

刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

## 调整之后，再见量价齐升

### ——五粮液（000858）2016年半年报点评

**证券研究报告-公司点评**
**买入（维持）**

发布日期: 2016年9月5日

#### 报告关键要素:

上半年，公司白酒销售显现较高增长态势，其中包括量价两方面的增长。公司全年业绩有望量价齐升：我们估计，2016年公司白酒销量约达到14.5万吨，其中，普五销量接近1.5万吨，系列酒销量约13万吨，较上年均实现个位数增长；此外，如中秋后执行年内二次提价，则全年普五提价（出厂价）幅度达到12%。上半年，公司的综合毛利率回升，但是费用率仍然较高。如给予公司股价22倍估值，按照预测业绩，未来6个月公司的目标股价有望达到40元以上。

#### 事件:

五粮液（000858）发布2016年半年度报告，重要数据如下：

**图表1: 20161H重要利润数据（五粮液000858）**

	营业收入（亿元）			白酒收入（亿元）			营业利润（亿元）			净利润（亿元）		
	1Q	2Q	1H	1Q	2Q	1H	1Q	2Q	1H	1Q	2Q	1H
	88.26	44.30	132.56	/	/	123.78	39.63	13.30	52.92	30.08	10.18	40.27
增长（同比；%）	+31.03%	-1.11%	+18.19%	/	/	/	+32.10%	/	+18.55%	+31.91%	/	+18.05%

注：净利润为扣除非经常损益后的归母净利润

资料来源：中原证券 公司公告

**图表2: 20161H重要现金流量和资产负债数据（五粮液000858）**

	销售商品提供劳务收到的现金（亿元）			预收账款（亿元）			应收票据（亿元）		
	1Q	2Q	1H	截至2015	截至1Q	截至1H	截至2015	截至1Q	截至1H
	66.70	69.52	136.22	19.94	68.26	44.17	86.65	161.68	111.52
增长（同比；亿元）	+0.26	+23.22	+23.48	+11.36	+60.48	+37.95	+12.97	+85.46	+37.27

资料来源：中原证券 公司公告

**图表3: 2016H主要盈利能力数据 (五粮液000858)**

	综合毛利率 (%)	白酒毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	期间费用率 (%)
	70%	74.04%	30.38%	16.56%	8.35%	22.34%
同比增长 (百分点)	+0.1	+0.29	-0.12	+0.06	-0.63	+0.05
环比增长 (百分点)	+0.08	+0.83	+0.78	+0.09	-1.48	-0.58

资料来源: 中原证券 公司公告

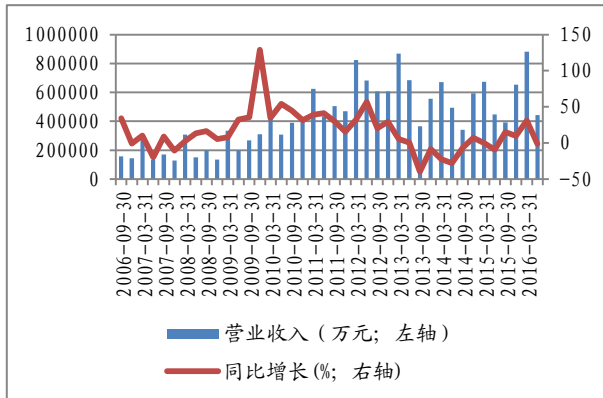
**点评:**

- **上半年, 公司白酒销售显现较高增长态势。**上半年, 公司实现收入132.56亿元, 同比增长18.19%; 公司销售商品收到的现金136.22亿元, 同比增加23.48亿元; 截至上半年末, 公司预收账款达到44.17亿元, 同比增加近38亿元。

