

食品饮料

2016年12月15日

五粮液 (000858)

——定增顺利过会 估值优势明显 维持买入

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据： 2016年12月14日

收盘价(元)	35.47
一年内最高/最低(元)	38.8/22.31
市净率	3.0
息率(分红/股价)	2.26
流通A股市值(百万元)	134636
上证指数/深证成指	3140.53 / 10232.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	11.96
资产负债率%	23.03
总股本/流通A股(百万)	3796/3796
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐版 161215》 2016/12/15

《经济复苏动能减弱，结构有亮点——行业比较之中观数据观察系列报告之五》 2016/12/05

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
潘璠 A0230516040001
panfan@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818x010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司公告，12月14日，证监会发审委对五粮液非公开发行股票申请进行了审核，本次非公开发行股票申请获得审核通过。
- **投资评级与估值：**我们维持盈利预测，预测16-18年EPS为1.92、2.13、2.38元，同比增长18%、11%、11%，对应16-18年PE分别为19、17、15倍，目标价42元，对应17年20xPE，维持买入评级。我们看好公司的逻辑主要有：1、今年以来白酒行业分化复苏，高端酒及二三线名酒进入复苏周期，价格带上移，集中度向名酒集中，行业环境对公司有利；2、公司通过非公开发行绑定管理层和核心经销商利益，我们看好公司中长期经营效率提升和管理改善；3、公司提价挺价策略成功，通过15年8月，16年3月、8月三次提价使出厂价从609元提升到目前的739元，一批价从520元提升到700元，渠道基本实现顺价，提价为利润增长提供保障；4、估值有明显优势，公司目前股价对应16-17年PE分别为18.5x、16.7x，白酒中估值最低，且分红率在50%以上，估值存在修复空间。
- **定增绑定管理层及核心经销商利益。**公司去年公布定增方案，发行价格22.54元/股，发行不超过8225.24万股，募集资金总额18.54亿，主要用于信息化建设项目、营销中心建设项目、服务型电子商务平台项目。发行对象为国泰君安资产管理计划（五粮液一期员工持股计划，该计划覆盖唐桥、刘中国等董监高共11人，占计划总额8.53%，其他员工认购剩余部分）、君享五粮液1号（包括北京朝批商贸、银基集团等38个优秀经销商和投资者），以及泰康资管、华安基金、凯联艾瑞。公司通过定向增发绑定了管理层、员工和核心经销商利益，我们看好公司中长期经营效率提升和管理改善。
- **预计公司明年延续控量挺价策略。**上周媒体报道公司明年合同量减少25%，我们了解到，经销商在陆续跟公司签合同，减量25%，按照出厂价739元/瓶执行，计划外价格769元/瓶。我们推测从12月开始打17年的款，预计在1月份春节之前会将全年40%的打款执行完毕。目前尚没有确切消息说明17年返利及补贴事宜，我们推测1218大会可能进行说明。预计明年五粮液的核心目标是坚挺价格。到17年年底，会根据经销商的表现给予不同程度的奖金。目前市场一批价格已上涨至709左右，预计春节前将会涨至739元/瓶。此次，五粮液以销量来换取渠道价格良性，赢得经销商的信心，对于长远发展是有利的。未来需要重点关注价格传导到市场后，市场的接受程度。
- **股价表现的催化剂：**一批价上涨，定增获批
- **核心假设的风险：**经济下行影响高端酒需求

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21,659	17,700	24,467	26,554	28,934
同比增长率(%)	3.08	16.97	12.96	8.53	8.96
净利润(百万元)	6,176	5,101	7,299	8,104	9,037
同比增长率(%)	5.85	10.83	18.18	11.03	11.51
每股收益(元/股)	1.63	1.34	1.92	2.13	2.38
毛利率(%)	69.2	70.1	73.5	73.6	73.8
ROE(%)	14.3	11.2	14.4	13.8	13.3
市盈率	22		19	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	24,719	21,011	21,659	24,467	26,554	28,934
营业收入同比增长率 (yoy)	-9.13%	-15.00%	3.08%	-	-	-
减: 营业成本	6,610	5,772	6,672	6,489	7,016	7,582
毛利率 (%)	73.26%	72.53%	69.20%	73.50%	73.60%	73.80%
减: 营业税金及附加	1,849	1,517	1,785	2,006	2,177	2,373
主营业务利润	16,259	13,722	13,203	-	-	-
主营业务利润率 (%)	65.78%	65.31%	60.96%	-	-	-
减: 销售费用	3,382	4,309	3,568	4,404	4,514	4,629
减: 管理费用	2,264	2,047	2,129	2,398	2,549	2,749
减: 财务费用	-827	-658	-732	-600	-550	-500
经营性利润	11,440	8,024	8,238	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-16.50%	-29.86%	2.66%	-	-	-
经营性利润率 (%)	46.28%	38.19%	38.03%	-	-	-
减: 资产减值损失	5	6	26	10	5	5
加: 投资收益及其他	4	14	34	5	5	5
营业利润	11,432	8,032	8,246	9,765	10,848	12,101
加: 营业外净收入	-185	-16	41	39	38	40
利润总额	11,247	8,016	8,287	9,804	10,886	12,140
减: 所得税	2,925	1,958	1,877	2,229	2,475	2,760
净利润	8,322	6,058	6,410	7,576	8,411	9,380
少数股东损益	349	223	234	277	308	343
归属于母公司所有者的净利润	7,973	5,835	6,176	7,299	8,104	9,037
净利润同比增长率 (yoy)	-19.75%	-26.81%	5.85%	-	-	-
全面摊薄总股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
每股收益 (元)	2.10	1.54	1.63	1.92	2.13	2.38
归属母公司所有者净利润率 (%)	32.25%	27.77%	28.51%	-	-	-
ROE	22.09%	14.80%	14.25%	14.40%	13.80%	13.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。