

# 五粮液 (000858)

## 1Q17基本符合预期，股价便宜优势仍存

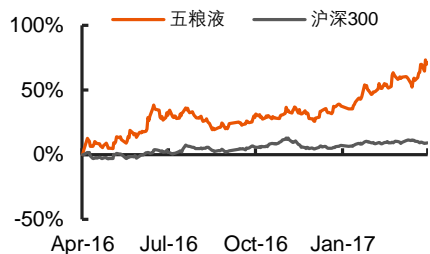
### 强烈推荐 (维持)

现价: 46 元

#### 主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾国有资产经营/36.00%
实际控制人/持股	宜宾市政府国有资产监督管理委员会/%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,734.76
流通 A 股市值(亿元)	1,734.76
每股净资产(元)	13.35
资产负债率(%)	23.46

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《五粮液\*000858\* 净利符合预期，17 年增长无忧》 2017-03-31
- 《五粮液\*000858\*业务新政预期仍存，但便宜是硬道理》 2016-10-27

#### 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

五粮液公布 17 年一季报，营收 102 亿元，同比+15.1%，归母净利 35.9 亿元，同比+23.8%，EPS0.95 元，预收款余额 62.4 亿元，环比基本持平。

#### 平安观点:

- 1Q17 营收、净利基本符合此前预期。
- 估计 1Q17 报表确认五粮液酒销量增约 10%。16 年 3 月普五出厂价从 659 元/瓶提至 679 元/瓶并取消 30 元/瓶的补贴，16 年 9 月出厂价进一步涨至 739 元/瓶。综合 1618、高度、低度，我们估算，1Q17 五粮液酒出厂均价同比增中个位数，报表确认销量约 6900 吨，增 10%上下。对比茅台，1Q17 茅台报表确认销量占 17 全年计划的约 27%，五粮液酒报表确认销量占 17 全年计划的约 46%，五粮液报表确认销量或高于实际动销，与草根调研中经销商反馈 1Q17 酒厂控制发货一致。
- 预收款基本持平，应收票据大增。1Q17 末预收款余额约 62.4 亿元，环比基本持平，同比 1Q16 末降约 6 亿元。考虑 3 月末五粮液酒均价同比上涨高个位数，这可能意味着，1Q17 预收款中五粮液酒的量比 1Q16 降幅在 10%-20%。1Q17 应收票据环比大增 36 亿元至约 132 亿元，或因酒厂允许 17 年 2 月 15 日前经销商使用汇票，加之当时 1618 和低度涨价预期明确，吸引了经销商积极打款。
- 费用节省提升盈利增速。1Q16，五粮液酒厂仍每瓶五粮液酒补贴约 30 元以保证经销商盈利，这是销售费用中重要部分，但 1Q16 之后打款再发货取消了此补贴。受益于此，1Q17 销售费用同比降约 2.6%，预计这种效果应可延续至 3Q17。
- 17 年有望维持 20%净利增速，便宜优势仍存。维持 17-18 年 EPS 预测值为 2.15、2.27 元/股，同比增 20.5%、5.5%，动态 PE21.4、20.2 倍。1Q17 五粮液有现金 364 亿，应收票据 132 亿，品牌力仅弱于茅台，17 年约 21 倍 PE 仍便宜，也符合市场对低估值蓝筹的偏好，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：涨价趋势调整；高端烈性酒政策调整。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659	24,544	25,800	26,992	28,342
YoY(%)	3.1	13.3	5.1	4.6	5.0
净利润(百万元)	6,176	6,785	8,176	8,629	9,118
YoY(%)	5.8	9.9	20.5	5.5	5.7
毛利率(%)	69.2	70.2	72.6	71.8	71.8
净利率(%)	29.6	28.8	33.0	33.3	33.5
ROE(%)	14.9	15.0	17.3	17.3	16.8
EPS(摊薄/元)	1.63	1.79	2.15	2.27	2.40
P/E(倍)	28.3	25.7	21.4	20.2	19.2
P/B(倍)	4.0	3.7	3.7	3.4	3.1

图表1 一季报快读：1Q17收入增15.1%、净利增23.8%

单位：百万元，元/股

	1Q16	1Q17	同比变化	
营业收入	8,826	10,159	15.1%	估算 1Q17 五粮液报表确认约 6900 吨
营业成本	2,662	2,993	12.5%	
毛利率	69.8%	70.5%	0.7%	五粮液酒涨价
毛利	6,164	7,165	16.2%	
营业税金及附加	682	762	11.8%	
销售费用	1,126	1,096	-2.6%	1Q16 仍有每瓶补贴约 30 元
管理费用	573	584	1.9%	管理费用稳定
财务费用	-179	-217	-21.0%	现金增长，及汇票余额同比下降
资产减值损失	-0	0	74340.7%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	
营业利润	3,963	4,940	24.6%	费用节省推高利润增速
营业利润率	44.9%	48.6%	3.7%	
营业外收入	33	19	-41.3%	
营业外支出	5	5	12.2%	
利润总额	3,991	4,953	24.1%	
所得税	982	1,214	23.6%	基本正常
所得税率	24.8%	24.6%	-0.2%	
少数股东权益	105	146	38.9%	
归属于母公司净利润	2,903	3,593	23.8%	
净利率	32.9%	35.4%	2.5%	
EPS	0.76	0.95	23.8%	基本符合我们预期

