

五粮液 (000858)

顺价在即，市场预期的转折点可能中秋前出现

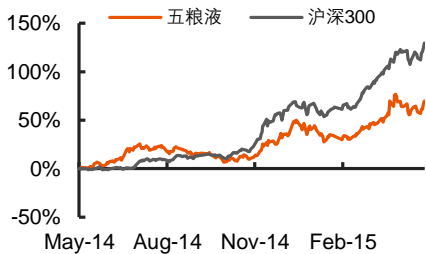
强烈推荐 (上调)

现价: 27.90 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)	1,059
流通 A 股市值(亿元)	1059
每股净资产(元)	10.97
资产负债率(%)	12.40

行情走势图



相关研究报告

- 《五粮液*000858*1Q15 营收好于预期，2Q15-4Q15 利润弹性高》 2015-04-29
- 《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
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

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

投资要点

事项: 我们参加了五粮液股东大会，并调研了经销商。

平安观点:

- **顺价时点可能提早至中秋。**结合行业环境和公司策略，我们判断顺价时点可能提早至 15 年中秋，理由：近期五粮液一批价持续回升，成都工作会议后可能再上一台阶；大商集中度提高、中转仓库设立，将提高渠道和价格管控能力；茅台股东会上维持 2015 年收入增长 1% 的目标不变，由于计划压力小，很可能 3Q15 开始供给偏紧，五粮液面临的外部环境改善。
- **近期五粮液一批价持续回升，5 月底可能再上一台阶。**根据我们近期草根调研，五粮液一批价 570-585 元，过去 1 个月环比上升了 15-20 元，原因有：现阶段公司持续帮助大商消化库存；1618 和低度五粮液全面推进做直分销模式，估计增长较快，可分流五粮液计划压力。公司即将召开五粮液酒工作会议，对市场、价格等进行新的工作部署，预计会上可能重申提价政策，预计 5 月底一批价有望继续上行至 580-590 元。
- **大商集中度提高、中转仓库设立，将提高渠道和价格的管控能力。**公司已经确立了 500 多家核心经销商，今年大商普遍增加了计划量，集中度继续提升，我们认为通过直分销体系，依托大平台商来管控，短期可有效弥补公司渠道管控能力的短板，虽是权宜之计但有效。公司计划在 7 月前全国设立 9 个中转仓库，可对货物流向做更精细的管理。
- **积极拥抱互联网，以茅台、五粮液为代表的品牌白酒企业更受益。**五粮液股东会上提到，公司对互联网的工作 14 年就在准备，有信心形成全国酒类优秀的综合管理平台。我们认为名白酒拥有最核心的品牌资源，不是被互联网革命的对象，反而受益于其带来的效率提升。
- **集团和股份公司层面改革短期有难度，3Q15 子公司混改先行。**目前来看，由于管理层级复杂，我们判断集团和股份公司的改革短期有难度。预计 2015 年 3 季度将在子公司推进混改，系列酒发展速度有望加快。
- 我们维持原有净利预测，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。预计顺价将吸引部分经销商重新回归五粮液，渠道体系从收缩走向扩张，市场预期的转折点可能在中秋前出现，我们上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	27201	24719	21011	22121	24498
YoY(%)	33.7	-9.1	-15.0	5.3	10.7
净利润(百万元)	9935	7973	5835	6297	7287
YoY(%)	61.3	-19.7	-26.8	7.9	15.7
毛利率(%)	70.5	73.3	72.5	71.4	71.6
净利率(%)	38.7	33.7	28.9	29.6	31.0
ROE(%)	36.6	23.7	15.5	15.7	16.9
EPS(摊薄/元)	2.62	2.10	1.54	1.66	1.92
P/E(倍)	10.7	13.3	18.2	16.8	14.5
P/B(倍)	3.4	2.9	2.7	2.6	2.3

