

2017年03月31日

五粮液 (000858.SZ)

公司快报

证券研究报告

白酒

行业向好巨额预收款进入2017，分红力度加大

事件：公司披露2016年报，2016年公司实现营业总收入245.44亿元，同比增长13.32%；实现归属上市公司股东净利润67.85亿元，同比增长9.8%。公司2016年利润分配预案为10股派9元(含税)，分红率达到50.36%，股息率2.11%。

■4季度发货偏紧，导致年度利润增速略低于预期，巨额预收款进入2017年。公司2016年利润增速略低于预期，每股收益1.79元，略低于市场1.90元附近的一致预期，我们认为主要原因在于4季度收入确认较为不积极，导致4季度每股收益0.44元，同比仅增长7%，低于前三季度累计同比增速(约11%)，从提价角度推算，2016年4季度五粮液单品发货量确认同比几乎无增长，甚至略有下降；4季度发货不积极，为顺利实施739新出厂价做出牺牲，但公司也带着年末高位的预收款进入2017年，2016年底，公司预收款余额62.99亿元，环比仅略减少4.24亿元。

■五粮液高端白酒2017年形势更好，向上拐点已到。糖酒会期间，公司在经销商大会上明确指出“集团和股份公司都完成了收入和利润指标，五粮液系列酒均实现增长，五粮液顺价销售目标基本实现”。2016年以来，高端白酒已经从挤压式增长转向稳步扩容式增长，整体形势向好更加明确，在2017年茅台“量紧价升”的大背景下，五粮液从价格上而言讲直接受益。2017年五粮液加强预期引导，坚持“优质投放，增量溢价，违规减量”，围绕品牌和渠道建设两大核心任务，提升执行力，有望实现更有质量的增长。

■开局良好，集团换帅，改革预期仍多。公司1季度预计开局良好，一方面春节动销良好，综合库存真正降到历史低位，据渠道调研反馈，春节期间，历史库存大量消化，使得执行新价格体系的基础空前夯实；另一方面，截止2月底，经销商打款完成较好，普遍打款全年任务的50%，但实际发货比例较低，因此我们估计一季度末预收账款余额仍然可观。糖酒会我们观察到五粮液经销商数量和信心都有明显提升，得益于五粮液加强渠道和终端的开发和管理，对既定政策的良好坚持。

■投资建议：2016年以来，五粮液给予市场更多信心，无论从价格政策坚持和渠道操作精细化方面，还是从投资者沟通方面，随着公司员工激励落地，集团迎来经济工作背景的董事长就任，公司深化改革的预期再提升。调高6个月目标价至52.00元，相当于2018年21倍的动态市盈率。

■风险提示：行业向好不达预期。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 | 21,659.3 | 24,543.8 | 27,979.9 | 32,456.7 | 37,000.7 |
| 净利润 | 6,176.1 | 6,784.5 | 8,106.4 | 9,569.2 | 11,451.8 |
| 每股收益(元) | 1.63 | 1.79 | 2.09 | 2.47 | 2.95 |
| 每股净资产(元) | 11.41 | 12.40 | 13.62 | 14.80 | 16.22 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 26.3 | 23.9 | 20.4 | 17.3 | 14.5 |
| 市净率(倍) | 3.7 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 2.6 |
| 净利润率 | 28.5% | 27.6% | 29.0% | 29.5% | 31.0% |
| 净资产收益率 | 14.3% | 14.4% | 15.3% | 16.7% | 18.2% |
| 股息收益率 | 1.9% | 2.1% | 2.5% | 3.0% | 3.6% |
| ROIC | 33.4% | 37.1% | 65.5% | 52.4% | 89.5% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

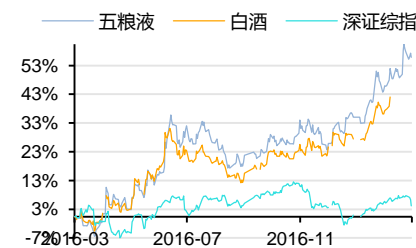
首次评级

6个月目标价：52.00元
股价(2017-03-30) 42.73元

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 162,201.66 |
| 流通市值(百万元) | 162,192.65 |
| 总股本(百万股) | 3,795.97 |
| 流通股本(百万股) | 3,795.76 |
| 12个月价格区间 | 26.20/43.96元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | 8.48 | 23.25 | 49.53 |
| 绝对收益 | 8.01 | 23.93 | 57.09 |

