

强烈推荐-A (维持)

五粮液 000858.SZ

目标估值: 70 元  
 当前股价: 56.58 元  
 2017 年 08 月 01 日

压制因素渐消退, 估值优势显空间

基础数据

上证综指	3293
总股本 (万股)	379597
已上市流通股 (万股)	379576
总市值 (亿元)	2148
流通市值 (亿元)	2148
每股净资产 (MRQ)	13.3
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	23.5%
主要股东	宜宾市国有资产经营
主要股东持股比例	36.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	53	59
相对表现	-1	42	42



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液 (000858) — 估值折价之谜》2017-05-29
- 2、《五粮液 (000858) — 十年蹉跎岁月, 而今奋发进取》2017-04-28
- 3、《五粮液 (000858) — 年报预告成亮点, 新起点上看突破》2017-03-31

董广阳

021-68407471  
 donggy1@cmschina.com.cn  
 S1090512070001

杨勇胜

021-68407562  
 yangys5@cmschina.com.cn  
 S1090514060001

研究助理

李晓峰  
 021-68407571  
 lixiaozheng@cmschina.com.cn

近期市场对消费税仍然存在比较大的担忧, 同时担心茅台在中秋旺季放量价落, 对五粮液动销有实质影响。我们认为这是市场尚未充分认识五粮液内部的巨大改善, 低估了五粮液改革带来的制度红利, 我们判断, 在基本面加速, 催化剂频出的中秋旺季, 估值切换空间最大的五粮液, 将在中秋旺季再次迎来超额收益机会。我们上调盈利预测至 17-19 年 2.26、2.80 和 3.52 元 EPS, 考虑到公司的改革红利超预期释放, 给予 18 年 25 倍, 提高一年目标价到 70 元, 维持“强烈推荐-A”评级。文后附消费税敏感性分析, 推荐阅读。

- **消费税若提升, 公司提价和效率提升完全能抵消影响, 市场担忧将渐消退。** 国税总局 2017 年 5 月开始对白酒消费税征收标准由过去最低计税价格的 50-70% 作为税基统一改为 60%, 五粮液 16 年报表的消费税率仅 5.9%, 市场担心若一次性提升至 12% 则会对报表产生较大影响。消费税提升虽已成定局, 但最终比例和提升速度好于市场预期。同时我们静态测算, 五粮液消费税率提高 1%, 对利润影响近 3%, 未来 2 年每年提高 2%, 影响利润增速 6%, 但动态分析, 公司近年来吨价持续提升, 影响可被抵消。我们测算, 若消费税率自 5 月起提升至 12%, 公司 17-18 年只需额外提价 3%, 费用率下降 1% 即可轻松消化 (详见后面分析)。
- **从核心商家到百城千县万店, 五粮液招商政策备受追捧, 渠道正循环加速。** 草根调研显示, 五粮液在华东、华北、四川等市场招商进展顺利, 专卖店和经销商数量均有显著增长。事实上, 公司今年的渠道策略, 已经着力于招徕实力经销商, 重塑渠道体系, 政策导向已经从“核心商家”到“百城千县万店”, 意味着渠道的铺开是五粮液走量加速的核心逻辑, 受益茅台价差则放大了这种效果。市场有人担心公司批价二季度涨幅较小, 我们判断主要在于老经销商 739 价格尚未发完, 随着计划内额度减少, 中秋旺季临近, 我们预计批价将在中秋节前后步入上涨通道。另外从茅台情况看, 二季度发货量较低, 三季度发货量预计先补上欠货后仍处于紧张状态, 批价回调幅度有限, 且货源紧张将成为常态, 更会创造有利客观环境。
- **核心问题逐个破解, 旺季催化剂频出, 五粮液将在中秋旺季迎来大幅估值切换空间。** 以今年业绩计算五粮液当前 25.6 倍, 茅台和老窖分别为 28 倍和 31.7 倍 (加定增), 五粮液估值明显低于两者。之前我们在《五粮液估值折价之谜》中分析了压制公司估值的四点原因 (产品结构、渠道模式、量价政策、消费培育), 从上半年看, 公司对四点问题做针对性改革, 问题逐一破解改善。我们判断正循环的逻辑将继续加速, 产品顺价销售, 公司继续积极招商布局渠道, 客户增加带来新增量, 业绩增速有望追赶茅台老窖。另外定增在后期的发出, 将进一步提升企业凝聚力, 展望明年分红率有进一步空间。
- **压制因素减消退, 估值优势显空间, 提升目标价到 70 元, 继续维持“强烈推荐-A”。** 市场对消费税仍然存在比较大的担忧, 同时担心茅台在中秋旺季放量价落, 对五粮液动销有实质影响。我们认为这是市场尚未充分认识五粮液内部的巨大改善, 低估了五粮液改革带来的制度红利, 我们判断, 在基本面加速, 催化剂频出的中秋旺季, 估值切换空间最大的五粮液, 将在中秋旺季再次迎来超额收益机会。我们上调盈利预测至 17-19 年 2.26、2.80 和 3.52 元 EPS, 考虑到公司的改革红利超预期释放, 给予 18 年 25 倍, 提高一年目标价到 70 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 竞品放量超预期, 经济增速不及预期。**

