

刘冉
 执业证书编号: S0730516010001
 021-50588666-8036
 liuran@ccnew.com

受益高档白酒消费企稳， 公司 2015 年业绩良好

——五粮液 (000858) 2015 年年报点评

证券研究报告-公司点评

买入 (维持)

发布日期: 2016 年 3 月 31 日

报告关键要素:

公司2015年业绩符合预期。从2016年一季度的市场情况来看，高档白酒消费有回暖迹象。五粮液渠道库存消化良好，公司控量稳价的政策明确。公司已经渡过最坏的阶段，目前正在步入稳定期，国企改革是下一轮增长的催化剂。

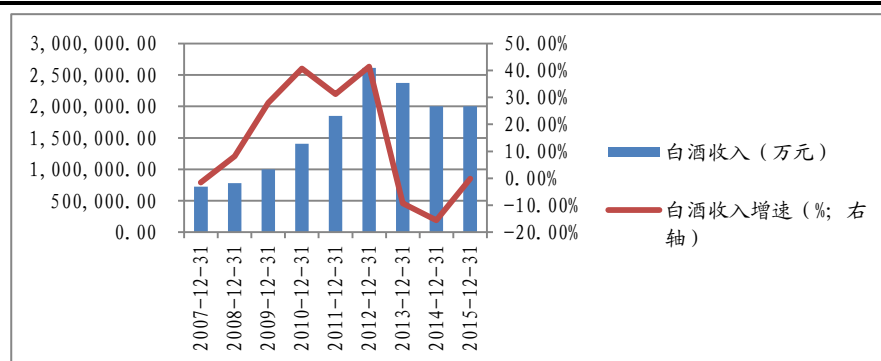
事件:

五粮液 (000858) 发布2015年年度报告: 2015年, 公司实现营业收入216.59亿元, 同比增长3.08%; 实现净利润61.76亿元, 同比增长5.85%; 实现每股收益1.63元。

点评:

- **公司2015年的业绩符合预期。**2015年, 公司实现营业收入216.59亿元, 同比增长3.08%; 2015年, 公司共计销售白酒13.74万吨, 同比增长15.57%。其中, 高价五粮液销售收入约155.07亿元, 同比下降0.76%, 销量约为1.3万吨上下, 同比持稳; 出量持稳的前提下, 五粮液价格体系下沉, 导致五粮液收入增长低于出厂量增长。公司中低价酒实现收入约48.4亿元, 同比增长9.9%, 销量约12.24万吨, 同比增长预计15%上下, 中低价酒的较高增长带动了收入的整体增长。2015年, 公司实现归属上市公司股东净利润61.76亿元, 同比增长5.85%, 业绩符合预期, 其中四季度业绩增长加速。