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

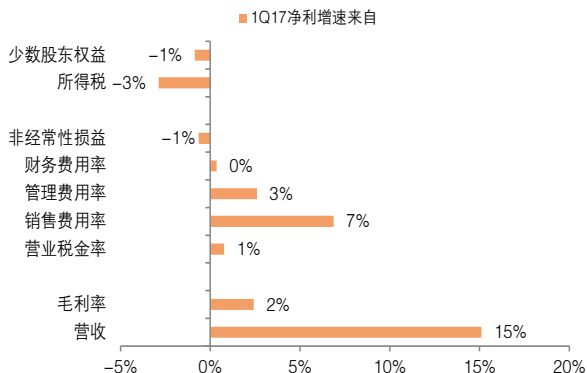
图表2 2H16酒类增长5.3%，塑料制品为主其他业务同比大增50.5%

单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
酒类	11,261	8,764	10,541	9,805	12,378	10,327
同比增长	-24.5%	-0.2%	-6.4%	11.9%	17.4%	5.3%
毛利率	77.8%	72.6%	73.8%	72.6%	74.0%	77.0%
同比变化	3.7%	-6.1%	-4.0%	0.0%	0.2%	4.5%
其他（主要是塑料制品）	402	585	674	639	878	962
同比增长			68.0%	9.2%	30.1%	50.5%
毛利率	11.0%	12.2%	8.9%	5.0%	13.1%	-0.5%
同比变化			-2.1%	-7.2%	4.2%	-5.5%

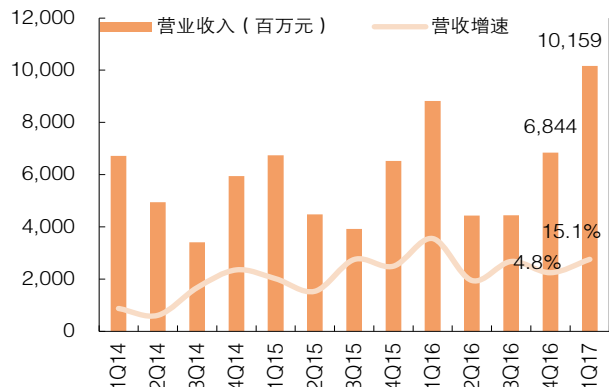
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 1 1Q17净利增长主因收入增长、费用率下降



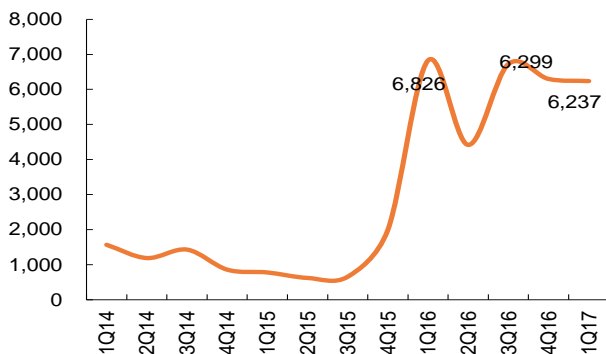
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 1Q17营收增15.1%至约102亿元



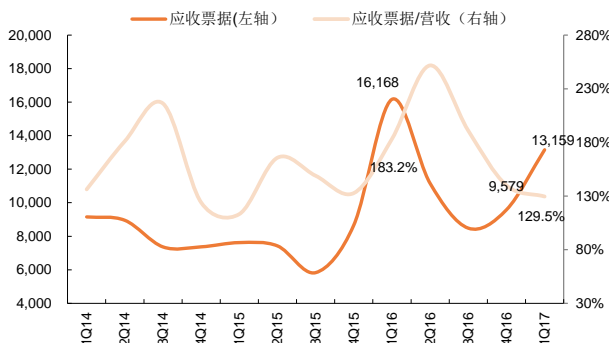
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1Q17预收款环比基本持平 单位：百万元



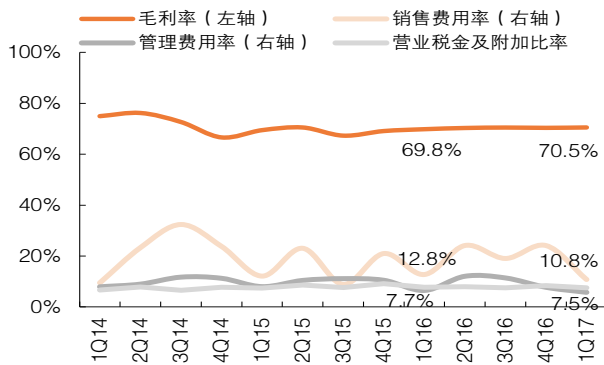
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 1Q17应收票据环比升至132亿，同比减少约30亿 单位：百万元