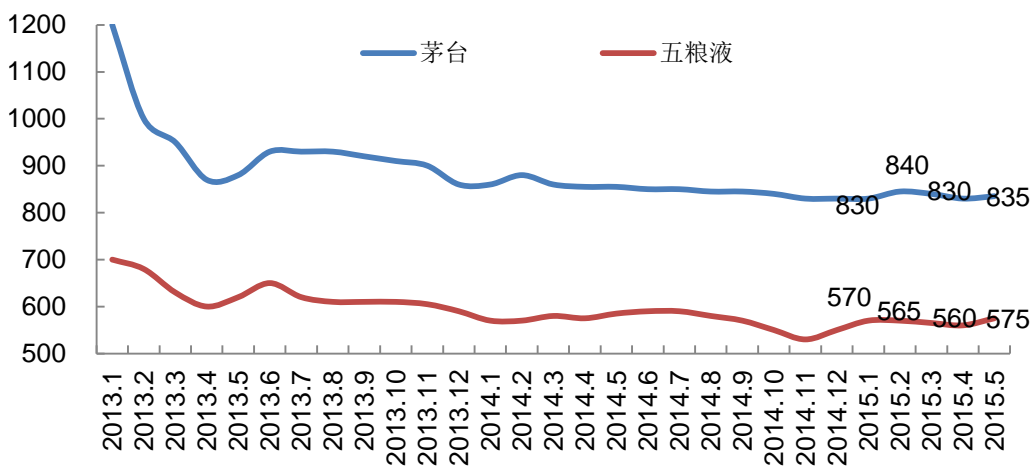
一、顺价时点可能提早至中秋

顺价时点可能提早至中秋。公司成都糖酒会上提出,力争在2016年春节前全面实现顺价销售的价格目标,结合行业环境和公司策略,我们判断顺价时点可能提早至15年中秋,理由:近期五粮液一批价持续回升,5月底可能再上一个台阶;大商集中度提高、中转仓库设立,将提高渠道和价格管控能力;茅台股东会上维持2015年收入增长1%的目标不变,由于计划压力小,很可能3Q15开始供给偏紧,五粮液面临的外部环境改善。预计顺价将吸引部分经销商重新回归五粮液,渠道体系从收缩走向扩张,市场预期的转折点可能在中秋前出现。

近期五粮液一批价持续回升,5月底可能再上一个台阶。根据我们近期草根调研,五粮液一批价570-585元,过去1个月环比上升了15-20元,原因有:现阶段渠道库存处于低位,公司持续帮助大商消化库存;1618和低度五粮液全面推进做直分销模式,估计增长较快,可分流五粮液的计划压力。根据草根调研信息,公司即将召开五粮液酒工作会议,对市场、价格等进行新的工作部署,预计会上可能重申挺价政策,提振市场信心。我们终端调研了解到公司也推迟了5月发货,以配合该会议,预计5月底一批价有望继续上行至580-590元。

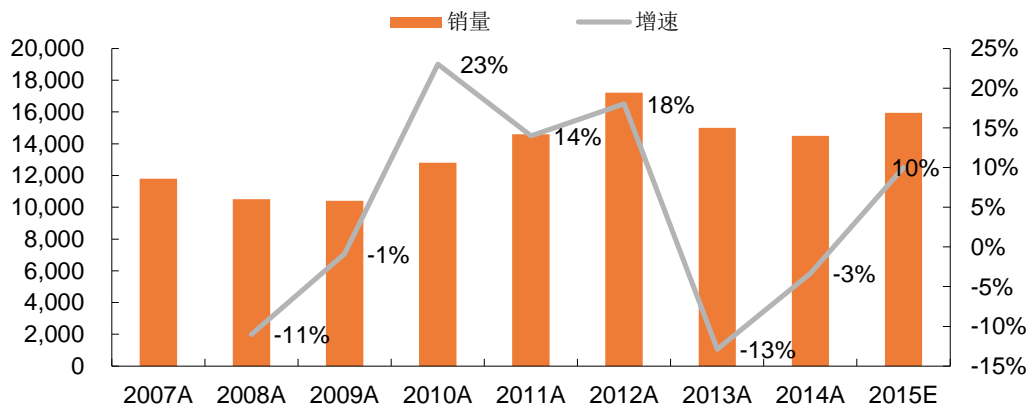
大商集中度提高、中转仓库设立,将提高渠道和价格的管控能力。公司已经确立了500多家核心经销商,今年大商普遍增加了计划量,集中度继续提升。我们认为通过直分销体系,依托大平台商来管控,短期可弥补公司渠道管控能力的短板,虽是权宜之计但有效。公司计划在7月前全国设立9个中转仓库,可对货物流向做更精细的管理。

