

**五粮液(000858)/饮料制造 产品结构不断上移, 放量基础已形成, 重申“买入”**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 46.0

目标价格: 55.4

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话:

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

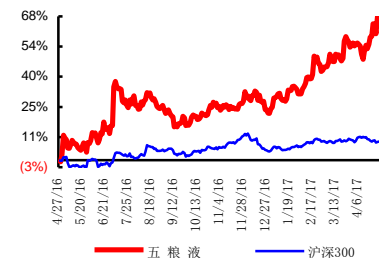
联系人: 龚小乐

电话:

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,796
流通股本(百万股)	3,796
市价(元)	46
市值(百万元)	174,614
流通市值(百万元)	174,605

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 五粮液(000858.SZ)\_年报点评:

预收款大幅提升, 加速增长在望

2 提价决策明智, 加速成长可期

3 五粮液(000858.SZ)\_公司点评:

定增如期过会, 公司业绩有望加速

成长, 重申“买入”

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659.29	24,543.79	28,122.9	31,669.1	35,523.9
增长率 yoy%	3.08%	13.32%	14.58%	12.61%	12.17%
净利润	6,176.12	6,784.53	8,209.68	9,567.51	10,896.8
增长率 yoy%	5.85%	9.85%	21.01%	16.53%	14.05%
每股收益(元)	1.63	1.79	2.16	2.52	2.87
每股现金流量	1.76	3.08	1.38	2.66	2.95
净资产收益率	14.25%	14.41%	15.83%	15.55%	15.07%
P/E	16.77	19.29	19.94	17.13	15.02
PEG	2.87	1.96	0.95	1.05	1.07
P/B	2.39	2.78	3.16	2.66	2.26

备注:

**投资要点**

- **事件: 4月27日公司公布一季报, 季报显示2017Q1实现收入101.6亿, 同比增长15%, 归属于上市公司股东的净利润35.9亿, 同比增长23.8%, EPS为0.95元, 经营活动产生的现金流量净额18.4亿, 同比增长143%; 预收款62.37亿元, 与去年四季度基本持平, 比去年一季度下降5.9亿。**
- **收入和利润符合预期, 高基数之下销量实现增长实属不宜。**春节期间我们就观察到了公司高档酒普五动销实现近10%的销量增长, 2月初以报告《提价决策明智, 加速成长可期》重点推荐。今年一季度基本执行739元的新价格, 而普五去年一季度的出厂价659元, 因此价格提升幅度近12%, 考虑到高价酒占比70%, 假设中低端酒吨价格不变, 则一季度收入增长中量的贡献为7% (与我们预估的10%比较接近)。五粮液在去年一季度高基数以及提价的背景之下实现销量的增长, 实属不宜。
- **毛利率小幅提升, 销售费用率以及管理费用率略有下滑, 净利润率稳步提升。**公司产品毛利率70.5%, 同比提高0.7个百分点, 主要是五粮液系列产品提价所致; 销售费用率为10.8%, 同比下降2个百分点, 主要是产品取消补贴使费用投入减少所致; 管理费率5.8%, 同比下降0.7个百分点。税金及附加收入占比7.5%, 去年同期7.7%, 基本稳定。公司总体毛利率小幅提升及费用率下降使净利率同比提升2.5个百分点达到35.4%, 公司盈利能力逐步加强。
- **茅台价格上行+公司机制改善, 2017年收入有望加速增长。**行业层面, 茅台全年供需紧平衡背景下奠定批价上行趋势, 有利于普五提价策略的成功实施, 目前普五一批价达到780元左右, 预计公司会继续提高计划外出厂价; 茅五价格拉开后普五性价比优势凸显有助于加快产品动销。公司层面, 员工和经销商持股有效优化机制, 费用管控效率逐步提升, 品牌营销意识明显加强, 渠道运作更加精细化, 在高档酒价格持续往上的现在, 公司产品具备放量的基础。新董事长已经上任, 我们认为新官上任三把火, 新董事长必将以十足的干劲来尽快做出成绩; 综合来看, 我们认为公司将充分受益高端酒行业格局向好和公司机制改善, 2017年收入有望加速增长。
- **投资建议: 上调目标价55.4元, 维持“买入”评级。**我们预计2017-18年收入为281.23、316.69亿元, 同比增长14.58%、12.61%; 净利润82.10、95.67亿元, 同比增长21.01%、16.53%, 对应EPS分别为2.16、2.52元。上调12个月目标价55.4元, 对应2018年22倍PE。
- **风险提示: 限制三公消费力度加大、食品品质事故。**

