

## 五粮液半年报点评

评级：持有

公司事件点评

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

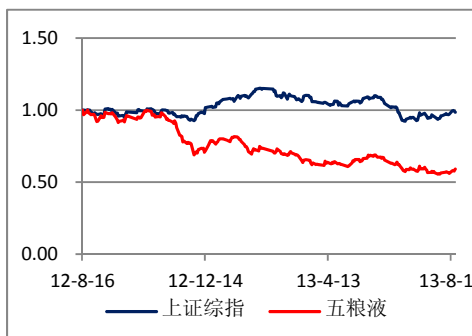
研究员：王学谦

电话：010-83121966

Email: wangxq@tpyzq.com.cn

执业证书编号：S1190511120001

走势比较



### 相关报告

#### 事件：五粮液公布 2013 年半年报

- ◆ 上半年，五粮液共实现营业收入 155.20 亿元，同比增长 3.12%；营业利润 82.27 亿元，同比增长 18.7%；利润总额 80.19 亿元，同比增长 15.32%；归属上市公司股东的净利润 57.91 亿元，同比增长 14.76%；基本每股收益 1.526 元，同比增长 14.82%；加权平均净资产收益率 17.01%，下降 2.23 个百分点。
- ◆ 上半年，五粮液白酒业务营业收入 148.24 亿元，同比增长 2.7%。毛利率 74.11%，同比提升 7.12 个百分点。收入增长速度急剧下降而毛利率水平有较大提升。毛利率大幅度提升主要是由于成本大幅减少，上半年营业成本同比较少 16.67。
- ◆ 上半年，五粮液的销售费用率 7.7%，同比下降个 0.37 个百分点。管理费用率 7.0%，同比上升 0.87 个百分点。费用率变动与成本率变动的综合作用使净利率提升至 38.92，同比提升 4.09 个百分点。
- ◆ 上半年白酒行业遭遇了严峻的经济环境，高端酒消费受到很大冲击。五粮液通过营销渠道的调整和推出新产品等措施，正逐步消化外部环境的不利影响，适应新的市场环境。虽然如此，短期内市场环境的不利影响仍然难以排除。虽然盈利水平可以通过内部管理措施来保持，但是收入和利润的高速增长难以维持。白酒行业的景气程度与固定资产投资增长有密切的关系，近期政府的相关政策对白酒行业的实际影响仍有待观察，因此五粮液面临的市场环境存在较大不确定性。
- ◆ 因此下调对五粮液评级至“持有”。
- ◆ 风险提示：五粮液的利润主要来源于高档产品，高档酒消费受经济环境影响较大，而且市场竞争激烈，对于其风险应予以充分关注。