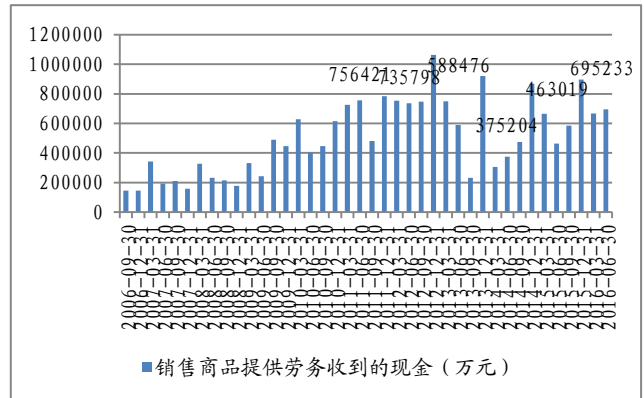
从营收、现金、预收账款和应收票据等数据看, 进入2016年后公司白酒销售回升显著。2016年1H, 公司营收增速达到18%, 考虑到下半年普五出厂价提升接近12%, 全年营收有望突破20%的增长水平; 而上年全年销售增长仅3%, 进入2016年后白酒收入增幅明显加大。2016H, 公司销售商品收到的现金136.22亿元, 同比增加23.48亿元, 达到了2012年的同期水平, 说明销售现金的流入状况正在明显好转。截至上半年末, 公司预收账款达到44亿元, 同比增加近38亿元, 但是仍低于2012年前的百亿峰值。应收票据大幅增加, 截至半年末达到111.52亿元, 部分因为经销商拿货积极性较高, 部分体现了公司对经销商的拿货政策, 即在行业向下调整阶段, 公司为缓解经销商现金紧张, 调动经销商拿货积极性, 允许经销商使用票据拿货。关于应收票据一项, 鉴于公司涨价的意愿较强, 预计2017年仍然会贯彻票据政策, 故, 公司应收票据仍会增加。

在上半年营收中, 一季度实现收入88.26亿元; 二季度实现收入44.30亿元。相比一季度, 二季度营收减少一半。我们分析, 公司二季度的“销售商品和提供劳务收到的现金”接近70亿元; 而二季度末的应收票据较一季度末减少50亿元, 即除去票据兑现这部分, 估计公司二季度的实际销售额大概为20亿元。此外, 对照预收账款项下: 二季度末, 公司预收账款44亿元, 较一季度末的68亿元减少24亿元, 与公司二季度的销售额接近, 故我们估计, 公司二季度的销售额主要来自前前期预收账款的发货, 以及部分票据兑现。

