

五粮液 (000858)

终端需求好于预期，静候国企改革方案落地

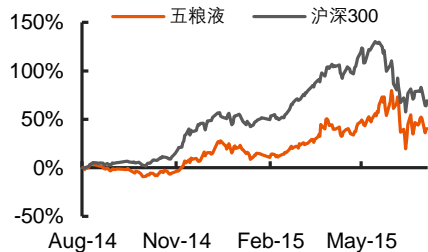
强烈推荐 (维持)

现价: 25.73 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)	976.70
流通 A 股市值(亿元)	976.61
每股净资产(元)	10.66
资产负债率(%)	12.80

行情走势图



相关研究报告

- 《五粮液*000858*提出厂价推动一批价回升》 2015-08-05
- 《五粮液*000858*顺价在即,市场预期的转折点可能中秋前出现》 2015-05-27

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIAN978@pingan.com.cn

文献 投资咨询资格编号
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 15 年中报。1H15 实现营收 112 亿,同比降 3.8%,净利 33 亿元,同比降 17.6%,每股收益 0.87 元。2Q15 营收为 45 亿元,同比降 9.4%,净利 11 亿,同比降 20.7%。营收超我们预期,净利略低于预期。

平安观点:

- **2Q15 营收下降 9.4%,降幅好于我们的预期,估计主要由于终端消费增速好于判断。** 2Q15 营收下降主要有两个原因:(1) 由于 14 年 5 月五粮液价格从 729 元降至 609 元,因此 2Q15 五粮液酒均价同比小幅下降。(2) 2Q14 因实施战略储备计划基数较高,而我们未了解到 2Q15 有类似动作。营收超我们预期的原因可能有:估计 2Q15 终端需求有 10%以上的增长,好于我们 0-5%增长的判断;估计 2Q15 系列酒收入可实现增长,略好于我们同比持平的判断;1H15 塑料制品收入增 82%。
- **2Q15 净利降 21%,毛利率下降是净利率下行的主要原因,预计 2H15 利润弹性较高。** 2Q15 毛利率降 5.7pct,降幅和 1Q15 差不多,主要由于五粮液酒均价同比下降和中低档酒占比提升。2Q15 销售费用率维持在 23% 的高位,可能由于公司在 2Q15 兑现了部分给大商 1Q15 每瓶 29 元的返利。考虑到下半年五粮液实际出货价同比有望明显回升,预计 2H15 利润增速可实现较快增长。
- **价格回升,激励完善,五粮液产业链复苏至少可持续 2-3 年。** 预计 8 月挺价的效果将好于 14 年武汉会议,中秋国庆稳在 620 元问题不大:一方面现阶段五粮液有一手好牌,渠道库存低点、高端白酒需求增长、茅台控量概率加大、通胀概率大等因素未变;另一方面,员工和经销商若能顺利持股,则管理团队和经销商的经营动力将显著增强。
- 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 业绩增速环比 1H15 有望出现明显改善,而产业链复苏至少可持续 2-3 年,国企改革打开市值和业绩的想象空间,维持“强烈推荐”的评级。
- **风险提示:** 国企改革进度低于预期。茅台继续放量。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	27201	24719	21011	22391	24799
YoY(%)	33.7	-9.1	-15.0	6.6	10.8
净利润(百万元)	9935	7973	5835	6304	7298
YoY(%)	61.3	-19.7	-26.8	8.0	15.8
毛利率(%)	70.5	73.3	72.5	71.6	71.8
净利率(%)	38.7	33.7	28.9	29.3	30.6
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)	9.8	12.3	16.7	15.5	13.4
P/B(倍)	3.1	2.7	2.5	2.4	2.1

