

# 消费税从严征收不影响业绩核心

## ——五粮液（000858）半年报财报点评

2017年08月28日

强烈推荐/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	
范堃基	分析师	执业证书编号: S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

### 事件:

2017年上半年公司实现营业收入156.21亿元,同比增长17.85%,归属上市公司股东低端净利润49.72亿元,同比增长27.91%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入(百万元)	6527.95	8825.56	4430.07	4444.01	6844.15	10158.81	5462.32
增长率(%)	9.84%	31.03%	-1.11%	13.49%	4.84%	15.11%	23.30%
毛利率(%)	69.12%	69.84%	70.33%	70.50%	70.38%	70.53%	73.73%
期间费用率(%)	28.80%	17.22%	32.55%	25.58%	28.85%	14.41%	24.88%
营业利润率(%)	31.12%	44.90%	30.01%	37.43%	33.34%	48.62%	37.03%
净利润(百万元)	1633.37	3008.28	1018.35	1269.99	1760.15	3739.21	1450.60
增长率(%)	40.32%	31.37%	-09.98%	-06.34%	07.76%	24.30%	42.45%
每股盈利(季度,元)	0.41	0.76	0.26	0.32	0.44	0.95	0.36
资产负债率(%)	15.61%	22.35%	24.39%	23.03%	22.47%	23.46%	22.74%
净资产收益率(%)	3.68%	6.35%	2.25%	2.73%	3.65%	7.20%	2.91%
总资产收益率(%)	3.11%	4.93%	1.70%	2.10%	2.83%	5.51%	2.25%

### 观点:

- 公司二季度实现收入54.62亿元,同比增长23.30%,二季度净利润14.51亿元,同比增长42.45%。上半年酒类收入147.74亿元,同比增长13.86%,白酒业务上半年综合的毛利率75.24%,同比提升1.2个百分点。
- 五粮液52度水晶瓶计划内出厂价在2016年下半年提升至739元/瓶,1618的出厂价在2017年初提高到769元/瓶,2017年初的普五建议供货价为809元/瓶,建议零售价为899元/瓶。从目前临近下半年消费旺季的“普五”价格情况看,批价已经站稳800元/瓶,终端零售价格达到969元/瓶,2016年同期价格为829元/瓶,过去一年五粮液出厂价和终端价都有显著提升。考虑到茅台渠道库存持续偏紧,我们认为目前五粮

液和茅台品牌价值差距并不像目前终端价差反映的这么大，未来五粮液的消费替代效应有望逐步释放，普五价格继续稳步提升。

- 2017年上半年公司税金及附加科目核算金额14.29亿元，同比增长37.84%，其中主要是消费税增加。根据川国税函【2017】128号文件，公司对部分产品消费税最低计税价格进行了重新核定，带来了消费税税基的提高。考虑到公司执行此项政策的时间是2017年5月1日，预计下半年消费税仍会保持同比增长趋势。短期看，消费税是价内税，消费税的增长会抵减当期营业利润，随着全面执行消费税最低基数政策，消费税对利润的边际影响会逐步下降。目前公司核心产品价格处在上升的趋势中，此阶段消费税的增长不会改变核心产品的价格趋势。
- 公司2017年上半年期间费用同比变化不大，也带来了上半年业绩增速超过收入增速。上半年期末公司预收账款余额为55.11亿元，相比一季度末预收账款余额下降7.87亿元，但期末应收票据额为115.28亿元，同比一季度也有16.01亿下降。

#### 结论：

我们五粮液下半年将继续执行价格优先的政策，普五价格在茅台价格上涨的预期下，也有望缩小价差。消费税对公司净利润的影响下半年还会继续体现，但预计2018年后影响将会减弱。预计公司2017年至2018年归属上市公司股东净利润分别为81.76亿元、131.28亿元和150.23亿元，对应EPS分别为2.15元、2.60元和3.02元，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：1）消费税的税率提高风险；2）高端白酒市场竞争加剧的风险；3）销售旺季不达预期的风险。