图表4: 公司营收增速回升

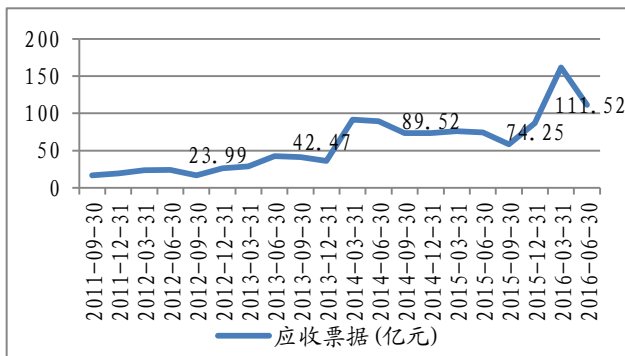


图表5: 现金流入恢复到2012年水平

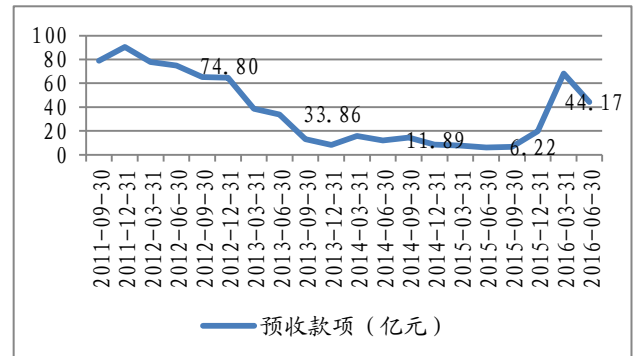


资料来源: 中原证券

图表6: 公司应收票据大幅增加



图表7: 公司预收账款逐步回升

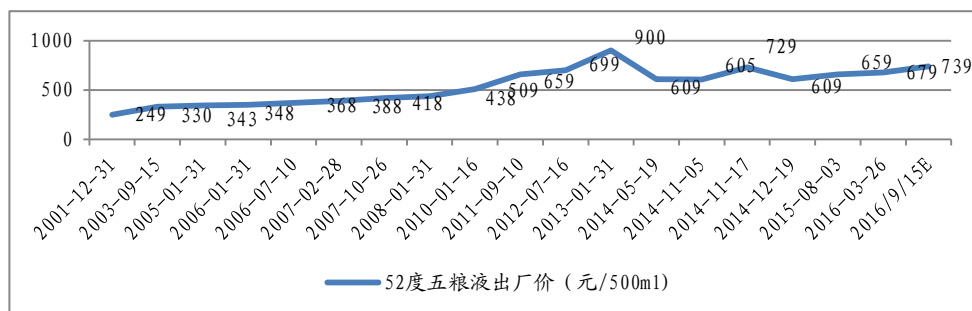


资料来源: 中原证券

- 下半年普五和系列酒控量涨价的趋势已明确。上半年经销商的拿货小高峰已经过去。中秋后（9月15日），普五和系列酒提价预期基本确定，提价幅度10%以上。提价后，由于经销商通过厂家返利可保证稳定利润，且需要为年末双节备货，故中秋过后不排除出现第二个出货小高峰，但销量核算入2017年财报。

公司涨价意愿强烈，主要出于对五粮液品牌高度的考虑：如果长期与竞品拉开价格差距，五粮液的品牌形象必然会受到损害。预计：2016年公司对普五出厂价提价两次，从年初的每瓶659元提至739元，总计幅度12%；其中，首次提价在3月份提价已完成，第二次提价估计在中秋后执行。即，2017年的执行出厂价为每瓶739元，市场指导价为每瓶829元。从市场的情况看，价格执行有一定难度，因此，2017年的经销商返利政策和票据政策甚至会加大力度。公司的系列酒价格也将会随普五价格做出向上调整。

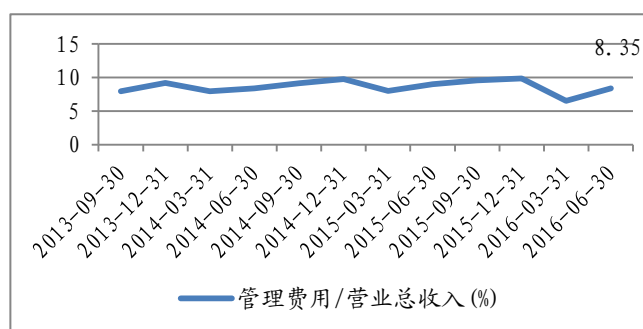
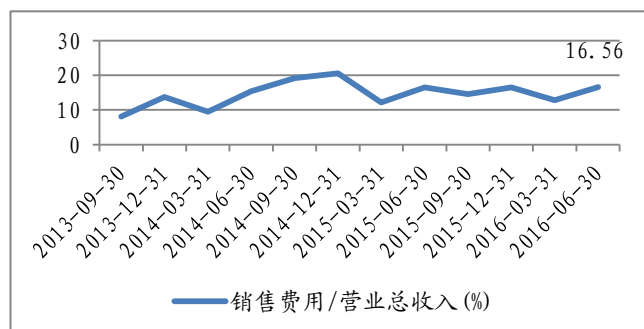
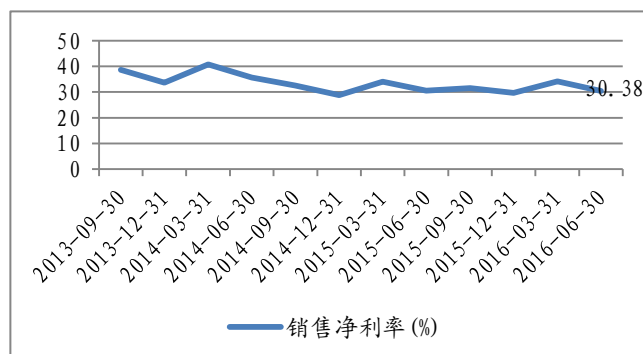
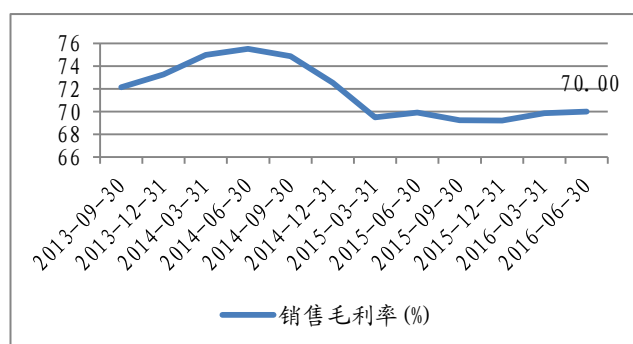
图表8: 五粮液出厂价 (元/瓶)



