

## 五粮液 (000858)

# 1Q15营收好于预期，2Q15-4Q15利润弹性高

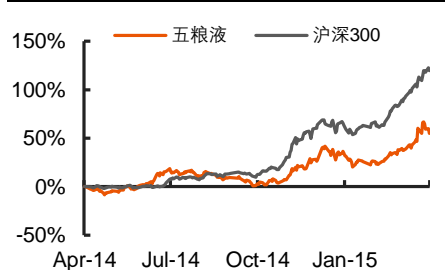
### 推荐 (维持)

现价: 26.16 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾国有资产经营/36.00%
实际控制人/持股	宜宾市政府国有资产监督管理委员会/56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	993.02
流通 A 股市值(亿元)	992.93
每股净资产(元)	10.97
资产负债率(%)	12.41

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《五粮液\*000858\*4Q14 业绩恢复增长，印证周期向上拐点判断》 2015-04-17  
 《五粮液\*000858\*大周期拐点到来，有望逆袭》 2015-04-10

#### 证券分析师

**汤玮亮** 投资资格编号  
 S1060512040001  
 0755-22624571  
 TANGWEILIAN978@pingan.com.cn

**文献** 投资资格编号  
 S1060511010014  
 0755-22627143  
 WENXIAN001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项:** 五粮液公布 2015 年 1 季报。1Q15 营收、净利分别为 67.4 亿、22 亿，营收增 0.2%，净利降 16%，营收超我们预期，净利略低于预期。

#### 平安观点:

- **1Q15 营收增 0.2%，估计五粮液酒销量小幅增长，价格下行导致收入同比降 10%左右，中低档酒收入增速较快。**根据我们草根调研，估计 1Q15 五粮液终端消费量同比持平，动销弱于茅台，可能有两个原因：1Q15 茅五价格同比变化方向相反；五粮液价格倒挂导致渠道缺乏动力的问题仍未解决。估计 1Q15 五粮液酒报表销量同比小幅增长，一方面库存反方向变化推动 15 年 1-2 月报表销量同比大增，但另一方面 14 年 3 月做了战略储备计划，销量基数高，而我们未了解到 1Q15 有类似动作。由于 14 年 5 月五粮液价格从 729 元降至 609 元，降幅 16%，估计 1Q15 五粮液酒收入同比降 10%左右。我们判断，渠道体系恢复正常后，五粮液酒销量 15 年可恢复 10%的增长。估计五粮液之外的其它酒 1Q15 增长情况较好，经过 14 年的调整，15 年年初库存水平已回归合理水平，估计其它酒总体收入增幅超过 30%，不过未来几个季度持续高增长有难度。
- **1Q15 净利降 16%，毛利率下降、销售费用率上升是净利率下行的主要原因，预计 2Q15-4Q15 利润有望恢复较快增长。**1Q15 毛利率降 5.5pct，略超我们预期，主要由于五粮液酒均价同比下降和中低档酒占比提升。销售费用率同比上升 2.6pct，可能由于公司在 1Q15 兑现了 14 年底承诺给渠道每瓶 20 元的返利和 14 年底战略增量的补贴。我们判断 2Q15-3Q15 销售费用率同比有望大幅下降，主要由于 14 年 5 月降价前给经销商每瓶五粮液 120 元补贴，集中在 2Q14 和 3Q14 兑现，由于 15 年按照 609 元出货，给经销商的补贴有望大幅减少，预计 2Q15-4Q15 利润增速有望恢复较快增长。
- 根据一季报我们修正对毛利率的判断，下调 15 年净利预测 4%，预计 15-16 年 EPS 分别为 1.66、1.92 元，其中 2H15 收入、利润增速环比 1H15 有望出现明显改善。长期来看，改革有望带动公司成功逆袭，巨额现金也为潜在的并购打开想象空间，维持“推荐”的评级。
- 风险提示：15 年渠道体系仍未理顺，市场继续被竞品蚕食。