**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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	44597	54505	63375	73300	84678	<b>营业收入</b>	21659	24544	28352	32555	36532
货币资金	26374	34666	43826	54458	66227	<b>营业成本</b>	6672	7314	8210	8944	9703
应收账款	107	108	155	178	200	营业税金及附加	1785	1941	2781	3673	4204
其他应收款	19	19	22	25	28	营业费用	3568	4695	4967	5247	5829
预付款项	332	272	354	443	540	管理费用	2129	2144	2132	2362	2598
存货	8701	9257	8998	8577	7975	财务费用	-732	-766	-981	-1229	-1509
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25.80	12.20	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	7949	7670	6951	6562	6208	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	902	795	795	795	795	投资净收益	34.14	33.43	36.00	40.00	40.00
固定资产	5347.5	5431.0	5026.2	4667.9	4353.6	<b>营业利润</b>	8246	9237	11276	13595	15744
无形资产	412	402	362	322	282	营业外收入	66.16	118.91	50.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	24.90	18.72	25.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	52547	62174	70326	79863	90886	<b>利润总额</b>	8287	9337	11301	13605	15754
<b>流动负债合计</b>	7968	13688	14938	16864	19081	所得税	1877	2281	2825	3401	3938
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	6410	7057	8476	10203	11815
应付账款	1058	2171	2024	2205	2393	少数股东损益	234	272	300	320	340
预收款项	1994	6299	7433	8735	10196	归属母公司净利润	6176	6785	8176	9883	11475
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	8497	9388	11013	13128	15023
<b>非流动负债合计</b>	234	281	281	654	1086	<b>BPS (元)</b>	1.63	1.79	2.15	2.60	3.02
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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
<b>负债合计</b>	8201	13969	15219	17517	20168	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1016	1129	1429	1749	2089	营业收入增长	3.08%	13.32%	15.51%	14.83%	12.22%
实收资本(或股本)	3796	3796	3796	3796	3796	营业利润增长	2.66%	12.02%	22.07%	20.56%	15.81%
资本公积	953	953	1831	1831	1831	归属于母公司净利润	5.85%	9.85%	20.50%	20.89%	16.11%
未分配利润	30407	32975	36655	41102	46266	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	43329	47077	53678	60596	68629	毛利率(%)	69.20%	70.20%	71.04%	72.53%	73.44%
<b>负债和所有者权</b>	52547	62174	70326	79863	90886	净利率(%)	29.60%	28.75%	29.89%	31.34%	32.34%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
<b>经营活动现金流</b>	6691	11697	9814	12331	13665	<b>偿债能力</b>					
净利润	6410	7057	8476	10203	11815	资产负债率(%)	16%	22%	22%	22%	
折旧摊销	983.08	916.48	0.00	761.48	787.45	流动比率	5.60	3.98	4.24	4.35	
财务费用	-732	-766	-981	-1229	-1509	速动比率	4.51	3.31	3.64	3.84	
应收账款减少	0	0	-48	-23	-22	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	1134	1302	1461	总资产周转率	0.44	0.43	0.43	0.43	
<b>投资活动现金流</b>	-394	-161	-61	38	38	应收账款周转率	188	229	216	195	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.40	15.20	13.51	15.39	
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	34	33	36	40	40	每股收益(最新摊薄)	1.63	1.79	2.15	2.60	
<b>筹资活动现金流</b>	-2355	-3194	-594	-1737	-1934	每股净现金流(最新)	1.04	2.20	2.41	2.80	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	11.41	12.40	14.14	15.96	
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	33.25	30.27	25.12	20.78	
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	4.74	4.36	3.83	3.39	
<b>现金净增加额</b>	3942	8342	9160	10633	11769	EV/EBITDA	21.06	18.18	14.67	11.50	

资料来源: 公司财报、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，9 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，5 年食品饮料行业研究经验。

### 范垄基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015 年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017 年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

## 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。