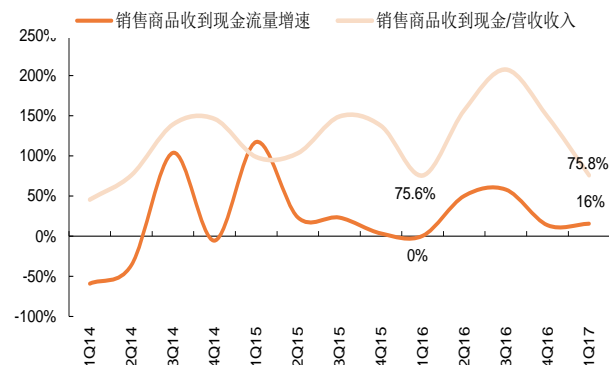
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 1Q17销售费用率降至10.8%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 票据流入减少致1Q17现金流入同比增16%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	54,505	59,817	65,404	71,251
现金	34,666	39,763	44,152	48,935
应收账款	9,687	10,183	10,653	11,186
其他应收款	19	20	21	22
预付账款	272	263	283	297
存货	9,257	8,954	9,632	10,114
其他流动资产	604	635	664	697
<b>非流动资产</b>	7,670	7,676	7,698	7,725
长期投资	795	795	795	795
固定资产	5,724	5,721	5,745	5,767
无形资产	402	402	403	403
其他非流动资产	749	758	755	760
<b>资产总计</b>	62,174	67,493	73,102	78,976
<b>流动负债</b>	13,688	18,035	19,014	19,995
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2,499	2,417	2,600	2,730
其他流动负债	11,189	15,618	16,414	17,265
<b>非流动负债</b>	281	281	281	281
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	281	281	281	281
<b>负债合计</b>	13,969	18,316	19,295	20,276
少数股东权益	1,129	1,458	1,804	2,171
股本	3,796	3,796	3,796	3,796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	42,328	42,970	47,254	51,781
<b>归属母公司股东权益</b>	47,077	47,719	52,003	56,530
<b>负债和股东权益</b>	62,174	67,493	73,102	78,976

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	11,697	8,210	8,125	8,642
净利润	6,785	8,176	8,629	9,118
折旧摊销	272	328	347	366
财务费用	-766	-856	-965	-1,070
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-3,961	48	507	396
其他经营现金流	9,367	514	-392	-167
<b>投资活动现金流</b>	-161	-552	-585	-584
资本支出	336	495	523	522
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-497	-1,047	-1,108	-1,106
<b>筹资活动现金流</b>	-3,194	-2,561	-3,152	-3,275
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3,194	-2,561	-3,152	-3,275
<b>现金净增加额</b>	8,342	5,097	4,388	4,784

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	24,544	25,800	26,992	28,342
营业成本	7,314	7,074	7,610	7,991
营业税金及附加	1,941	2,063	2,158	2,266
营业费用	4,695	3,999	4,049	4,251
管理费用	2,144	2,278	2,348	2,437
财务费用	-766	-856	-965	-1,070
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	33	33	32	31
<b>营业利润</b>	9,237	11,274	11,824	12,498
营业外收入	119	59	59	59
营业外支出	19	19	19	19
<b>利润总额</b>	9,337	11,315	11,864	12,539
所得税	2,281	2,810	2,889	3,054
<b>净利润</b>	7,057	8,505	8,975	9,484
少数股东损益	272	328	347	366
<b>归属母公司净利润</b>	6,785	8,176	8,629	9,118
EBITDA	9,011	10,943	11,384	11,956
EPS (元)	1.79	2.15	2.27	2.40

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	13.3	5.1	4.6	5.0
营业利润(%)	12.0	22.1	4.9	5.7
归属于母公司净利润(%)	9.9	20.5	5.5	5.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	70.2	72.6	71.8	71.8
净利率(%)	28.8	33.0	33.3	33.5
ROE(%)	15.0	17.3	17.3	16.8
ROIC(%)	37.0	51.7	53.2	54.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	22.5	27.1	26.4	25.7
净负债比率(%)	-71.3	-80.3	-81.5	-82.9
流动比率	3.98	3.32	3.44	3.56
速动比率	3.31	2.82	2.93	3.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.43	0.40	0.38	0.37
应收账款周转率	228.7	233.6	233.0	233.4
应付账款周转率	4.5	3.3	3.5	3.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.79	2.15	2.27	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	3.08	2.16	2.14	2.28
每股净资产(最新摊薄)	12.70	12.96	14.17	15.46
<b>估值比率</b>				
P/E	25.7	21.4	20.2	19.2
P/B	3.7	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	18.9	15.6	15.0	14.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033