

# 一批价回升中，看好公司改革

## ——五粮液（000858）2015年半年报点评

2015年08月27日

推荐/维持

五粮液

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号: S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	

### 事件:

五粮液上半年销售收入 112.15 亿元，同比下降 3.83%，归属上市公司股东净利润 32.98 亿元，同比下降 17.60%，公司业绩略低于预期。

### 公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	5552.75	6719.85	4942.68	3405.78	5943.18	6735.44	4479.98
增长率(%)	-8.59%	-22.54%	-27.78%	-6.59%	7.03%	0.23%	-9.36%
毛利率(%)	77.11%	74.97%	76.22%	72.67%	66.62%	69.48%	70.52%
期间费用率(%)	43.31%	13.79%	30.29%	39.86%	32.25%	17.56%	29.39%
营业利润率(%)	25.01%	54.50%	37.95%	26.30%	26.90%	44.54%	32.69%
净利润(百万元)	911.53	2735.55	1426.90	731.75	1164.02	2289.92	1131.28
增长率(%)	-58.98%	-27.75%	-36.69%	-46.61%	27.70%	-16.29%	-20.72%
每股盈利(季度,元)	0.23	0.69	0.36	0.19	0.30	0.58	0.29
资产负债率(%)	16.11%	15.98%	14.57%	12.58%	13.09%	12.41%	12.78%
净资产收益率(%)	2.46%	6.88%	3.74%	1.87%	2.89%	5.37%	2.74%
总资产收益率(%)	2.07%	5.78%	3.19%	1.64%	2.51%	4.71%	2.39%

### 观点:

- 公司二季度销售收入44.79亿元，同比下降9.36%，净利润11.31亿元，同比下降2.72%。上半年白酒收入105.41亿元，同比下降6.39个百分点。收入占比第二的塑料产品收入5.72亿元，同比增长82.16%。二季度收入和利润下降幅度均比2014年同期下降幅度有所收窄。
- 五粮液上半年综合毛利率70.18%，同比下降5.52个百分点。白酒业务毛利率73.75%，同比下降4.02个百分点。白酒毛利率下降的原因是公司上半年普五除厂家低于2014年同期水平。2014年5月公司将普五的出厂价从729元调整为609元。但是一批价从2014年一季度后始终处在倒挂的状态。8月初，公司对普五提价，出厂价从609元提高至659元。提价后，各地终端价格维持在690-700元。本次提价是普五价格从2012年开始下降以来的首次提高，提价需要在中秋、国庆旺季中被消化，但更重要的是让市场对普五

- 价格预期的逆转。
- 五粮液二季度末应收票据金额74.25亿元, 相比一季度末变化不大, 但相比2014年二季度减少了15.27亿元。二季度的预收账款金额6.22亿元, 比一季度末减少了1.56亿元。五粮液二季度的销售现金流为46.30亿元, 同比增长23.40%。应收款项的减少和销售现金流的增长, 表明经销商的现金流出现积极改善, 经销商盈利也在恢复之中。
- 五粮液在7月29日开始停牌, 公司公告拟以非公开发行股票的方式实施员工持股。公司目前改革实施方案还没明确, 我们认为如果能参照老白干改革方案, 引入战略投资者以及优秀经销商, 则会更加完美。但五粮液是一家拥有庞大产品线、销售收入超过200亿元, 市值接近1000亿元的大公司, 从改革方案落地到改革见效需要一个过程。但公司能迈出国改这一步已经打开估值上升空间。

### 结论:

五粮液在下半年旺季前提价, 我们认为更多的意图是在试探终端需求回升趋势, 如果中秋、国庆期间终端价格顺利消化掉本次提价影响, 经销商利润空间没被压缩, 对于2016年春节旺季销量预期可能会更加乐观。公司目前还在停牌阶段, 虽然改革方案尚未明确, 但我们认为五粮液改革的落地将催化白酒行业改革预期升温。预计公司2015年EPS1.29元, 2016年EPS1.54元, 对应PE分别为19.9X和16.7X, 给予公司“推荐”投资评级, 12个月目标价36元。