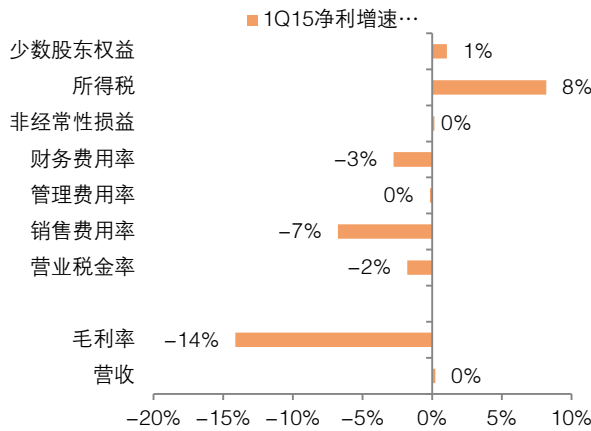
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	27201	24719	21011	22054	24415
YoY(%)	33.7	-9.1	-15.0	5.0	10.7
净利润(百万元)	9935	7973	5835	6286	7276
YoY(%)	61.3	-19.7	-26.8	7.7	15.7
毛利率(%)	70.5	73.3	72.5	71.4	71.7
净利率(%)	38.7	33.7	28.9	29.7	31.0
ROE(%)	36.6	23.7	15.5	15.6	16.8
EPS(摊薄/元)	2.62	2.10	1.54	1.66	1.92
P/E(倍)	10.0	12.5	17.0	15.8	13.6
P/B(倍)	3.2	2.8	2.5	2.4	2.2

**图表 1 2015年1季报快读：收入增0.2%、净利降16%**

	1Q14	1Q15	QoQ	
营业收入	6,720	6,735	<b>0.2%</b>	1Q15 营收增 0.2%，估计五粮液酒销量小幅增长，中低档酒收入增速较快。
营业成本	1,682	2,056	<b>22.2%</b>	
毛利率	75.0%	69.5%	<b>-5.5%</b>	
毛利	5,038	4,680	<b>-7.1%</b>	
营业税金及附加	449	497	<b>10.7%</b>	
销售费用	638	817	<b>28.0%</b>	
管理费用	534	539	<b>1.0%</b>	
财务费用	-245	-173	<b>29.4%</b>	
资产减值损失	0	0	<b>0.0%</b>	
公允价值变动收益	0		<b>0.0%</b>	
投资收益	0	0	<b>0.0%</b>	
营业利润	3,662	3,000	<b>-18.1%</b>	
营业利润率	54.5%	44.5%	<b>-10.0%</b>	
营业外收入	15	16	<b>6.7%</b>	
营业外支出	9	6	<b>-35.2%</b>	
利润总额	3,668	3,010	<b>-17.9%</b>	
所得税	933	720	<b>-22.8%</b>	
所得税率	25.5%	24.0%	<b>-1.5%</b>	
少数股东权益	116	89	<b>-23.4%</b>	
归属于母公司净利润	2,619	2,201	<b>-16.0%</b>	1Q15 净利降 16%，毛利率下降、销售费用率上升是净利率下行的主要原因。
净利率	39.0%	32.7%	<b>-6.3%</b>	
EPS	0.69	0.58	<b>-16.0%</b>	

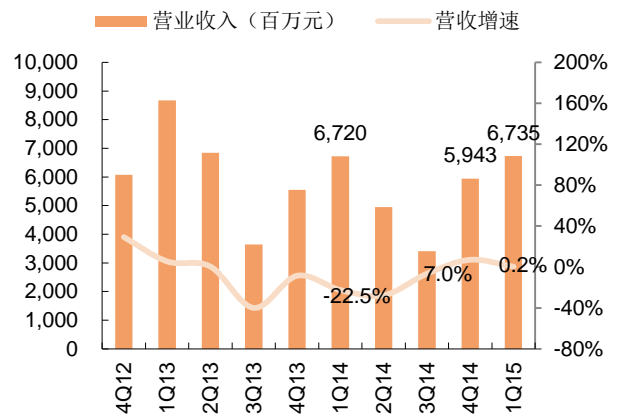
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 1Q15毛利率下降是业绩下滑的主要原因