图表 1 2015中报快读：2Q15营收降9.4%、净利降20.7% 单位：百万元

	2Q14	2Q15	QoQ	1H14	1H15	HoH	
营业收入	4,943	4,480	-9.4%	11,663	11,215	-3.8%	2Q15 营收下降 9.4%，降幅好于我们的预期，估计主要由于终端消费增速好于判断。
营业成本	1,175	1,320	12.4%	2,857	3,376	18.2%	
毛利率	76.2%	70.5%	-5.7%	75.5%	69.9%	-5.6%	
毛利	3,767	3,159	-16.1%	8,805	7,839	-11.0%	
营业税金及附加	386	388	0.6%	835	885	6.0%	
销售费用	1,153	1,033	-10.4%	1,791	1,850	3.3%	
管理费用	444	468	5.4%	978	1,007	3.0%	
财务费用	-100	-185	-85.0%	-345	-358	-3.7%	
资产减值损失	3	2	-31.0%	3	2	-31.0%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	-6	12	307.2%	-6	12	307.2%	
营业利润	1,876	1,464	-21.9%	5,538	4,464	-19.4%	
营业利润率	37.9%	32.7%	-5.3%	47.5%	39.8%	-7.7%	
营业外收入	12	14	11.8%	27	30	9.0%	
营业外支出	9	2	-71.8%	18	8	-52.8%	
利润总额	1,879	1,476	-21.5%	5,548	4,486	-19.1%	
所得税	452	344	-23.9%	1,385	1,065	-23.1%	
所得税率	24.0%	23.7%	-0.3%	25.0%	23.9%	-1.1%	
少数股东损益	44	35	-21.9%	161	124	-23.0%	
归属于母公司净利润	1,383	1,097	-20.7%	4,002	3,298	-17.6%	2Q15 净利降 21%，毛利率下降是净利率下行的主要原因，预计 2H15 利润弹性较高。
净利率	28.9%	25.3%	-3.6%	35.7%	30.5%	-5.2%	
EPS	0.36	0.29	-20.7%	1.05	0.87	-17.6%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

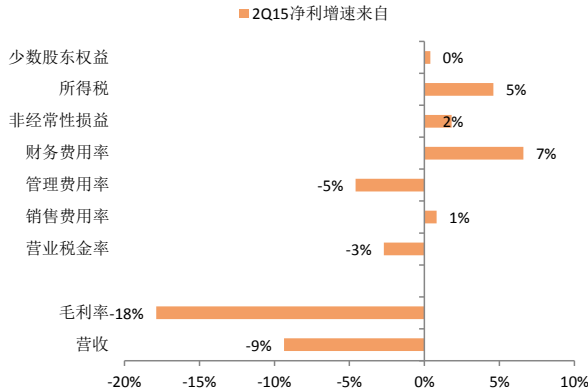
图表2 1H15酒类下滑6.4%，塑料制品业务同比大增82% 单位：百万元

	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
酒类	14924	8778	11261	8764	10541
同比增长	2.7%	-24.3%	-24.5%	-0.2%	-6.4%
毛利率	74.1%	78.7%	77.8%	72.6%	73.8%
同比变化	7.1%	-1.6%	3.7%	-6.1%	-4.0%
塑料制品	447	322	314	484	572
同比增长	10.0%	-0.3%	-29.8%	50.4%	82.2%
毛利率	15.0%	9.9%	10.1%	11.3%	9.5%
同比变化	4.6%	-2.0%	-4.9%	1.4%	-0.5%
印刷	91	-46	25	23	27
同比增长	173.3%	-148.9%	-72.7%	-149.7%	10.6%
毛利率	7.3%	-7.7%	20.0%	14.0%	16.4%
同比变化	-11.3%	-35.4%	12.7%	21.7%	-3.6%
玻璃瓶	5	8	4	9	7
同比增长	#DIV/0!	-72.8%	-17.7%	15.1%	84.0%
毛利率	10.6%	23.0%	12.1%	11.3%	10.6%

同比变化	10.6%	4.8%	1.5%	-11.7%	-1.5%
其他	10	18	16	11	17
同比增长	-78.3%	-188.5%	62.0%	-36.4%	3.1%
毛利率	12.9%	30.2%	7.8%	-0.7%	8.1%
同比变化	-12.5%	37.4%	-5.1%	-30.9%	0.3%

