

2014年10月29日

# 五粮液 (000858)

——业绩符合预期，现金流明显改善，维持增持评级

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据： 2014年10月28日	
收盘价(元)	17.28
一年内最高/最低(元)	20.35/14.33
上证指数/深证成指	2338/7988
市净率	1.7
息率(分红/股价)	4.05
流通A股市值(百万元)	65587
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据： 2014年09月30日	
每股净资产(元)	10.05
资产负债率%	12.58
总股本/流通A股(百万)	3796/3796
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《五粮液(000858)中报点评：业绩符合预期，正处逐步改善阶段，维持增持评级》 2014/08/28

《五粮液(000858)跟踪点评：降价影响偏中性，关注市场管理效果，维持增持评级》 2014/05/19

### 证券分析师

邓敬东 A0230513030002  
dengjd@swsresearch.com

### 联系人

姚彦君  
(8621)23297818x7455  
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	24,719	-9	7,973	-20	2.10	73.3	22.1	8	3
14Q1-3	15,068	-21.4	4,707	-33.7	1.24	74.9	12.3	-	-
2014E	21,769	-11.9	6,069	-23.9	1.60	67.0	14.4	11.0	8.5
2015E	22,776	4.6	6,512	7.3	1.72	66.7	13.4	10.2	8.0
2016E	24,573	7.9	7,278	11.8	1.92	67.2	13.0	9.2	7.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点：

- **前三季度每股收益 1.24 元，业绩符合预期。**前三季度实现收入 150.68 亿，同比下滑 21.38%，实现营业成本 37.88 元，同比下滑 29%，实现营业利润 64.34 亿元，同比下滑 36%，实现归属母公司净利 47.07 亿元，同比下滑 33.7%。三季度单季实现收入 34.06 亿，同比下滑 6.6%，实现归属母公司净利 7.05 亿元，同比下滑 46.31%。前三季度每股收益为 1.24 元，三季度单季每股收益为 0.186 元。业绩基本符合预期。
- **投资评级与估值：**考虑 7、8 月份销售回款情况，我们略微下调 2014 年盈利预测，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.6 元（原有预测为 1.64 元）、1.72 元、1.92 元。对应目前股价 PE 分别为 11 倍、10 倍与 9 倍，维持增持评级。
- **有别于大众的认识：**1) 三季度单季收入降幅收窄至 6.6%，现金流状况明显改善，三季度单季销售商品与提供劳务现金流入为 47.43 亿元，同比增长超过 100%。较上半年增速明显提高。这一方面是由于去年基数较低，另一方面也由于 9 月底调整价格政策后，经销商特别是小商打款的积极性有所提高，从草根调研显示部分经销商为拿到奖励完成全年打款，9 月回款较 7、8 月有所上升。2) 净利增速远低于收入的主因在于三季度销售费用大幅上升。三季度销售费用达 11 亿，同比增长 2 倍多。过往经验是三季度销售费用基本处于全年低点，经销商返利往往在四季度结算，但今年二季度、三季度相继确认经销商返利，导致三季度销售费用率同比上升 22.6 个百分点。我们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。3) 9 月份对完成全年计划的经销商按 2:1 奖励 509 价格的政策出台后，经销商实际成本已降至 576 元左右，但目前五粮液一批价在 560-570 元左右，渠道仍然没法盈利，经销商的信心与动力仍然不足。我们认为目前的核心问题在于五粮液如何理顺渠道，而非仅仅报表问题。
- **股价表现的催化剂：**一批价走势、经销商大会
- **核心假设风险：**渠道顺价进度慢、竞争对手新措施

**表 1：五粮液盈利预测表**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	20,351	27,201	24,719	21,769	22,776	24,573
二、营业总成本	11,854	13,503	13,283	13,378	13,771	14,508
其中：营业成本	6,895	8,016	6,610	7,173	7,586	8,070
营业税金及附加	1,602	2,006	1,849	1,600	1,674	1,806
销售费用	2,070	2,259	3,382	3,483	3,303	3,317
管理费用	1,751	2,009	2,264	1,959	2,050	2,212
财务费用	(477)	(790)	(827)	(799)	(841)	(898)
资产减值损失	12	3	5	(38)	0	0
加：公允价值变动收益	(2)	1	(7)	0	0	0
投资收益	2	3	4	0	0	0
三、营业利润	8,497	13,702	11,432	8,391	9,005	10,065
加：营业外收入	57	65	66	40	40	40
减：营业外支出	54	28	251	30	30	30
四、利润总额	8,500	13,739	11,247	8,401	9,015	10,075
减：所得税	2,106	3,403	2,925	2,079	2,231	2,494
五、净利润	6,394	10,336	8,322	6,322	6,784	7,582
少数股东损益	237	401	349	253	271	303
归属于母公司所有者的净利润	6,157	9,935	7,973	6,069	6,512	7,278
<b>六、基本每股收益</b>	<b>1.62</b>	<b>2.62</b>	<b>2.10</b>	<b>1.60</b>	<b>1.72</b>	<b>1.92</b>
<b>全面摊薄每股收益</b>	<b>1.62</b>	<b>2.62</b>	<b>2.10</b>	<b>1.60</b>	<b>1.72</b>	<b>1.92</b>

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。