### 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	36942	38500	44548	50485	57237	<b>营业收入</b>	24719	21011	20530	22791	25458
货币资金	25763	22382	40607	46136	52439	<b>营业成本</b>	6610	5772	6203	6755	7343
应收账款	75	123	506	562	628	营业税金及附加	1849	1517	1460	1612	1783
其他应收款	23	20	19	21	24	营业费用	3382	4309	4274	4674	5169
预付款项	214	298	360	428	501	管理费用	2264	2047	1975	2127	2328
存货	6886	8091	2549	2776	3018	财务费用	-827	-658	-315	-434	-493
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5.01	6.16	1.00	2.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	7187	7909	7145	6383	5620	公允价值变动收益	-7.07	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	121	868	868	868	868	投资净收益	4.30	14.49	3.00	3.00	5.00
固定资产	5882.1	5676.4	5340.7	4620.5	3900.3	<b>营业利润</b>	11432	8032	6935	8058	9333
无形资产	294	422	379	337	295	营业外收入	65.90	59.94	50.00	40.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	251.25	76.43	80.00	50.00	60.00
<b>资产总计</b>	44130	46409	51693	56867	62858	<b>利润总额</b>	11247	8016	6905	8048	9303
<b>流动负债合计</b>	7043	5925	6659	7592	8668	所得税	2925	1958	1761	2052	2326
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	8322	6058	5145	5996	6977
应付账款	584	647	306	333	362	少数股东损益	349	223	240	150	100
预收款项	825	858	1679	2591	3609	归属母公司净利润	7973	5835	4905	5846	6877
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	11540	8412	7383	8386	9602
<b>非流动负债合计</b>	68	151	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	2.10	1.54	1.29	1.54	1.81
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
<b>负债合计</b>	7110	6076	6659	7592	8668	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	927	903	1143	1293	1393	营业收入增长	-9.13%	-15.00%	-2.29%	11.01%	11.70%
实收资本(或股本)	3796	3796	3796	3796	3796	营业利润增长	-16.56%	-29.74%	-13.66%	16.18%	15.82%
资本公积	953	953	1831	1831	1831	归属于母公司净利润	-19.75%	-26.81%	-15.95%	19.19%	17.65%

未分配利润	25665	27611	29818	32449	35543	获利能力					
归属母公司股东权	36093	39430	43741	47833	52647	毛利率 (%)	73.26%	72.53%	69.79%	70.36%	71.15%
负债和所有者权益	44130	46409	51543	56717	62708	净利率 (%)	33.67%	28.83%	25.06%	26.31%	27.41%
<b>现金流量表</b>						<b>单位: 百万元</b>					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	总资产净利润 (%)	18.07%	12.57%	9.49%	10.28%	10.94%
						ROE (%)	22.09%	14.80%	11.21%	12.22%	13.06%
<b>经营活动现金流</b>	1459	795	18285	6847	7869	<b>偿债能力</b>					
净利润	8322	6058	5145	5996	6977	资产负债率 (%)	16%	13%	13%	13%	
折旧摊销	934.12	1037.1	0.00	762.38	762.38	流动比率	5.25	6.50	6.69	6.65	6.60
财务费用	-827	-658	-315	-434	-493	速动比率	4.27	5.13	6.31	6.28	6.26
应收账款减少	0	0	-383	-56	-66	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	821	912	1018	总资产周转率	0.55	0.46	0.42	0.42	0.43
<b>投资活动现金流</b>	-322	-1187	220	1	5	应收账款周转率	316	212	65	43	43
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0	应付账款周转率	37.61	34.14	43.09	71.33	73.23
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	4	14	3	3	5	每股收益 (最新摊薄)	2.10	1.54	1.29	1.54	1.81
<b>筹资活动现金流</b>	-3219	-2989	-280	-1320	-1570	每股净现金流 (最新)	-0.55	-0.89	4.80	1.46	1.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	9.51	10.39	11.52	12.60	13.87
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	12.25	16.74	19.91	16.71	14.20
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	2.71	2.48	2.23	2.04	1.86
<b>现金净增加额</b>	-2082	-3381	18225	5528	6304	EV/EBITDA	6.23	8.95	7.73	6.15	4.71

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，3 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。