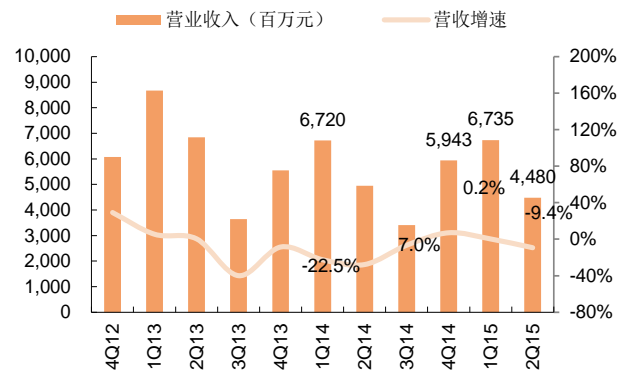
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 2Q15净利下滑主要由于营收下滑、毛利率下降



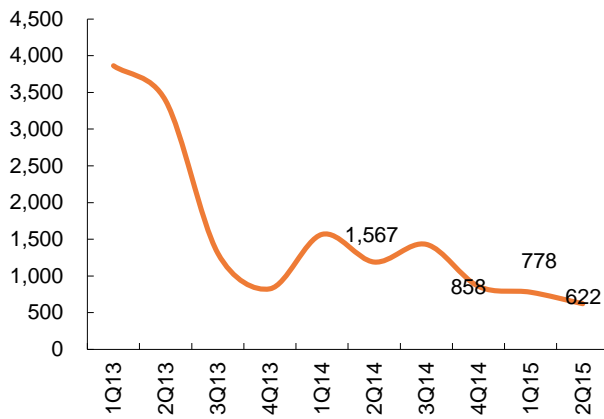
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2Q15营收降9.4% 单位：百万元



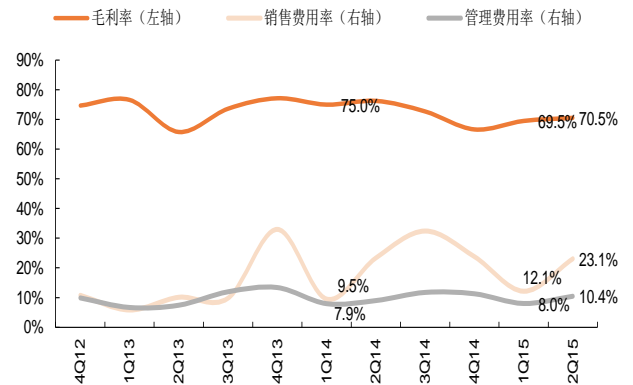
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 2Q15预收款同比降5.7亿 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 2Q15毛利率同比降5.7pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价 (元) 8月26日	EPS (元/股)			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	197.07	12.22	13.14	14.30	16.1	15.0	13.8	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	

股票名称	股价(元) 8月26日	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
洋河股份	52.91	2.99	3.26	3.59	17.7	16.2	14.8	中性	
泸州老窖	21.14	0.63	1.14	1.25	33.7	18.6	17.0	中性	
青青稞酒	19.27	0.71	0.73	0.80	27.3	26.5	24.2	中性	↓ 19% (8月25日)
山西汾酒	14.84	0.41	0.44	0.56	36.1	33.7	26.6	推荐	
顺鑫农业	16.03	0.63	0.69	0.78	25.4	23.4	20.6	推荐	
古井贡酒	32.94	1.19	1.29	1.48	27.8	25.6	22.2	中性	
张裕 A	33.99	1.45	1.47	1.57	23.5	23.1	21.6	中性	
青岛啤酒	33.12	1.47	1.41	1.55	22.5	23.4	21.3	中性	
海天味业	29.97	0.77	0.92	1.08	38.8	32.7	27.8	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.28	0.32	60.1	77.4	68.1	推荐	
伊利股份	15.73	0.68	0.87	1.07	23.3	18.1	14.7	强烈推荐	↓ 9% (7月29日)
贝因美	11.00	0.07	-0.30	-0.27	163.3	-36.4	-40.6	中性	↓ 892% (8月25日)
光明乳业	16.08	0.32	0.92	1.19	50.3	17.5	13.5	推荐	
黑芝麻	11.68	0.20	0.22	0.25	59.8	53.1	46.7	中性	↓ 57% (8月4日)
安琪酵母	31.35	0.45	0.87	1.40	70.2	36.1	22.4	强烈推荐	↑ 9% (7月24日)
双汇发展	16.95	1.22	1.23	1.25	13.8	13.8	13.6	推荐	↓ 9% (8月13日)
大北农	10.95	0.29	0.27	0.44	37.8	40.5	24.8	强烈推荐	↓ 29% (8月19日)
三全食品	9.95	0.10	0.10	0.11	99.0	102.1	87.2	强烈推荐	↓ 16% (8月26日)
均值					43.2	28.8	23.7		