图表1 茅台、五粮液一批价变化趋势 单位:元/瓶



资料来源:平安证券研究所调研

图表 2 顺价可能推动渠道从收缩到扩张，估计15年五粮液酒销量可增10% 单位：吨



资料来源：平安证券研究所草根调研估算

二、积极拥抱互联网，品牌白酒估值可得到提升

积极拥抱互联网，以茅台、五粮液为代表的品牌白酒企业更受益。无独有偶，股东会上茅台、五粮液均表达了互联网的重视。其中五粮液股东会上提到，公司对互联网的工作 14 年就在准备，有信心形成全国酒类最优秀的综合管理平台。回顾过去 1 年，五粮液已经在互联网做了一些努力，包括 14 年与京东商城合作推专属产品等。尽管还处于探索和试错阶段，但我们认可公司这些积极的尝试。未来公司在互联网领域大有可为，如常规品种和专属产品的分类推广、大数据的应用等。

我们认为名白酒拥有最核心的品牌资源，不是被互联网革命的对象，反而受益于其带来的效率提升，随着市场逐步认识到互联网对品牌企业的积极影响，品牌白酒估值可持续提升。

图表 3 五粮液股东大会提出的互联网调整方向

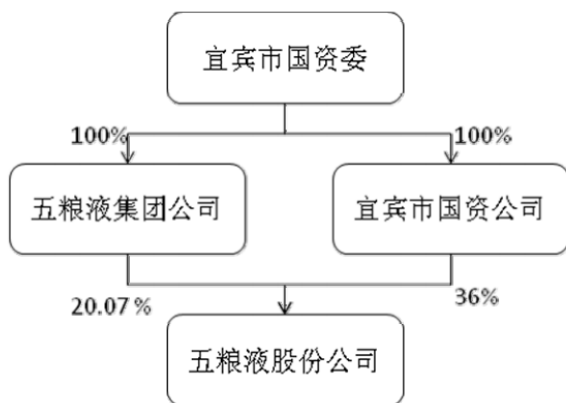
序号	互联网调整方向
1	解放思想，抓住调整期的新机遇，推动“管理层工程”意识的树立，从基础上努力，补上传统酒企的互联网课。
2	深度思考互联网+产品、+客户、+渠道、+制造等，来规划基于互联网和移动互联网下新的消费模式，新的渠道创新、新的文化传播，使之成为发展的重要驱动力，“稳中求变、以变应变、变中求进”。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、集团和股份层面改革尚有难度，3Q15 子公司混改先行

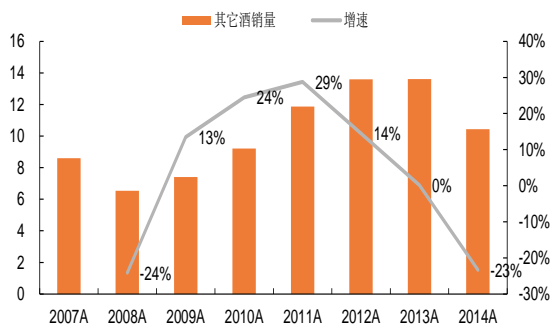
集团和股份公司层面改革短期有难度，3Q15 子公司混改先行。目前来看，由于集团、股份公司高管由四川省、宜宾市分别管理，同时五粮液集团仅持有股份公司 20% 的股权，因此管理层级复杂，我们判断短期改革有难度。预计 2015 年 3 季度将在子公司推进混改，包括员工持股等形式，预计系列酒发展速度有望加快。