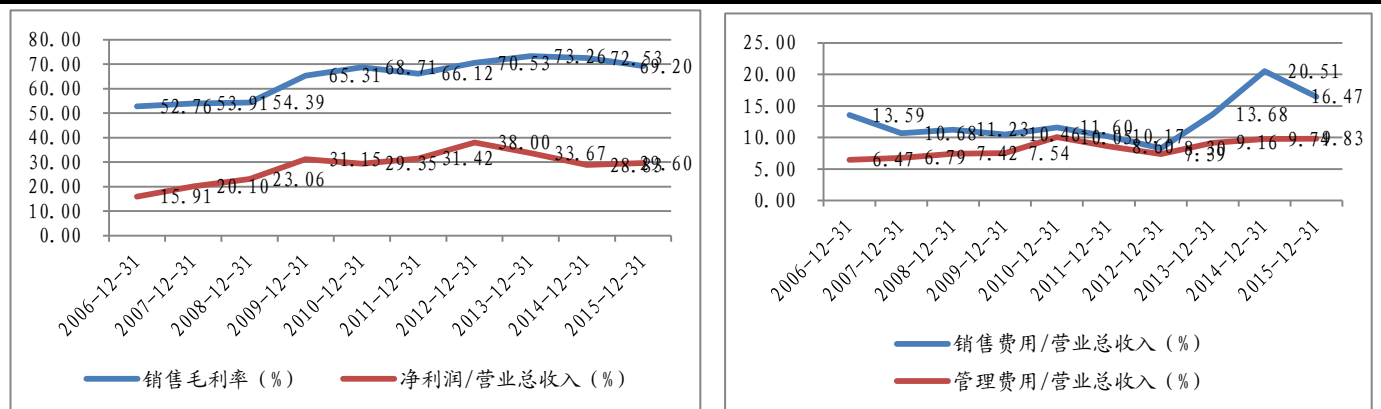
图表 1: 2012 年以后, 公司白酒收入增幅下降。



资料来源: 中原证券, 公司年报

- **公司毛利率下滑，但由于费用控制好，公司净利润率上升。**2015年，公司的酒类毛利率为73.21%，同比下滑2.3个百分点。其中，由于五粮液出厂价向下调整及原材料成本上升，高档酒的毛利率由上年的84.02%下降为81.69%，降幅2.33个百分点；同期，公司中低档酒的毛利率为46.03%，同比上升0.76个百分点。2015年，公司的销售费用为35.68亿元，同比下降17.19%；销售费用率为16.47%，同比下降4个百分点。销售费用下降主要是因为公司在下半年提高五粮液出厂价后，减少了前期对经销商的补贴，从而致使销售费用大幅减少。由于销售费用控制良好，公司2015年的净利润率较上年提升了0.77个百分点，净利润增幅高于收入增幅。

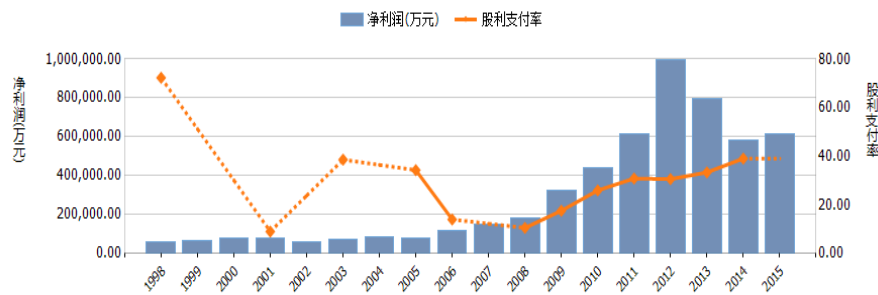
图表 2：2012 年以后，公司的销售和管理费用率上升，导致净利润率下滑。



资料来源：中原证券，公司公告

- **经销商打款积极，看好五粮液市场。**2015年期末，公司预收款项达到19.94亿元，较期初增长1.32倍；期末，公司应收票据达到86.65亿元，较期初增长17.59%。同期，公司的经营现金流达到66.91亿元，同比大幅增加。现金指标反映了公司渠道库存去化较为彻底，经销商在补贴减少后仍然看好五粮液后市及其代理权。公司2016年一季度销售情况良好，五粮液渠道库存消化的比较好，经销商打款积极，预计公司上半年就能够完成2016年销售任务的一半。
- **高端白酒回暖迹象尤为明显。**从2016年一季度的情况看，在向下调整四年之后，高档白酒全线回暖，各大品牌均出现了显著增长，可以说，高档白酒已经走出低谷，进入回升阶段。其主要原因有：一，茅台、五粮液、1573等高档白酒在各自的档位上基本没有竞品，市场竞争缓和，易于恢复；二，消费群体稳固，随着消费信心的恢复，这部分人群自然回归；三，几大高档白酒的高管团队都很优秀，经营政策调整到位，抵御住了市场风险。
- **公司经营目标明确：**2016年，公司将实现销售收入不低于238亿元，同比增长不低于10%；实现利润总额88亿元，同比增长达到10%。此外，糖酒会期间，公司在经销商大会上称，到2020年公司力争实现销售目标550亿元，实现途径有：高档酒稳增长、中档酒放量增长及通过并购实现外延式增长，其中，通过并购实现销售收入力争达到100亿元。
- **在市场的呼吁下，公司的分红率有所提升。**2015年，公司的现金分红金额达30.37亿元，占净利润的49%。自上市以来，公司的分红率仅达到24%，与公司这样的现金奶牛并不相称。在市场的呼吁下，公司的分红情况大有改善：近五年来，公司的分红率维持在50%左右比较高的水平。