附：消费税敏感性分析

**结论 1：消费税率上调 1%，影响净利润增速 3%。**由于消费税提升在 5 月份开始，我们预测 17 年后半年消费税率提升到 10%以上，全年 8%，加上其他税金，相比 16 年提高 2%后，利润增速影响略超 6%，18 年继续提升到 10%以上，对利润影响 5%左右，19 年影响已经极小。

表 1：消费税敏感性分析

提税后	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	3%	13%	17%	21%	22%	22%
营业利润	3%	12%	24%	23%	26%	26%
净利润	6%	10%	23%	24%	26%	26%
提税前	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	3%	13%	17%	21%	22%	22%
营业利润	3%	12%	31%	29%	28%	26%
净利润	6%	10%	30%	29%	28%	26%

资料来源：wind 资讯、招商证券

**结论 2：提价 1.5%，可抵消消费税率提升 1%的影响，降低 1%的消费费用可抵消 1%的消费税影响，最悲观假设，消费税率自 5 月份起，一次提升至 12%，也可以消化。**我们将价格提升 3%后提升利润增长 5%以上，在原来 17.1%的销售费用率基础上降低 1%，即可提升 3%的利润增速。目前看公司一季度相比去年销售费用率和管理费用率分别下降了 2%和 0.7%，去年下半年投入费用较高，今年预计费用率下降超过 3%。提价和降低费用完全可以抵消消费税的影响。

表 2：17-18 年额外提价 3%，费用率额外降低 1%后完全可抵消影响

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	3%	13%	20%	21%	22%	23%
营业利润	3%	12%	33%	23%	26%	26%
净利润	6%	10%	32%	27%	26%	25%

资料来源：wind 资讯、招商证券，注：后面模型

**结论 3：五粮液水晶瓶 17 年吨价较 16 年提升 13%以上，完全能消化消费税影响。**16 年五粮液经销商平均拿货价格 660 元/瓶，17 年至今，经销商平均拿货价格 750 元/瓶，平均提价幅度 13.6%，若考虑下半年 809 元/瓶的比重提升（新招商及老经销商增量均按照 809 价格执行），提价幅度或超 15%，公司提价幅度完全有能力覆盖消费税影响。与五粮液类似，水井坊消费税二季度有所上升，公司 7 月份对主要产品井台和八号提价 10 元，已经部分抵消消费税带来的冲击。

表 3、五粮液单季度利润表

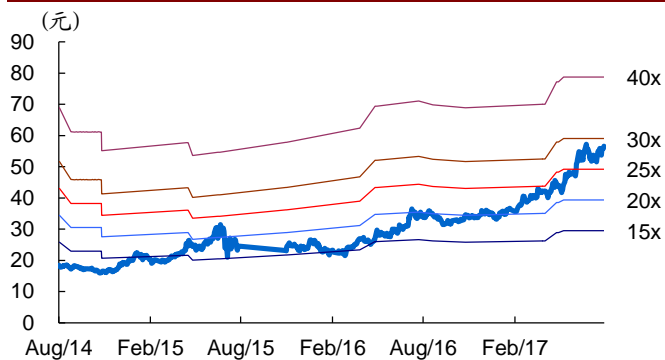
单位：百万元	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	15H	16H	2015	2016
一、营业总收入	6528	8826	4430	4444	6844	10159	11215	13256	21659	24544
二、营业总成本	4519	4863	3111	2781	4586	5219	6763	7973	13447	15340
其中：营业成本	2016	2662	1315	1311	2027	2993	3376	3976	6672	7314
营业税金及附加	599	682	355	333	572	762	885	1036	1785	1941
营业费用	1371	1126	1070	847	1652	1096	1850	2196	3568	4695
管理费用	686	573	535	507	529	584	1007	1107	2129	2144