**图表 1：五粮液三大财务报表预测（单位：百万元）**

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>24,719</b>	<b>21,011</b>	<b>21,659</b>	<b>24,544</b>	<b>28,123</b>	<b>31,669</b>	货币资金	25,763	22,382	26,374	30,410	34,561	40,339
增长率	-9.13%	-15.0%	3.1%	13.3%	14.6%	12.6%	应收款项	3,724	7,512	8,792	8,519	10,360	11,642
营业成本	-6,610	-5,772	-6,672	-7,314	-7,955	-8,690	存货	6,886	8,091	8,701	9,016	9,960	10,834
%销售收入	26.7%	27.5%	30.8%	29.8%	28.3%	27.4%	其他流动资产	569	515	731	746	788	821
毛利	18,108	15,239	14,987	17,230	20,168	22,979	流动资产	36,942	38,500	44,597	48,691	55,669	63,635
%销售收入	73.3%	72.5%	69.2%	70.2%	71.7%	72.6%	%总资产	83.7%	83.0%	84.9%	86.2%	87.8%	89.3%
营业税金及附加	-1,849	-1,517	-1,785	-1,941	-2,223	-2,522	长期投资	121	869	903	903	903	903
%销售收入	7.5%	7.2%	8.2%	7.9%	7.9%	8.0%	固定资产	6,130	6,061	5,904	5,735	5,629	5,525
营业费用	-3,382	-4,309	-3,568	-4,672	-5,203	-5,700	%总资产	13.9%	13.1%	11.2%	10.2%	8.9%	7.8%
%销售收入	13.7%	20.5%	16.5%	19.0%	18.5%	18.0%	无形资产	358	476	502	511	537	555
管理费用	-2,264	-2,047	-2,129	-2,143	-2,390	-2,692	非流动资产	7,187	7,909	7,949	7,790	7,709	7,623
%销售收入	9.2%	9.7%	9.8%	8.7%	8.5%	8.5%	%总资产	16.3%	17.0%	15.1%	13.8%	12.2%	10.7%
息税前利润（EBIT）	10,613	7,366	7,506	8,474	10,351	12,065	<b>资产总计</b>	<b>44,130</b>	<b>46,409</b>	<b>52,547</b>	<b>56,481</b>	<b>63,378</b>	<b>71,258</b>
%销售收入	42.9%	35.1%	34.7%	34.5%	36.8%	38.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	827	658	732	710	812	936	应付款项	2,519	2,555	4,538	3,301	4,163	4,497
%销售收入	-3.3%	-3.1%	-3.4%	-2.9%	-2.9%	-3.0%	其他流动负债	4,523	3,370	3,429	4,202	4,505	4,909
资产减值损失	-5	-6	-26	0	0	0	流动负债	7,043	5,925	7,968	7,504	8,668	9,405
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	14	34	33	31	32	其他长期负债	68	151	234	234	234	234
%税前利润	0.0%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	<b>负债</b>	<b>7,110</b>	<b>6,076</b>	<b>8,201</b>	<b>7,738</b>	<b>8,902</b>	<b>9,639</b>
营业利润	11,432	8,032	8,246	9,217	11,194	13,033	<b>普通股股东权益</b>	<b>36,093</b>	<b>39,430</b>	<b>43,329</b>	<b>47,456</b>	<b>52,819</b>	<b>59,540</b>
营业利润率	46.3%	38.2%	38.1%	37.6%	39.8%	41.2%	少数股东权益	927	903	1,016	1,287	1,657	2,079
营业外收支	-185	-16	41	118	70	81	<b>负债股东权益合计</b>	<b>44,130</b>	<b>46,409</b>	<b>52,547</b>	<b>56,481</b>	<b>63,378</b>	<b>71,258</b>
税前利润	11,247	8,016	8,287	9,335	11,264	13,115	<b>比率分析</b>						
利润率	45.5%	38.2%	38.3%	38.0%	40.1%	41.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-2,925	-1,958	-1,877	-2,280	-2,684	-3,125	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.0%	24.4%	22.6%	24.4%	23.8%	23.8%	每股收益(元)	2.100	1.537	1.627	1.787	2.163	2.520
净利润	8,322	6,058	6,410	7,055	8,580	9,989	每股净资产(元)	9.508	10.387	11.414	12.502	13.915	15.685
少数股东损益	349	223	234	271	370	422	每股经营现金净流(元)	0.384	0.209	1.763	1.830	1.938	2.353
归属于母公司的净利润	7,973	5,835	6,176	6,785	8,210	9,567	每股股利(元)	0.800	0.700	0.600	0.700	0.750	0.750
净利率	32.3%	27.8%	28.5%	27.6%	29.2%	30.2%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	22.09%	14.80%	14.25%	14.30%	15.54%	16.07%
							总资产收益率	18.07%	12.57%	11.75%	12.01%	12.95%	13.43%
							投入资本收益率	70.53%	32.59%	34.02%	36.74%	41.47%	45.10%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	-9.13%	-15.00%	3.08%	13.32%	14.58%	12.61%
							EBIT增长率	-17.80%	-30.59%	1.89%	12.89%	22.16%	16.55%
							净利润增长率	-19.75%	-26.81%	5.85%	9.85%	21.01%	16.53%
							总资产增长率	-2.47%	5.17%	13.23%	7.49%	12.21%	12.43%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	1.2	1.7	1.9	1.7	1.8	1.8
							存货周转天数	374.5	473.5	459.3	449.9	457.0	455.0
							应付账款周转天数	36.3	38.9	46.6	50.0	48.0	50.0
							固定资产周转天数	84.0	100.4	92.9	78.0	65.4	55.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-69.59%	-55.49%	-59.47%	-62.39%	-63.44%	-65.46%
							EBIT利息保障倍数	-12.8	-11.2	-10.3	-11.9	-12.7	-12.9
							资产负债率	16.11%	13.09%	15.61%	13.70%	14.05%	13.53%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。