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|---------|---------|-------|--------|-------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 21,659.3 | 24,543.8 | 27,979.9 | 32,456.7 | 37,000.7 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 6,672.0 | 7,314.3 | 7,750.4 | 8,925.6 | 10,175.2 | 营业收入增长率 | 3.1% | 13.3% | 14.0% | 16.0% | 14.0% |
| 营业税费 | 1,784.7 | 1,941.2 | 2,126.5 | 2,466.7 | 2,812.0 | 营业利润增长率 | 2.7% | 12.0% | 20.0% | 18.0% | 19.8% |
| 销售费用 | 3,568.1 | 4,694.5 | 4,644.7 | 5,193.1 | 5,180.1 | 净利润增长率 | 5.8% | 9.9% | 19.5% | 18.0% | 19.7% |
| 管理费用 | 2,128.8 | 2,143.7 | 2,378.3 | 2,796.8 | 3,166.7 | EBITDA 增长率 | 1.2% | 11.1% | 29.4% | 17.4% | 19.2% |
| 财务费用 | (732.1) | (765.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EBIT 增长率 | 1.9% | 12.7% | 30.8% | 18.0% | 19.8% |
| 资产减值损失 | 25.8 | 12.2 | 12.2 | 12.2 | 12.2 | NOPLAT 增长率 | 4.3% | 10.2% | 30.8% | 18.0% | 19.9% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | -0.9% | -25.8% | 47.4% | -29.8% | 44.2% |
| 投资和汇兑收益 | 34.1 | 33.4 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 净资产增长率 | 9.9% | 8.7% | 12.6% | 9.1% | 10.0% |
| 营业利润 | 8,246.2 | 9,237.2 | 11,082.9 | 13,077.3 | 15,669.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 41.3 | 100.2 | 73.8 | 87.0 | 80.4 | 毛利率 | 69.2% | 70.2% | 72.3% | 72.5% | 72.5% |
| 利润总额 | 8,287.5 | 9,337.4 | 11,156.7 | 13,164.3 | 15,749.8 | 营业利润率 | 38.1% | 37.6% | 39.6% | 40.3% | 42.3% |
| 减:所得税 | 1,877.0 | 2,280.6 | 2,725.0 | 3,215.4 | 3,846.9 | 净利润率 | 28.5% | 27.6% | 29.0% | 29.5% | 31.0% |
| 净利润 | 6,176.1 | 6,784.5 | 8,106.4 | 9,569.2 | 11,451.8 | EBITDA/营业收入 | 37.4% | 36.7% | 41.6% | 42.1% | 44.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 34.7% | 34.5% | 39.6% | 40.3% | 42.3% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 92 | 79 | 69 | 57 | 48 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 170 | 120 | 119 | 107 | 97 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 691 | 727 | 694 | 667 | 651 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 140 | 132 | 118 | 113 | 109 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 822 | 841 | 792 | 748 | 720 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 288 | 220 | 204 | 178 | 157 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 14.3% | 14.4% | 15.3% | 16.7% | 18.2% |
| | | | | | | ROA | 12.2% | 11.3% | 13.9% | 13.4% | 16.1% |
| | | | | | | ROIC | 33.4% | 37.1% | 65.5% | 52.4% | 89.5% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 16.5% | 19.1% | 16.6% | 16.0% | 14.0% |
| | | | | | | 管理费用率 | 9.8% | 8.7% | 8.5% | 8.6% | 8.6% |
| | | | | | | 财务费用率 | -3.4% | -3.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 22.9% | 24.7% | 25.1% | 24.6% | 22.6% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 15.6% | 22.5% | 10.9% | 20.0% | 12.0% |
| | | | | | | 负债权益比 | 18.5% | 29.0% | 12.2% | 25.0% | 13.7% |
| | | | | | | 流动比率 | 5.60 | 3.98 | 8.36 | 4.59 | 7.76 |
| | | | | | | 速动比率 | 4.51 | 3.31 | 6.94 | 3.81 | 6.47 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | (10.26) | (11.06) | | | |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.80 | 0.90 | 1.09 | 1.28 | 1.54 |
| | | | | | | 分红比率 | 49.2% | 50.4% | 52.0% | 52.0% | 52.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 1.9% | 2.1% | 2.5% | 3.0% | 3.6% |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 6,410.5 | 7,056.8 | 8,106.4 | 9,569.2 | 11,451.8 | EPS(元) | 1.63 | 1.79 | 2.09 | 2.47 | 2.95 |
| 加:折旧和摊销 | 618.6 | 573.4 | 557.7 | 594.1 | 631.6 | BVPS(元) | 11.41 | 12.40 | 13.62 | 14.80 | 16.22 |
| 资产减值准备 | 23.6 | 1.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | PE(X) | 26.3 | 23.9 | 20.4 | 17.3 | 14.5 |
| 公允价值变动损失 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | PB(X) | 3.7 | 3.4 | 3.1 | 2.9 | 2.6 |
| 财务费用 | (0.1) | (0.2) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/FCF | 25.6 | 14.4 | 80.9 | 10.9 | 29.6 |
| 投资损失 | (34.1) | (33.4) | (15.0) | (15.0) | (15.0) | P/S | 7.5 | 6.6 | 5.9 | 5.1 | 4.5 |
| 少数股东损益 | 234.4 | 272.2 | 325.3 | 383.8 | 459.2 | EV/EBITDA | 9.6 | 10.7 | 11.3 | 8.9 | 7.5 |
| 营运资金的变动 | (369.1) | 3,870.1 | (6,131.4) | 5,451.1 | (6,055.5) | CAGR(%) | 15.8% | 19.0% | 11.6% | 15.8% | 19.0% |
| 经营活动产生现金流量 | 6,691.1 | 11,696.8 | 2,843.0 | 15,983.1 | 6,472.1 | PEG | 1.7 | 1.3 | 1.8 | 1.1 | 0.8 |
| 投资活动产生现金流量 | (394.2) | (161.3) | (385.0) | (385.0) | (385.0) | ROIC/WACC | 3.0 | 3.3 | 5.9 | 4.7 | 8.1 |
| 融资活动产生现金流量 | (2,354.9) | (3,193.9) | (2,377.6) | (4,995.1) | (5,977.9) | REP | 1.5 | 2.3 | 1.2 | 1.9 | 0.8 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034