敬请阅读末页的重要说明

财务费用	-176	-179	-163	-218	-207	-217	-358	-342	-732	-766
资产减值损失	24	0	-1	0	13	0	2	-1	26	12
三、其他经营收益	22	0	10	0	23	0	12	10	34	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	0	10	0	23	0	12	10	34	33
四、营业利润	2032	3963	1330	1663	2282	4940	4464	5292	8246	9237
加：营业外收入	20	33	11	44	31	19	30	44	66	119
减：营业外支出	14	5	9	4	1	5	8	13	25	19
五、利润总额	2038	3991	1332	1704	2311	4953	4486	5323	8287	9337
减：所得税	404	982	314	434	551	1214	1065	1296	1877	2281
六、净利润	1633	3008	1018	1270	1760	3739	3421	4027	6410	7057
减：少数股东损益	60	105	35	55	77	146	124	140	234	272
七、归属母公司净利润	1573	2903	984	1215	1683	3593	3298	3887	6176	6785
EPS	0.41	0.76	0.26	0.32	0.44	0.95	0.87	1.02	1.63	1.79
<b>主要比率</b>										
毛利率	69.1%	69.8%	70.3%	70.5%	70.4%	70.5%	69.9%	70.0%	69.2%	70.2%
主营税金率	9.2%	7.7%	8.0%	7.5%	8.4%	7.5%	7.9%	7.8%	8.2%	7.9%
营业费率	21.0%	12.8%	24.1%	19.1%	24.1%	10.8%	16.5%	16.6%	16.5%	19.1%
管理费率	10.5%	6.5%	12.1%	11.4%	7.7%	5.7%	9.0%	8.4%	9.8%	8.7%
营业利润率	31.1%	44.9%	30.0%	37.4%	33.3%	48.6%	39.8%	39.9%	38.1%	37.6%
实际税率	19.8%	24.6%	23.6%	25.5%	23.8%	24.5%	23.7%	24.4%	22.6%	24.4%
净利率	24.1%	32.9%	22.2%	27.3%	24.6%	35.4%	29.4%	29.3%	28.5%	27.6%
<b>YoY</b>										
收入增长率	9.8%	31.0%	-1.1%	13.5%	4.8%	15.1%	-3.8%	18.2%	3.1%	13.3%
营业利润增长率	27.1%	32.1%	-9.2%	-5.0%	12.3%	24.6%	-19.4%	18.5%	2.7%	12.0%
净利润增长率	39.5%	31.9%	-10.3%	-7.0%	7.0%	23.8%	-17.6%	17.9%	5.8%	9.9%

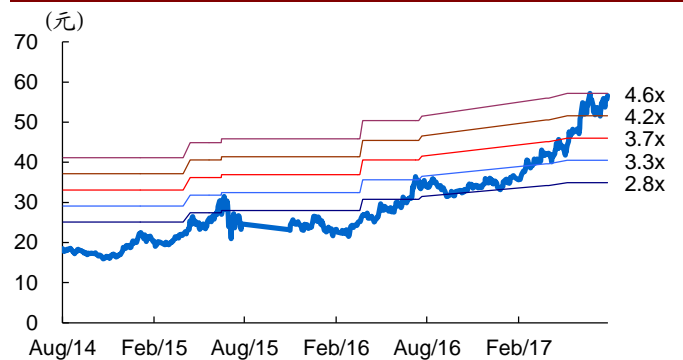
资料来源：公司报表

图 1：五粮液历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：五粮液历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《五粮液（000858）—估值折价之谜》2017-05-29
- 2、《五粮液（000858）—十年蹉跎岁月，而今奋发进取》2017-04-28
- 3、《五粮液（000858）—年报预收成亮点，新起点上看突破》2017-03-31