图表 3: 上市以来, 公司的平均分红率为 24%。



资料来源: 中原证券, 公司公告

- **给予公司“买入”评级。**公司2016、2017、2018年的EPS分别为1.68、1.72、1.90元, 按照2016年3月30日收盘价28.12元, 对应的PE分别为16.74、16.35、14.80倍。公司已经渡过最坏的阶段, 正在步入稳定期, 改革政策初见成效。维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 消费环境欠佳, 高档白酒需求不稳, 行业波动加剧; 2016年, 原材料价格或会大幅增长; 食品安全隐患。

盈利预测 (百万元)

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	21659.00	24643.22	25888.46	28432.56
增长比率 (%)	3.08%	10.40%	4.89%	7.81%
净利润	6410.33	6605.48	6819.56	7546.86
增长比率 (%)	5.85%	3.22%	2.26%	10.39%
基本每股收益 (元)	1.63	1.68	1.72	1.90
市盈率 (倍)	17.25	16.74	16.35	14.80

2016年3月30日收盘价: 28.12元/股

来源: 中原证券

盈利预测 (百万元)

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	21659.00	23910.82	25078.89	27037.78
营业成本	6671.96	7929.39	8592.45	9092.95
营业税金及附加	1784.70	1721.58	1880.92	2027.83
销售费用	3567.24	3689.44	3761.83	3969.15
管理费用	2129.08	2178.28	2221.99	2298.21
财务费用	-732.07	-824.92	-800.02	-886.84
资产减值损失	25.80	717.32	501.58	540.76
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	34.14	10	10	10
营业利润	8246.44	8509.73	8930.14	10005.72
营业外收入	66	60	60	60
营业外支出	25	30	30	30
利润总额	8287.44	8539.73	8960.14	10035.72
所得税	1877.10	1934.25	2140.58	2488.86
净利润	6410.33	6605.48	6819.56	7546.86
少数股东损益	234	230	300	350
归属母公司净利润	6176	6375	6520	7197
BPS	1.63	1.68	1.72	1.90

来源: 中原证券

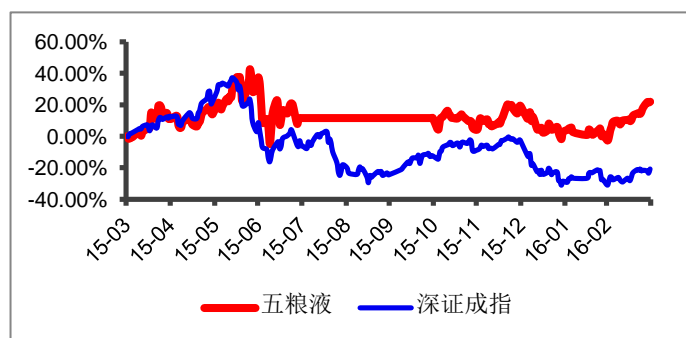
市场数据 (2016年3月30日)

收盘价(元)	28.12
一年内最高/最低(元)	28.68/22.31
沪深300指数	3216.28
市净率(倍)	2.46
流通市值(亿元)	1067

基础数据 (2015年12月31日)

每股净资产(元)	11.41
每股经营现金流(元)	1.76
毛利率(%)	69.20%
净资产收益率(%)	14.25%
资产负债率(%)	15.61%
总股本/流通股(万股)	379597/379568
B股/H股(万股)	0

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。