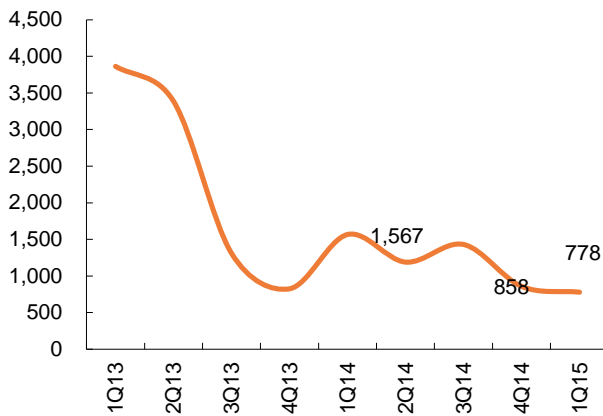
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1Q15营收增0.2%



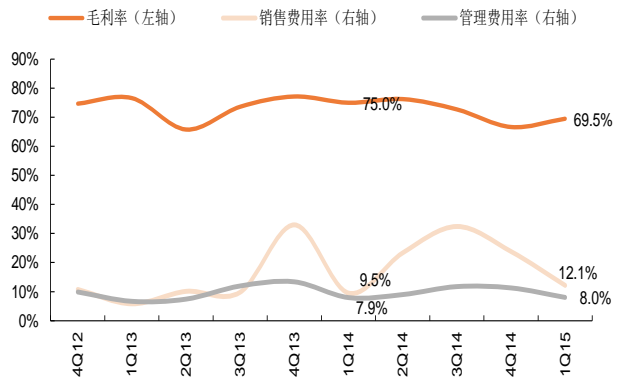
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 1Q15预收款同比降7.8亿 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 1Q15毛利率同比降5.5pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价 (元) 4月28日	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	247.89	11.65	13.25	13.44	14.46	21.3	18.7	18.4	17.1	强烈推荐
五粮液	26.16	2.62	2.10	1.54	1.66	10.0	12.5	17.0	15.8	推荐
洋河股份	93.00	5.72	4.65	4.20	4.28	16.3	20.0	22.1	21.7	中性
泸州老窖	25.25	3.13	2.45	0.63	1.14	8.1	10.3	40.1	22.2	中性
青青稞酒	28.00	0.67	0.83	0.70	0.73	41.8	33.7	39.8	38.5	中性
山西汾酒	23.67	1.53	1.11	0.41	0.44	15.4	21.3	57.7	53.7	推荐
顺鑫农业	25.08	0.22	0.35	0.63	0.75	113.7	72.4	39.8	33.5	推荐

股票名称	股价(元) 4月28日	EPS(元/股)				PE(倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
古井贡酒	37.70	1.44	1.24	1.22	1.35	26.2	30.5	30.8	28.0	中性
张裕 A	44.25	2.48	1.53	1.45	1.47	17.8	28.9	30.6	30.1	中性
青岛啤酒	44.11	1.30	1.46	1.47	1.58	33.9	30.2	30.0	27.8	推荐
海天味业	33.97	0.45	0.59	0.77	0.93	76.1	57.2	44.0	36.4	强烈推荐
中炬高新	17.95	0.16	0.27	0.36	0.35	113.8	67.2	49.9	51.9	推荐
伊利股份	36.82	0.56	1.04	1.35	1.90	65.7	35.4	27.3	19.4	强烈推荐
贝因美	20.49	0.50	0.71	0.07	0.23	41.1	29.1	292.7	87.3	中性
光明乳业	19.84	0.25	0.33	0.46	0.78	79.4	60.1	43.0	25.3	强烈推荐
黑芝麻	19.11	0.06	0.13	0.20	0.51	320.9	144.9	95.6	37.5	推荐
安琪酵母	25.85	0.74	0.44	0.45	0.77	35.1	58.3	58.0	33.6	强烈推荐
双汇发展	39.03	1.31	1.75	1.84	2.03	29.8	22.3	21.2	19.2	推荐
大北农	23.96	0.41	0.46	0.48	0.70	59.1	51.9	49.9	34.1	强烈推荐