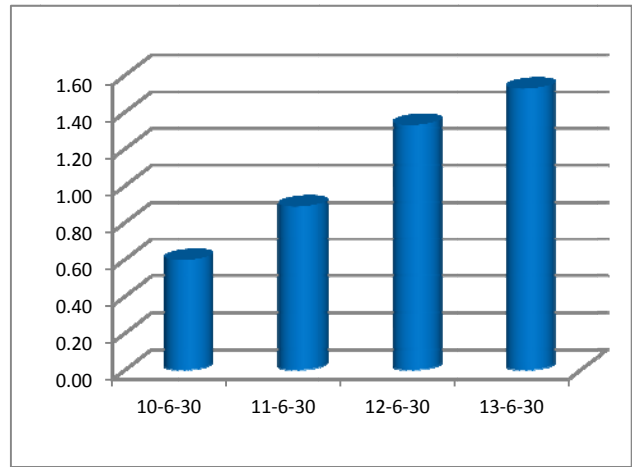
图 1、相对估值水平溢价变动情况



资料来源：太平洋研究院整理

图 2、EPS 变动

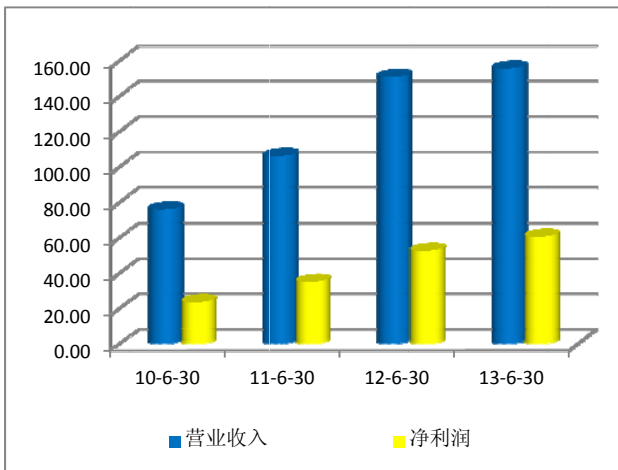
单位：元



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

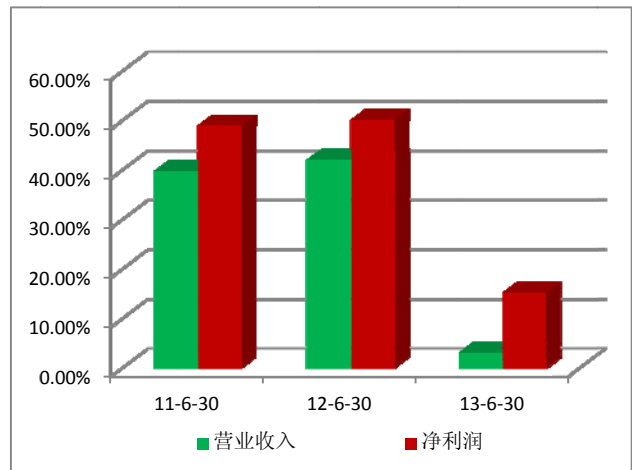
图 3、营业收入及净利润变动

单位：亿元



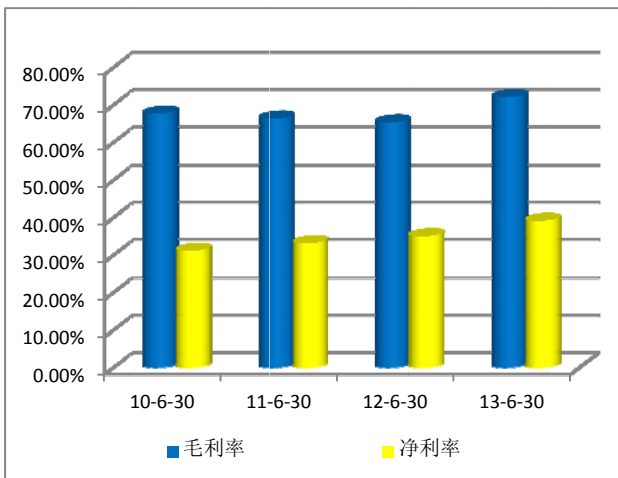
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 4、营业收入及净利润同比增长率



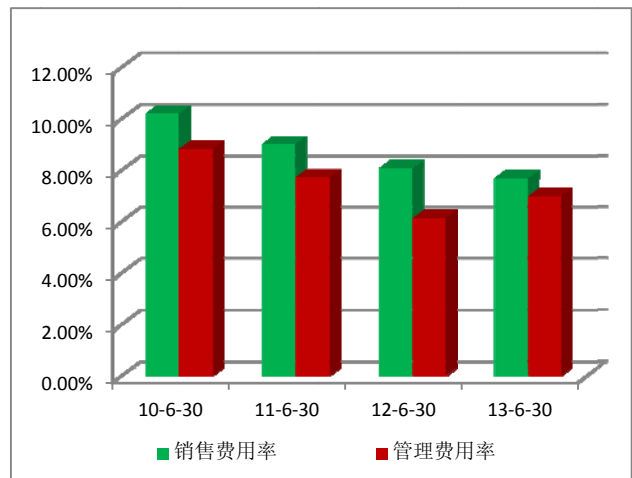
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 5、毛利率、净利率变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图 6、销售费用、管理费用变动情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**利润表**
**资产负债表**