资料来源: 中原证券 公司公告

- 我们估计, 2016年公司白酒销量约为14.5万吨: 其中, 普五销量接近1.5万吨, 系列酒销量约13万吨, 较上年均实现个位数增长。公司目前存货约10亿元, 核算为高档酒, 存货不足8000吨, 低于往年的存货量。基于此, 估计未来一段时间内, 公司的高档酒供应将会偏紧, 对价格提升形成支撑。
- 公司的产品毛利率回升, 但是费用率仍然较高。上半年, 公司综合毛利率70%, 环比回升, 估计高档酒和系列酒的毛利率均有1至2个点的提升。但是, 公司当期的销售费用率和管理费用率高企: 销售费用率16.56%, 较上年末基本持平; 管理费用率8.35%, 较上年末略有下降。由于费用率上升, 公司当期净利润率下滑至30.38%, 较上年末略下滑点。公司当期的管理费用增加主要体现在职工薪酬和商标使用费等方面; 销售费用增加主要来自销售人员薪酬和市场开拓费用的增加, 后者同比增加了19%。

图表9: 公司盈利能力仍处于历史低位



资料来源: 中原证券 WIND

- **维持公司“买入”评级。**我们调高对公司的盈利预测：预计公司2016、2017、2018年的EPS分别为1.87、2.28、2.44元，分别增长15.24%、21.63%和7.12%。按照2016年9月2日收盘价33.85元，对应的PE分别为18.10、14.85和13.87倍，公司估值优势显著。公司基本面好转，业绩增长超预期，并且股价估值优势显著，维持公司“买入”评级。如给予公司22倍估值，按照预测业绩，未来6个月公司的目标股价40元以上。
- **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。