图表 4 五粮液集团仅持有股份公司20%的股权



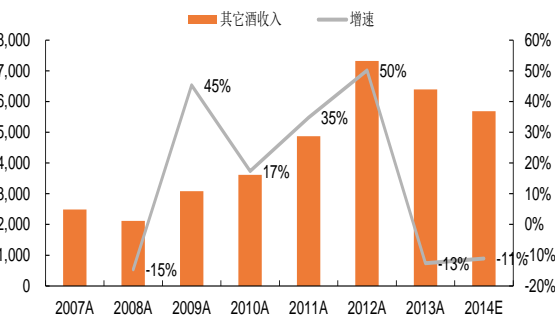
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 其它酒（扣五粮液酒）销量2014年下滑幅度较大
单位：万吨



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 其它酒（扣五粮液酒）收入2014年下滑幅度较大
单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、盈利预测与投资评级

我们维持原有净利预测，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。预计顺价将吸引部分经销商重新回归五粮液，渠道体系从收缩走向扩张，市场预期的转折点可能在中秋前出现，我们上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

五、风险提示

控量可能导致 2Q15 业绩低于预期。茅台重新放量，导致五粮液渠道体系继续面临压力。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	36942	38500	43066	48760
现金	25763	22382	25727	29633
应收账款	3701	7492	7888	8736
其他应收款	23	20	21	23
预付账款	214	298	327	360
存货	6886	8091	8876	9757
其他流动资产	355	216	228	252
非流动资产	7187	7909	7970	7996
长期投资	121	868	868	868
固定资产	6105	6061	6087	6129
无形资产	294	422	418	419
其他非流动资产	668	558	597	580
资产总计	44130	46409	51036	56756
流动负债	7043	5925	8749	9746
短期借款	0	0	0	0
应付账款	637	732	804	883
其他流动负债	6406	5192	7946	8863
非流动负债	68	151	151	151
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	68	151	151	151
负债合计	7110	6076	8900	9897
少数股东权益	927	903	1144	1424
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	31343	34681	36243	40686
归属母公司股东权益	36093	39430	40991	45433
负债和股东权益	44130	46409	51036	56756

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	1459	795	5591	6297
净利润	7973	5835	6297	7287
折旧摊销	349	223	242	280
财务费用	-827	-658	-707	-767
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	7621	5872	911	1296
其他经营现金流	-13658	-10477	-1152	-1800
投资活动现金流	-322	-1187	-676	-699
资本支出	393	571	637	655
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-715	-1758	-1313	-1355
筹资活动现金流	-3219	-2989	-1570	-1691
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	-1570	-1691
现金净增加额	-2082	-3381	3345	3906

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	24719	21011	22121	24498
营业成本	6610	5772	6332	6960
营业税金及附加	1849	1517	1597	1769
营业费用	3382	4309	4092	4165
管理费用	2264	2047	2133	2338
财务费用	-827	-658	-707	-767
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
营业利润	11432	8032	8673	10033
营业外收入	66	60	60	60
营业外支出	251	76	76	76
利润总额	11247	8016	8657	10017
所得税	2925	1958	2118	2450
净利润	8322	6058	6539	7567
少数股东损益	349	223	242	280
归属母公司净利润	7973	5835	6297	7287
EBITDA	11283	8013	8618	9921
EPS (元)	2.10	1.54	1.66	1.92

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-9.1	-15.0	5.3	10.7
营业利润(%)	-16.6	-29.7	8.0	15.7
归属于母公司净利润(%)	-19.7	-26.8	7.9	15.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	73.3	72.5	71.4	71.6
净利率(%)	33.7	28.9	29.6	31.0
ROE(%)	23.7	15.5	15.7	16.9
ROIC(%)	89.4	35.1	30.7	33.7
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	16.1	13.1	17.4	17.4
净负债比率(%)	-69.4	-55.1	-60.7	-62.9
流动比率	5.25	6.50	4.92	5.00
速动比率	4.27	5.13	3.91	4.00
营运能力	-	-	-	-
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	175.3	179.6
应付账款周转率	10.1	9.4	9.3	9.3
每股指标(元)	-	-	-	-
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	1.47	1.66
每股净资产(最新摊薄)	9.75	10.63	11.10	12.34
估值比率	-	-	-	-
P/E	13.3	18.2	16.8	14.5
P/B	2.9	2.7	2.6	2.3
EV/EBITDA	9.0	12.7	11.8	10.3

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