看好公司的并購能力所帶來的外延式增長空間。目前公司股價對應 2015 年和 2016 年動態 P/E 分別為 21 倍和 23.5 倍，維持買入評級。

- 受白酒行業持續調整的影響，2014 年全年五糧液銷售白酒 11.88 萬噸，同比下降 21%，實現營業總收入 210.11 億元，同比下降 15.00%，實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 58.35 億元，同比下降 26.81%。對應每股收益 1.54 元，符合我們預期。分紅方案：每 10 股派發現金紅利 6 元（含稅）。
- 從全年業績看，毛利率下降和期間費用率增加的趨勢在延續，全年營業利潤率 38.2%，同比下降 8.1 個百分點，表明一線白酒競爭仍激烈。2014 年綜合毛利率同比下降 0.8 個百分點至 72.5%，期間費用率增加 7.7 個百分點至 27.12%。不過，從預收款看，2014 年底公司預收款 8.58 億元，同比增加 4%，沒有繼續惡化。
- 從單季度看，4Q 屬白酒消費旺季，單季實現營收 59.43 億元，同比增加 7%，實現純利 11.28 億元，同比增加 30%，經營狀況較前三季明顯好轉。4Q 毛利率 66.6%，同比下降 10.5 個百分點，但同時期間費用率下降 11 個百分點至 32.25%，使營業利潤率提高 1.9 個百分點至 26.9%。
- 白酒行業經過 2 年調整，目前一線陣營明朗，一線和二線白酒的價格差逐漸清晰，但在經濟增速放緩的背景下，大眾的白酒消費和對白酒的價格預期也會受到負面影響，我們預計為了適應經濟新常態，以及出廠價格和一批價格依然倒掛的背景下，五糧液的價格仍存在繼續下探的壓力。因此，從基本面看，公司堅持 2015 年不降價的策略，勢必對整體營收增長有負面影響，短期業績反轉尚難。但是另一方面，4Q 業績表明未來經營業績大幅惡化的可能性也很低。一線白酒企業正在憑藉自身的品牌和措施走出低谷。
- 2015Q1 恰逢春節，在大力促銷的背景下，部分渠道數據顯示出貨量良好，加上春節備貨較 2014 年同期延後，基期不同，據此預估 2015Q1 經營數據同比可能錄得增長，但是鑒于國內經濟增速下行的壓力依然較大，預計全年經營業績較難反轉。預計公司 2015 年、2016 年分別實現淨利潤 48.28 億元和 43.66 億元，分別同比下降 17.25%和下降 9.57%，對應的 EPS 為 1.27 元和 1.15 元。
- 由于行業處在調整期，預計行業內并購將漸盛，公司持有 224 億元現金，而白酒公司估值在 10 億以下的公司數量眾多，因此，公司有足夠的實力參與并購，外延式增長的空間大，這將有助于提高公司抗周期風險的能力。我們已經看到，公司搶在競爭對手前面，在不到一年的時間內完成兩次并購。

.....接續下頁

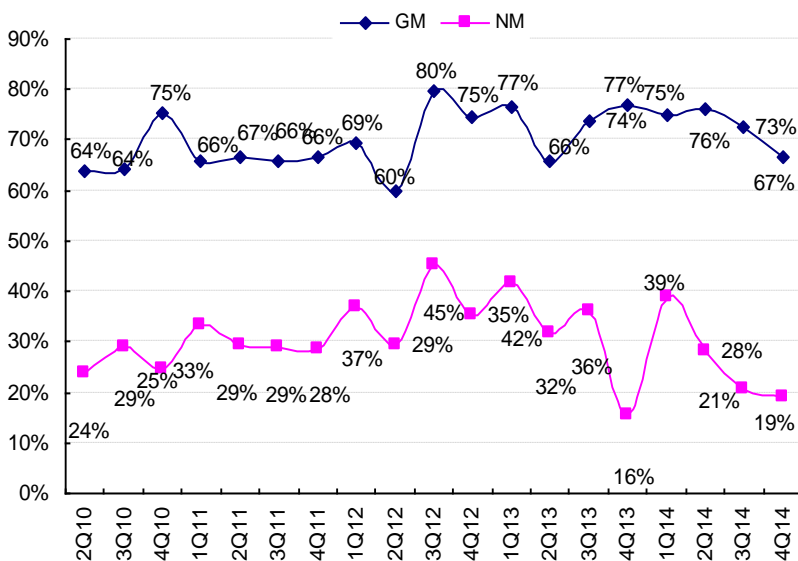
年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	6157	9935	7973	5835	4828	4366
同比增減	%	40.09	61.35	-19.75	-26.81	-17.25	-9.57
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.62	2.62	2.10	1.54	1.27	1.15
同比增減	%	40.07	61.34	-19.76	-26.80	-17.25	-9.57
市盈率(P/E)	X	16.68	10.34	12.88	17.60	21.27	23.52
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.80	0.70	0.60	0.50	0.45
股息率 (Yield)	%	1.85	2.96	2.59	2.22	1.85	1.66

圖 1：五糧液分季度營收和淨利潤變動表 單位：百萬元



數據來源：公司公告，群益證券整理

圖 2：五糧液分季度毛利率和淨利潤率變動表 單位：%



數據來源：公司公告，群益證券整理

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
營業收入	27201	24719	21011	19256	19834
經營成本	8016	6610	5772	5392	5950
營業稅金及附加	2006	1849	1517	1391	1432
銷售費用	2259	3382	4309	4721	5306
管理費用	2009	2264	2047	1876	1932
財務費用	-790	-827	-658	-749	-771
資產減值損失	3	5	6	-16	-16
投資收益	3	4	14	0	0
營業利潤	13702	11432	8032	6642	6000
營業外收入	65	66	60	80	80
營業外支出	28	251	76	16	16
利潤總額	13739	11247	8016	6706	6064
所得稅	3403	2925	1958	1676	1516
少數股東損益	401	349	223	201	182
歸屬於母公司所有者的淨利潤	9935	7973	5835	4828	4366

附二：合并資產負債表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
貨幣資金	27846	25763	22382	18850	16137
應收賬款	81	75	123	135	149
存貨	6680	6886	8091	9710	11652
流動資產合計	37922	36942	38500	31695	30938
長期股權投資	120	121	868	955	1050
固定資產	5497	5882	5676	5904	6140
在建工程	856	223	385	400	416
非流動資產合計	7325	7187	7909	8058	8406
資產總計	45248	44130	46409	39753	39343
流動負債合計	13667	7043	5925	5984	6044
非流動負債合計	60	68	151	166	183
負債合計	13727	7110	6076	6150	6227
少數股東權益	364	927	903	993	1082
股東權益合計	31157	36093	39430	32610	32034
負債及股東權益合計	45248	44130	46409	39753	39343

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	8750	1459	795	878	767
投資活動產生的現金流量淨額	-341	-321.88	-1187	-1332	-1002
籌資活動產生的現金流量淨額	-2114	-3219	-2989	-3078	-2478
現金及現金等價物淨增加額	6295	-2082	-3381	-3532	-2713

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。