

五粮液(000858)/饮料制造
加速追赶茅台，曙光已现
评级：买入(维持)

市场价格：47.56

目标价格：56.54

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

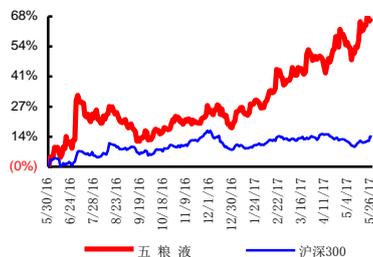
联系人：龚小乐

电话：021-20315138

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)	47.56
市值(百万元)	180,536
流通市值(百万元)	180,526

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 五粮液(000858.SZ)_公司点评：增发尘埃落定，加速增长到来
- 2 产品结构不断上移，放量基础已形成，重申“买入”
- 3 五粮液(000858.SZ)_年报点评：预收款大幅提升，加速增长在望

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	28,122.95	32,099.81	36,000.96
增长率 yoy%	3.08%	13.32%	14.58%	14.14%	12.15%
净利润	6,176.12	6,784.53	8,287.57	9,957.26	11,306.94
增长率 yoy%	5.85%	9.85%	22.15%	20.15%	13.55%
每股收益(元)	1.63	1.79	2.14	2.57	2.91
每股现金流量	1.76	3.08	1.37	2.69	2.99
净资产收益率	14.25%	14.41%	15.56%	16.8%	17.24%
P/E	16.77	19.29	20.20	16.81	14.80
PEG	2.87	1.96	0.91	0.83	1.09
P/B	2.39	2.78	3.14	2.84	2.55

备注：

投资要点

- 全面进入正循环，内部发展步入新通道。**如果说 2016 年五粮液两次上调出厂价是在一片质疑中实现，那么 2017 年则是公司新一轮加速增长的起点，因为公司有以下三方面重要变化。**1) 渠道顺价：**今年普五完全实现顺价销售，且价格一路稳步上行，二季度以来全国批价稳定在 780 元左右，近期华东市场一批价更是普遍达到 800 元。经销商反馈，普五一批价将执行不低于 809 元标准，我们认为此次上调渠道价格意在提高经销商利润，持续改善近年来的渠道盈利问题，我们判断普五价格体系已进入正向循环，批价站上 800 元后存在继续上调计划外价格的可能。**2) 激励落地：**5 月份公司定增方案顺利获得批文，核心高管、员工和部分经销商利益得到有效绑定，我们认为本次定增彻底优化了国企股权结构，进一步强化了销售团队经营动力和发展信心，提升经销商团队政策执行力，推动价格和渠道体系良性发展。公司机制改善反映到业绩上，则是未来将更加重视利润端的增长质量，费用使用效率将提升，业绩释放动力将更强，对应分红率亦有望进一步提高。**3) 高管换帅：**新董事长由政府委派省经委副主任李曙光担任，侧面反映省政府对五粮液未来发展的高度重视，李总上任随即开展“对标先进、二次创业、再铸辉煌”大讨论，有志于通过优化内部结构做大做强五粮液，我们认为未来公司决策效率和质量有望明显提升，加速增长值得期待。
- 茅台缺货普五最受益，未来公司具备放量潜力。**从价格来看，茅台短期控价尚未解决供给端核心矛盾，全年批价下行空间有限，未来 2-3 年供需平衡背景下批价仍将继续上行趋势，这将有助于未来普五价格的稳步提升；从量来看，普五比飞天茅台更具备放量基础，在茅台紧缺情况下普五首先受益，如 4-5 月渠道反馈淡季普五销量较去年有小幅增长。综合以上，我们认为未来 2-3 年五粮液有望继续量价齐升。
- 估值相对优势明显。**目前五粮液估值对应 2017 年 21 倍，明显低于茅台和老窖，在白酒板块中也属于非常便宜的公司，我们认为 2017 年公司在渠道顺价、激励落地和高管换帅三方面的变化在不断消除压制公司估值的因素，随着高端酒行业的向好和茅台缺货对普五的直接利好，我们认为公司业绩将进入加速增长通道，估值具备良好提升空间。
- 投资建议：小幅上调目标价至 56.54 元，维持“买入”评级。**我们上调盈利预测，预计 2017-18 年收入为 281.23、321.00 亿元，同比增长 14.58%、14.14%；净利润 82.88、99.57 亿元，同比增长 22.15%、20.15%，对应