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	44597	54505	58571	68775	79083
现金	26374	34666	40371	47345	53691
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8665	9579	7174	8679	10579
应收款项	107	108	167	202	246
其它应收款	19	19	27	32	39
存货	8701	9257	10122	11681	13538
其他	731	876	709	835	989
<b>非流动资产</b>	7949	7670	7543	7370	7216
长期股权投资	902	795	868	868	868
固定资产	5348	5431	5413	5297	5192
无形资产	412	402	362	326	293
其他	1288	1042	900	879	863
<b>资产总计</b>	<b>52547</b>	<b>62174</b>	<b>66113</b>	<b>76145</b>	<b>86299</b>
<b>流动负债</b>	7968	13688	12251	13470	14922
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1058	2171	898	1036	1201
预收账款	1994	6299	6900	7962	9227
其他	4915	5218	4453	4471	4493
<b>长期负债</b>	234	281	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他	234	281	151	151	151
<b>负债合计</b>	<b>8201</b>	<b>13969</b>	<b>12401</b>	<b>13621</b>	<b>15072</b>
股本	3796	3796	3796	3878	3878
资本公积金	953	953	953	2725	2725
留存收益	38580	42328	47505	54047	62227
少数股东权益	1016	1129	1458	1874	2396
归属于母公司所有者权益	43329	47077	52254	60650	68830
<b>负债及权益合计</b>	<b>52547</b>	<b>62174</b>	<b>66113</b>	<b>76145</b>	<b>86299</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	6691	11697	8855	8736	10942
净利润	6176	6785	8594	10870	13653
折旧摊销	619	573	583	573	554
财务费用	(0)	(0)	(938)	(1096)	(1263)
投资收益	(34)	(33)	(30)	(14)	(14)
营运资金变动	(167)	4078	192	(2014)	(2514)
其它	97	294	454	419	526
<b>投资活动现金流</b>	(394)	(161)	(571)	(400)	(400)
资本支出	(395)	(307)	(500)	(400)	(400)
其他投资	1	146	(71)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(2355)	(3194)	(2578)	(1362)	(4196)
借款变动	(927)	(1003)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	82	0
资本公积增加	0	0	0	1772	0
股利分配	(2278)	(3037)	(3416)	(4327)	(5473)
其他	849	846	838	1111	1277
<b>现金净增加额</b>	<b>3942</b>	<b>8342</b>	<b>5705</b>	<b>6974</b>	<b>6346</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	21659	24544	28695	34716	42317
营业成本	6672	7314	8012	9246	10715
营业税金及附加	1785	1941	2872	4169	5505
营业费用	3568	4695	4628	4904	5555
管理费用	2129	2144	2363	2616	3104
财务费用	(732)	(766)	(938)	(1096)	(1263)
资产减值损失	26	12	10	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	33	30	14	14
<b>营业利润</b>	8246	9237	11779	14887	18711
营业外收入	66	119	50	60	60
营业外支出	25	19	19	19	19
<b>利润总额</b>	8287	9337	11810	14928	18752
所得税	1877	2281	2888	3642	4576
<b>净利润</b>	6410	7057	8922	11286	14176
少数股东损益	234	272	329	416	523
<b>归属于母公司净利润</b>	6176	6785	8594	10870	13653
<b>EPS (元)</b>	1.63	1.79	2.26	2.80	3.52

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	3.1%	13.3%	16.9%	21.0%	21.9%
营业利润	2.7%	12.0%	27.5%	26.4%	25.7%
净利润	5.8%	9.9%	26.7%	26.5%	25.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	69.2%	70.2%	72.1%	73.4%	74.7%
净利率	28.5%	27.6%	29.9%	31.3%	32.3%
ROE	14.3%	14.4%	16.4%	17.9%	19.8%
ROIC	13.1%	13.3%	15.2%	16.7%	18.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.6%	22.5%	18.8%	17.9%	17.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.6	4.0	4.8	5.1	5.3
速动比率	4.5	3.3	4.0	4.2	4.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	188.4	228.7	208.9	188.1	188.7
应付帐款周转率	7.8	4.5	5.2	9.6	9.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.63	1.79	2.26	2.80	3.52
每股经营现金	1.76	3.08	2.33	2.25	2.82
每股净资产	11.41	12.40	13.77	15.64	17.75
每股股利	0.80	0.90	1.14	1.41	1.77
<b>估值比率</b>					
PE	34.8	31.7	25.0	20.2	16.1
PB	5.0	4.6	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	33.1	29.8	23.5	18.7	14.9



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**董广阳**：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

**杨勇胜**：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

**李晓峰**：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

**欧阳予**：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。