图表10: 公司白酒量价预测

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>高档酒</b>				
销量(吨)	13478.00	14825.80	16308.38	17613.05
增长(%; 同比)	3.68%	10.00%	10.00%	8.00%
吨价(元/吨)	1155000.00	1189996.50	1295192.19	1334047.96
增长(%; 同比)	-3.13%	3.03%	8.84%	3.00%
收入(百万元)	15567.09	17642.65	21122.49	23496.65
增长(%; 同比)		13.33%	19.72%	11.24%
毛利率(%)	81.69%	84.00%	86%	86.22%
毛利(百万元)	12716.76	14819.83	18211.81	20258.81
<b>低档酒</b>				
销量(吨)	123895.00	130089.75	137895.14	144789.89
增长(%; 同比)	17.03%	5.00%	6.00%	5.00%
吨价(元/吨)	48374.83	49826.07	52317.38	52317.38
增长(%; 同比)		3.00%	5.00%	0.00%
收入(百万元)	5993.40	6481.86	7214.31	7575.03
增长(%; 同比)		8.15%	11.30%	5.00%
毛利率(%)	35.67%	36.75%	38.59%	38.59%
毛利(百万元)	2137.85	2382.08	2784.00	2923.20
<b>白酒</b>				
销量(吨)	138293.00	144915.55	154203.52	162402.94
增长(%; 同比)		4.79%	6.41%	5.32%
收入(百万元)	20008.00	24124.51	28336.80	31071.68
增长(%; 同比)		20.57%	17.46%	9.65%
毛利率(%)	74.36%	71.30%	74.09%	74.61%
毛利(百万元)	14877.95	17201.91	20995.81	23182.02
<b>其它</b>				
收入(百万元)	1651.00	1086.45	1195.09	1314.60
毛利率(%)	15.50%	15.56%	16.23%	16.50%
毛利(百万元)	255.91	169.05	193.96	216.91
<b>总计</b>				
收入(百万元)	21659.00	25210.96	29531.89	32386.28
增长(%; 同比)	-3.59%	16.40%	17.14%	9.67%
毛利(百万元)	15133.85	17370.96	21189.77	23398.93
成本(百万元)	6525.15	7840.00	8342.11	8987.35
毛利率(%)	69.87%	68.90%	71.75%	72.25%

资料来源：中原证券

**盈利预测（百万元）**

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	21659.00	25210.96	29531.89	32386.28
营业成本	6671.96	7840.00	8342.11	8987.35
营业税金及附加	1784.70	1971.50	2362.55	2590.90
销售费用	3567.24	4174.94	4955.45	5505.67
管理费用	2129.08	2142.93	2616.53	2752.83
财务费用	-732.07	-869.78	-942.07	-1062.27
资产减值损失	25.80	252.11	295.32	647.73
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	34.14	10	10	10
<b>营业利润</b>	8246.44	9709.27	11911.99	12974.07
营业外收入	66	60	60	60
营业外支出	25	30	30	30
<b>利润总额</b>	8287.44	9739.27	11941.99	13004.07
所得税	1877.10	2391.96	2985.50	3381.06
<b>净利润</b>	6410.33	7347.30	8956.50	9623.01
少数股东损益	234	230	300	350
<b>归属母公司净利润</b>	6176	7117	8656	9273
<b>EPS</b>	1.63	1.87	2.28	2.44

资料来源：中原证券

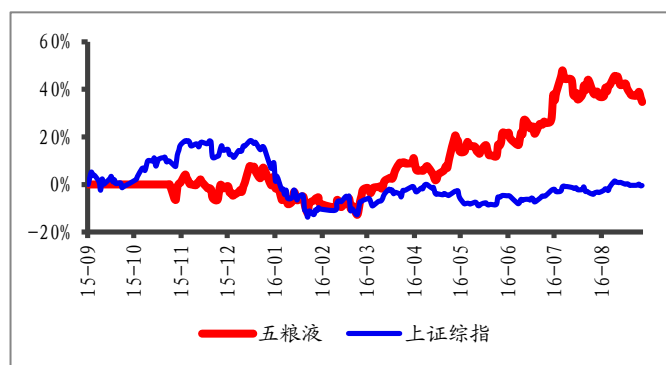
**市场数据 (2016年9月2日)**

收盘价(元)	33.85
一年内最高/最低(元)	38.80/25.71
沪深300指数	3314.11
市净率(倍)	2.91
流通市值(亿元)	1285

**基础数据 (2016年6月30日)**

每股净资产(元)	11.64
每股经营现金流(元)	1.14
毛利率(%)	70.00%
净资产收益率(%)	8.80%
资产负债率(%)	24.39%
总股本/流通股(万股)	379600/379600
B股/H股(万股)	0

**个股相对沪深300走势**



资料来源: WIND

**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。

**免责条款**

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、个人不得刊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。