项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E	项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E
一、营业总收入	20,351	27,201	26,113	货币资金	21,551	27,846	38,782
减：营业成本	6,895	8,016	6,789	应收票据	1,939	2,594	2,481
营业税金及附加	1,602	2,006	1,854	应收账款	76	81	65
销售费用	2,070	2,259	2,193	预付账款	255	259	235
管理费用	1,751	2,009	2,115	其他应收款	43	26	26
财务费用	(477)	(790)	(117)	存货	5,537	6,680	5,771
资产减值损失	12	3	3	其他流动资产	0	0	0
加：投资收益	2	3	3	<b>流动资产合计</b>	<b>29,713</b>	<b>37,922</b>	<b>47,360</b>
二、营业利润	8,497	13,702	13,278	长期股权投资	131	120	120
加：营业外收支净额	3	37	30	固定资产	5,905	5,497	5,507
三、利润总额	8,500	13,739	13,308	在建工程	787	856	906
减：所得税费用	2,106	3,403	3,327	无形资产	297	290	275
四、净利润	6,394	10,336	9,981	其他非流动资产	0	0	0
归属于母公司的利润	6,157	9,935	9,581	<b>非流动资产合计</b>	<b>7,193</b>	<b>7,325</b>	<b>6,809</b>
<b>五、基本每股收益 (元)</b>	<b>1.62</b>	<b>2.62</b>	<b>2.52</b>	<b>资产总计</b>	<b>36,906</b>	<b>45,248</b>	<b>54,169</b>

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E
<b>EV/EBITDA</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>3.64</b>
<b>成长能力:</b>			
营业收入同比	30.9%	33.7%	-4.0%
营业利润同比	39.4%	61.3%	-3.1%
净利润同比	40.2%	61.6%	-3.4%
<b>营运能力:</b>			
存货周转率	4.05	4.45	4.19
总资产周转率	0.62	0.66	0.53
<b>盈利能力与收益质量:</b>			
毛利率	66.1%	70.5%	74.0%
净利率	30.3%	36.5%	36.7%
总资产净利率 ROA	19.5%	25.2%	20.1%
净资产收益率 ROE	30.6%	37.6%	27.3%
<b>资本结构与偿债能力:</b>			
流动比率	2.22	2.77	4.19
资产负债率	36.5%	30.3%	21.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%
<b>每股指标:</b>			
每股收益	1.62	2.62	2.52
每股经营现金流量	0.00	0.00	2.94
每股净资产	0.00	0.00	10.93

短期借款	0	0	0
应付票据			
应付账款	235	731	679
预收账款	9,047	6,467	5,432
其他应付款	802	1,395	1,700
应交税费	2,087	2,780	3,500
其他流动负债	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>13,409</b>	<b>13,667</b>	<b>11,310</b>
长期借款	0	0	0
其他非流动负债	47	57	57
<b>非流动负债合计</b>	<b>47</b>	<b>57</b>	<b>57</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,459</b>	<b>13,727</b>	<b>11,367</b>
股本	3,796	3,796	3,796
资本公积	953	953	953
留存收益	18,371	26,407	35,989
少数股东权益	327	364	764
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,447</b>	<b>31,521</b>	<b>41,502</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>36,906</b>	<b>45,248</b>	<b>52,869</b>

**现金流量表**

项目 (百万元)	2011A	2012A	2013E
经营活动现金流量	9,533	8,750	11,167
投资活动现金流量	(613)	(341)	(347)
筹资活动现金流量	(1,503)	(2,114)	117
现金及等价物净增加	7,416	6,295	10,937

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

## 太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

### 重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。