资料来源: 平安证券研究所、Wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	36942	38500	42932	48611
现金	25763	22382	25658	29572
应收账款	3701	7492	7864	8706
其他应收款	23	20	21	23
预付账款	214	298	326	358
存货	6886	8091	8837	9702
其他流动资产	355	216	227	251
<b>非流动资产</b>	7187	7909	7967	7993
长期投资	121	868	868	868
固定资产	6105	6061	6085	6126
无形资产	294	422	418	419
其他非流动资产	668	558	597	580
<b>资产总计</b>	44130	46409	50900	56604
<b>流动负债</b>	7043	5925	8722	9712
短期借款	0	0	0	0
应付账款	637	732	800	878
其他流动负债	6406	5192	7922	8834
<b>非流动负债</b>	68	151	50	50
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	68	151	50	50
<b>负债合计</b>	7110	6076	8772	9762
少数股东权益	927	903	1144	1423
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	31343	34681	36236	40672
归属母公司股东权益	36093	39430	40984	45419
<b>负债和股东权益</b>	44130	46409	50900	56604

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	1459	795	5623	6300
净利润	7973	5835	6286	7276
折旧摊销	349	223	241	279
财务费用	-827	-658	-707	-766
投资损失	0	0	0	0
<b>营运资金变动</b>	7621	5872	864	1281
其他经营现金流	-13658	-10477	-1062	-1769
<b>投资活动现金流</b>	-322	-1187	-673	-699
资本支出	393	571	635	655
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-715	-1758	-1308	-1354
筹资活动现金流	-3219	-2989	-1673	-1688
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3219	-2989	-1673	-1688
<b>现金净增加额</b>	-2082	-3381	3276	3913

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	24719	21011	22054	24415
营业成本	6610	5772	6304	6921
营业税金及附加	1849	1517	1592	1763
营业费用	3382	4309	4080	4151
管理费用	2264	2047	2126	2330
财务费用	-827	-658	-707	-766
资产减值损失	5	6	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0
投资净收益	4	14	0	0
<b>营业利润</b>	11432	8032	8658	10017
营业外收入	66	60	60	60
营业外支出	251	76	76	76
<b>利润总额</b>	11247	8016	8642	10000
所得税	2925	1958	2114	2446
<b>净利润</b>	8322	6058	6528	7555
少数股东损益	349	223	241	279
<b>归属母公司净利润</b>	7973	5835	6286	7276
EBITDA	11283	8013	8604	9905
EPS (元)	2.10	1.54	1.66	1.92

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-9.1	-15.0	5.0	10.7
营业利润(%)	-16.6	-29.7	7.8	15.7
归属于母公司净利润(%)	-19.7	-26.8	7.7	15.7
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	73.3	72.5	71.4	71.7
净利率(%)	33.7	28.9	29.7	31.0
ROE(%)	23.7	15.5	15.6	16.8
ROIC(%)	89.4	35.1	30.6	33.7
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	16.1	13.1	17.2	17.2
净负债比率(%)	-69.5	-55.4	-60.8	-63.0
流动比率	5.25	6.50	4.92	5.01
速动比率	4.27	5.13	3.91	4.01
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.55	0.46	0.45	0.45
应收账款周转率	316.0	211.8	175.0	179.6
应付账款周转率	10.1	9.4	9.3	9.3
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	2.10	1.54	1.66	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.21	1.48	1.66
每股净资产(最新摊薄)	9.75	10.63	11.10	12.34
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	12.5	17.0	15.8	13.6
P/B	2.8	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	8.4	11.8	11.0	9.6

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033