

五粮液 (000858)

五粮液：提价放量天地阔，混改落地起宏图

2017年05月16日

买入（维持）

事件：五粮液公布公告，非公开发行方案获证监会核准批文，由于16年年度利润分配方案，本次非公开发行价格调整为21.64元/股，股票数量调整为不超8567.3万股，总金额不超18.54亿元。其中员工持股认购金额不超过5.13亿，经销商认购金额不超过4.20亿元。

投资要点：

■ **茅台18年提价概率增大，高端酒子行业发展17年只是预热，18年才到高潮。** 1) 目前茅台淡季依旧供不应求，批价稳定在1300上下。茅台近期采取的一系列价格调节手段是出于防范价格过快上涨带来的风险的目的，同时控量稳定市场价格，为下半年放量增长营造良好市场环境。2) 高端白酒在茅台带动下18年才是景气度高点，17年仅仅是预热。茅台整体基酒供应在18-19年更加紧张，根据草根调研，参考15年飞天茅台计划外价格999元，市场预期茅台18年出厂价和零售价格继续提升概率增大。

■ **五粮液就是2年前的茅台，提价+放量业绩确定性高。** 1) 茅台价格坚挺+供应紧张，五粮液为最直接受益的品牌。五粮液渠道顺价正向加速增长，正在延续茅台2年前的增长轨迹。普五同茅台一批价差已达历史最大，根据草根调研，普五批价5月逐步升至780元，即使17年内茅台维持1200元一批价，普五与茅台批价仍有超过400元价差，普五提价预期和空间仍然很大。预计普五批价6月会升至800元的短期目标，继续拉大渠道顺价，增强渠道推力。2) **政策引导战略产品+发力专卖店渠道支持放量。** 根据草根调研，17年普五大商合同减量25%提价，普五目前渠道库存小于半个月，部分大商实施769计划外价格仍然缺货。公司通过普五限量和价格政策，引导1618（出厂价769，但渠道利润更好），交杯和低度等高端战略产品补充放量。同时17年公司发力专卖店，通过给予专卖店费用支持，升级专卖店成为品牌的展示窗口，并推出专供的金装五粮液（出厂价829）补充增量并继续提升产品结构。3) **系列酒发力，打造大众酒腰部产品。** 根据草根调研，公司整体系列酒一季度增长20-25%，系列酒的渠道精细化扁平化，面向大众广覆盖放量，继续朝公司既定的18年系列酒百亿目标前进。

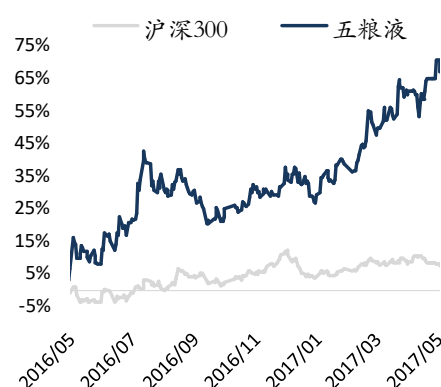
■ **混改深度绑定员工和核心经销商利益，管理层形成合力加速业绩增长。** 混改方案中经销商认购金额4.2亿元，我们认为，混改绑定了核心经销商利益同厂商一致，保证经销商严格执行厂家策略，在稳定市场力提价格的同时，积极开拓市场和抢占渠道库存，支持公司的增长。新任集团董事长李曙光履新后作风务实，提出“对标先进，二次创业，再铸辉煌”的专题讨论会，我们认为新管理层一系列举措将提升企业内部凝聚力，提升公司长足发展的竞争力。

■ **盈利预测与估值：**我们预计17-19年公司EPS为2.22、2.64和2.95元，同比+24.3%、19.0%、11.8%，考虑增发摊薄后EPS为2.17、2.58和2.89元，摊薄后对应17-19年PE 22/18/16倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**高端白酒需求回落；高端产能不足；系列酒增长乏力。

证券分析师 马浩博
S0600515090002
mahb@dwzq.com.cn
021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.60
一年最低价/最高价	27.12/47.60
市净率	3.82
流通市值(亿)	1807.19

