

食品饮料

2017年02月17日

五粮液 (000858)

——加大力控货挺价 淡季价格将保持坚挺 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： 2017年02月16日

收盘价(元)	38.46
一年内最高/最低(元)	39.26/22.31
市净率	3.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	145985
上证指数/深证成指	3229.62 / 10253.96

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

《五粮液(000858)点评：定增顺利过会 估值优势明显 维持买入》2016/12/15
 《价格驱动的盈利回暖周期究竟能走多远？——2016年3季报总结篇(下)》2016/12/15

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

周彪 A0230116110005
zhoubiao@swsresearch.com

联系人

周彪
(8621)23297818×010-66500562
zhoubiao@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**媒体报道结合我们渠道调研，1、五粮液提高普五及五粮液1618在KA卖场的渠道价格，建议供货价分别提升至809元/瓶、819元/瓶，零售价格分别提高至899元/瓶、919元/瓶；2、五粮液1618及交杯牌五粮液恢复性提价，1618出厂价从699提高到769元，交杯牌五粮液提高到829元；3、16日起，对普五、五粮液1618、五粮液低度系列进行控货，同时全渠道对价格和货源进行梳理，普五低于800元，1618低于820元将进行回购。
- **投资评级与估值：**由于公司对核心产品五粮液普五、五粮液1618等先后进行提价，我们上调17-18年盈利预测，预测16-18年EPS为1.92、2.28、2.74元（前次为1.92、2.13、2.38元），同比增长18%、19%、20%，对应16-18年PE分别为20、17、14倍，上调目标价到50元，对应17年22xPE，维持买入评级。我们看好公司的逻辑有：1、受益行业复苏及茅台提价，一批价及出厂价进入上升通道；2、公司通过非公开发行股份绑定管理层和核心经销商利益，有利于公司中长期经营效率提升带来盈利改善；3、公司提价挺价策略成功，通过15年8月，16年3月、9月三次提价使出厂价从609元提升到目前739元，一批价从520元提升到740元，渠道实现顺价，盈利情况明显改善；5、2016年1218新政提出的增量溢价、违规减量、优质投放策略，有利于2017年优化渠道结构，进一步解决并改善渠道盈利的核心问题；6、估值有优势，公司目前股价对应17年PE为17x，低于其他白酒公司。
- **1618在普五之后提价利于放量 弥补普五下滑。**1618是公司2007年推出的一款产品，定位略高于普五。我们推测17年1618将占公司高档酒的15%即2000吨以上。之前出厂价699元，一批价约740元，顺价销售，春节动销很好。我们了解到部分经销商已积极打款提前完成1618全年任务，因此1618提价对今年利润贡献不大，更多增厚18年以后利润。去年1218大会提出普五减量约20%，但预计1618、交杯牌和低度系列的增长将弥补普五的下滑。
- **一系列举措表明五粮液淡季及全年的挺价决心。**我们了解到五粮液整体春节期间销售良好，多位大商反馈有两位数增长，库存去化明显，679元的货基本消化完毕。节后普五一批价在740左右，由于库存较低，加之承兑汇票政策的使用，经销商已积极按739价格打款；另由于1618、交杯酒及低度酒提价滞后于普五且有提价预期在先，因此该部分产品回款情况更好。综上，我们认为五粮液一季度回款已无忧，由于打款成本全面提高（739元）+1618等产品恢复性提价+五粮液全系产品进入控货状态+回购政策配合，预计五粮液淡季将保持一批价顺价，批价年内会不断提高。
- **股价表现的催化剂：**提价及一批价上涨，定增实施完成
- **核心假设风险：**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	27,755	31,949
同比增长率(%)	3.08	16.97	12.96	13.44	15.11
净利润(百万元)	6,176	5,101	7,299	8,657	10,390
同比增长率(%)	5.85	10.83	18.18	18.61	20.02
每股收益(元/股)	1.63	1.34	1.92	2.28	2.74
毛利率(%)	69.2	70.1	73.5	74.6	75.7
ROE(%)	14.3	11.2	14.4	14.6	14.9
市盈率	24		20	17	14

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	27,755	31,949
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	7,056	7,764
毛利率 (%)	73.26%	72.53%	69.20%	73.50%	74.60%	75.70%
减: 营业税金及附加	1,849	1,517	1,785	2,006	2,276	2,620
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	4,718	5,112
减: 管理费用	2,264	2,047	2,129	2,398	2,665	3,035
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	11,590	13,918
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	11,629	13,958
减: 所得税	2,925	1,958	1,877	2,229	2,644	3,173
净利润	8,322	6,058	6,410	7,576	8,985	10,785
少数股东损益	349	223	234	277	328	394
归属于母公司所有者的净利润	7,973	5,835	6,176	7,299	8,657	10,390
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	2.28	2.74
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%	14.60%	14.90%

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。