EPS 分别为 2.14、2.57 元。上调 12 个月目标价至 56.54 元，对应 2018 年 22 倍 PE，继续重点推荐。

- **风险提示：**限制三公消费力度加大、高端酒动销不及预期、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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	21,011	21,659	24,544	28,123	32,100	36,001
增长率	-15.00%	3.1%	13.3%	14.6%	14.1%	12.2%
营业成本	-5,772	-6,672	-7,314	-7,965	-8,731	-9,610
% 销售收入	27.5%	30.8%	29.8%	28.3%	27.2%	26.7%
毛利	15,239	14,987	17,230	20,168	23,369	26,391
% 销售收入	72.5%	69.2%	70.2%	71.7%	72.8%	73.3%
营业税金及附加	-1,517	-1,785	-1,941	-2,223	-2,556	-2,856
% 销售收入	7.2%	8.2%	7.9%	7.9%	8.0%	7.9%
营业费用	-4,309	-3,568	-4,695	-5,210	-5,778	-6,480
% 销售收入	20.5%	16.5%	19.1%	18.5%	18.0%	18.0%
管理费用	-2,047	-2,129	-2,144	-2,334	-2,504	-2,808
% 销售收入	9.7%	9.8%	8.7%	8.3%	7.8%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	7,366	7,506	8,450	10,401	12,531	14,247
% 销售收入	35.1%	34.7%	34.4%	37.0%	39.0%	39.6%
财务费用	658	732	766	954	1,121	1,292
% 销售收入	-3.1%	-3.4%	-3.1%	-3.4%	-3.5%	-3.6%
资产减值损失	-6	-26	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	34	33	31	32	32
% 税前利润	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	8,032	8,246	9,237	11,385	13,684	15,570
营业利润率	38.2%	38.1%	37.6%	40.5%	42.6%	43.2%
营业外收支	-16	41	100	61	71	72
税前利润	8,016	8,287	9,337	11,446	13,755	15,642
利润率	38.2%	38.3%	38.0%	40.7%	42.9%	43.5%
所得税	-1,958	-1,877	-2,281	-2,728	-3,278	-3,743
所得税率	24.4%	22.6%	24.4%	23.8%	23.8%	23.9%
净利润	6,058	6,410	7,057	8,718	10,477	11,899
少数股东损益	223	234	272	431	519	592
归属于母公司的净利润	5,835	6,176	6,785	8,288	9,957	11,307
净利率	27.8%	28.5%	27.6%	29.5%	31.0%	31.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,058	6,410	7,057	8,718	10,477	11,899
少数股东损益	0	0	0	431	519	592
非现金支出	659	642	575	571	595	623
非经营收益	82	-169	-5	-92	-103	-104
营运资金变动	-6,004	-192	4,070	-3,877	-543	-804
经营活动现金流	795	6,691	11,697	5,751	10,946	12,205
资本开支	381	394	302	180	155	132
投资	-806	0	105	0	0	0
其他	0	0	36	31	32	32
投资活动现金流	-1,187	-394	-161	-150	-123	-100
股权筹资	6	59	16	1,783	0	0
债权筹资	0	0	0	0	0	0
其他	-2,995	-2,414	-3,210	0	-3,882	-4,270
筹资活动现金流	-2,989	-2,355	-3,194	1,783	-3,882	-4,270
现金净流量	-3,381	3,942	8,342	7,384	6,942	7,836

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	22,382	26,374	34,666	41,620	48,042	55,285
应收款项	7,512	8,792	9,706	11,040	12,705	14,208
存货	8,091	8,701	9,257	9,940	10,859	11,945
其他流动资产	515	731	876	952	976	1,008
流动资产	38,500	44,597	54,505	63,562	72,582	82,446
% 总资产	83.0%	84.9%	87.7%	89.6%	91.2%	92.6%
长期投资	869	903	796	796	796	796
固定资产	6,061	5,904	5,726	5,421	5,055	4,644
% 总资产	13.1%	11.2%	9.2%	7.6%	6.4%	5.2%
无形资产	476	502	530	506	502	494
非流动资产	7,909	7,949	7,670	7,341	6,971	6,552
% 总资产	17.0%	15.1%	12.3%	10.4%	8.8%	7.4%
资产总计	46,409	52,547	62,174	70,893	79,553	88,999
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,555	4,538	10,322	7,876	9,571	10,932
其他流动负债	3,370	3,429	3,366	7,911	8,669	9,513
流动负债	5,925	7,968	13,688	15,786	18,240	20,445
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	151	234	281	281	281	281
负债	6,076	8,201	13,969	16,067	18,520	20,725
普通股股东权益	39,430	43,329	47,077	53,266	58,953	65,602
少数股东权益	903	1,016	1,129	1,560	2,079	2,671
负债股东权益合计	46,409	52,547	62,174	70,893	79,553	88,999

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.537	1.627	1.787	2.135	2.565	2.913
每股净资产 (元)	10.387	11.414	12.402	13.723	15.188	16.901
每股经营现金流 (元)	0.209	1.763	3.081	1.371	2.686	2.992
每股股利 (元)	0.600	0.800	0.900	1.000	1.100	1.200
回报率						
净资产收益率	14.80%	14.25%	14.41%	15.56%	16.89%	17.24%
总资产收益率	12.57%	11.75%	10.91%	11.69%	12.52%	12.70%
投入资本收益率	32.59%	34.02%	50.11%	63.84%	78.27%	88.89%
增长率						
营业总收入增长率	-15.00%	3.08%	13.32%	14.58%	14.14%	12.15%
EBIT 增长率	-30.59%	1.89%	12.58%	23.09%	20.48%	13.69%
净利润增长率	-26.81%	5.85%	9.85%	22.15%	20.15%	13.55%
总资产增长率	5.32%	13.23%	18.32%	14.02%	12.22%	11.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	473.5	459.3	448.1	456.1	454.0	453.7
应付账款周转天数	38.9	46.6	80.6	62.3	65.8	67.1
固定资产周转天数	100.4	92.9	80.1	68.8	57.2	48.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.49%	-59.47%	-71.91%	-75.91%	-78.72%	-80.98%
EBIT 利息保障倍数	-11.2	-10.3	-11.0	-10.9	-11.2	-11.0
资产负债率	13.09%	15.61%	22.47%	22.66%	23.28%	23.29%

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。