基础数据

每股净资产	13.35
资产负债率	23.46
总股本(百万股)	3795.97
流通股A股(百万股)	3795.76

相关研究

1. 五粮液：茅台批价上涨最直接受益品牌，17年大白酒中性性价比高——20170427
2. 五粮液：17Q1 迎来开门红，17年增量溢价大有可为——20170427
3. 五粮液：茅台批价上涨后最受益的品种，真涨价假缩量——20170331

图表 1: 五粮液三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	54504.5	61031.0	68033.9	75549.2	营业收入	24543.8	28842.4	33109.3	36511.6
现金	34665.9	38907.9	44372.1	50343.3	营业成本	7314.3	8840.8	9790.1	10796.2
应收款项	9705.6	11405.4	13092.7	14438.1	营业税金及附加	1941.2	2281.4	2618.9	2888.1
存货	9257.4	9688.6	9387.8	9465.1	营业费用	4694.5	5047.4	5628.6	6024.4
其他	875.7	1029.0	1181.3	1302.7	管理费用	2143.7	2307.4	2648.7	2920.9
非流动资产	7669.9	7720.7	7796.6	7840.7	财务费用	-765.9	-1103.6	-1249.2	-1420.7
长期股权投资	794.6	687.3	579.9	472.5	投资净收益	33.4	33.4	33.4	33.4
固定资产	5726.0	5904.3	6107.8	6279.3	其他	-12.2	0.0	0.0	0.0
无形资产	402.4	382.3	362.2	342.1	营业利润	9237.2	11502.3	13705.5	15336.2
其他	746.8	746.8	746.8	746.8	营业外净收支	100.2	100.2	100.2	100.2
资产总计	62174.4	68751.7	75830.5	83389.9	利润总额	9337.4	11602.5	13805.7	15436.4
流动负债	13687.9	15824.8	17628.9	19296.1	所得税费用	2280.6	2833.3	3371.4	3769.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	272.2	338.3	402.5	450.1
应付账款	2498.8	3020.3	3344.6	3688.3	归属母公司净利润	6784.5	8430.9	10031.8	11216.7
其他	11189.1	12804.5	14284.3	15607.8	EBIT	10391.3	12646.7	15041.8	16770.1
非流动负债	280.7	327.5	374.3	421.1	EBITDA	10918.3	13053.1	15494.6	17267.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	280.7	327.5	374.3	421.1	每股收益(元)	1.79	2.22	2.64	2.95
负债总计	13968.5	16152.2	18003.2	19717.2	每股净资产(元)	12.40	13.51	14.83	16.31
少数股东权益	1129.1	1307.3	1519.2	1756.2	发行在外股份(百万股)	3796.0	3796.0	3796.0	3796.0
归属母公司股东权益	47076.7	51292.2	56308.1	61916.5	ROIC(%)	14.1%	25.8%	70.9%	79.7%
负债和股东权益总计	62174.4	68751.7	75830.5	83389.9	ROE(%)	14.4%	16.4%	17.8%	18.1%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	70.2%	69.3%	70.4%	70.4%
经营活动现金流	11696.8	8971.7	11011.2	12122.5	EBIT Margin(%)	42.3%	43.8%	45.4%	45.9%
投资活动现金流	-161.3	-514.3	-531.1	-542.9	销售净利率(%)	27.6%	29.2%	30.3%	30.7%
筹资活动现金流	-3193.9	-4215.4	-5015.9	-5608.4	资产负债率(%)	22.5%	23.5%	23.7%	23.6%
现金净增加额	8341.7	4242.0	5464.2	5971.2	收入增长率(%)	13.3%	17.5%	14.8%	10.3%
折旧和摊销	527.1	406.4	452.8	497.0	净利润增长率(%)	9.9%	24.3%	19.0%	11.8%
资本开支	-301.3	-621.6	-638.5	-650.3	P/E	26.63	21.43	18.01	16.11
营运资本变动	4113.9	-43.7	314.6	171.7	P/B	3.84	3.52	3.21	2.92
企业自由现金流	13909.1	9299.4	11497.5	12693.3	EV/EBITDA	17.83	15.08	12.82	11.61

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