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
流动资产	36942	38500	43133	48844
现金	25763	22382	25648	29555
应收账款	3701	7492	7984	8843
其他应收款	23	20	21	23
预付账款	214	298	329	361
存货	6886	8091	8920	9806
其他流动资产	355	216	231	255
非流动资产	7187	7909	7983	8008
长期投资	121	868	868	868
固定资产	6105	6061	6100	6140
无形资产	294	422	418	419
其他非流动资产	668	558	598	581
资产总计	44130	46409	51116	56851
流动负债	7043	5925	8824	9830
短期借款	0	0	0	0
应付账款	637	732	808	888
其他流动负债	6406	5192	8017	8943
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	8975	9981
少数股东权益	927	903	1145	1425
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	31343	34681	36247	40696
归属母公司股东权益	36093	39430	40996	45446
负债和股东权益	44130	46409	51116	56851

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	5525	6301
净利润	7973	5835	6304	7298
折旧摊销	349	223	242	280
财务费用	-827	-658	-707	-766
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	7621	5872	997	1306
其他经营现金流	-13658	-10477	-1311	-1817
投资活动现金流	-322	-1187	-689	-700
资本支出	393	571	650	655
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-715	-1758	-1338	-1355
筹资活动现金流	-3219	-2989	-1571	-1695
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	-1571	-1695
现金净增加额	-2082	-3381	3266	3907

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	24719	21011	22391	24799
营业成本	6610	5772	6363	6995
营业税金及附加	1849	1517	1617	1791
营业费用	3382	4309	4277	4365
管理费用	2264	2047	2159	2366
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
营业利润	11432	8032	8682	10048
营业外收入	66	60	60	60
营业外支出	251	76	76	76
利润总额	11247	8016	8666	10032
所得税	2925	1958	2120	2453
净利润	8322	6058	6546	7578
少数股东损益	349	223	242	280
归属母公司净利润	7973	5835	6304	7298
EBITDA	11283	8013	8628	9938
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	6.6	10.8
营业利润(%)	-16.6	-29.7	8.1	15.7
归属于母公司净利润(%)	-19.7	-26.8	8.0	15.8
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	73.3	72.5	71.6	71.8
净利率(%)	33.7	28.8	29.2	30.6
ROE(%)	23.7	15.5	15.7	16.9
ROIC(%)	89.4	35.1	30.6	33.6
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	16.1	13.1	17.6	17.6
净负债比率(%)	-69.4	-55.1	-60.5	-62.7
流动比率	5.25	6.50	4.89	4.97
速动比率	4.27	5.13	3.88	3.97
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.55	0.46	0.46	0.46
应收账款周转率	316.0	211.8	176.3	179.6
应付账款周转率	10.1	9.4	9.4	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	1.46	1.66
每股净资产(最新摊薄)	9.75	10.63	11.10	12.35
估值比率	-	-	-	-
P/E	12.3	16.7	15.5	13.4
P/B	2.7	2.5	2.4	2.1
EV/EBITDA	8.3	11.6	10.8	9.4

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