

五粮液 (000858)

2017年08月02日

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

证券分析师 周恺锴
S0600514070001
zhoukk@dwzq.com.cn

五粮液：消费税可轻松消化，3Q旺季+估值切换 18 年仅 20x

买入（维持）

事件：

近日水井坊 17 年中报中提及消费税从 5 月 1 日开始提高缴税税基，因此我们对近期市场担心的川酒消费税税基提高进行了弹性测算，同时跟踪了五粮液近期销售情况，认为消费税影响可轻松消化。

投资要点：

■ **川酒税基提高概率大，五粮液好于 16 年的茅台，主因税基提高幅度低于预期+提价即可消化。** 五粮液历史税率即较低，16 年税率 5.5%，我们判断未来税基应会上调，但不会一次性提到市场预期的 12% 高点，主因公司由于环保相关法律规定享受部分税收优惠。且在费用率不变的情况下，最悲观假设下 17 年消费税提升 4-5pct，通过提价 5-7pct 即可消化，中性假设下消费税提升 3-4pct，提价 4-6pct 即可消化。由于 16 年 6 成经销商按照 659 元打款且返利 30 元，4 成经销商按照 679 元打款，测算 17 年普五吨价同比+14%，可轻松消化消费税影响。同时结合水井坊提价消化消费税的情况，不排除五粮液通过继续提价对冲，方式可能有直接提价、提高计划外和高端占比等。

■ **2Q 发货加速+业绩可能释放，基本面有望超预期。** 结合草根调研，五粮液“百城千县万店”渠道逐步铺开，内部改善逐渐兑现为业绩，2Q 起发货加速。以华东地区调研为例，4、5、6 月发货环比加速，同比分别+10-20%，+40-60%，+60-80%。营销人员团队达到 200 人左右，批价持续走高，位于 810 元左右，库存极低，步入业绩加速正循环。结合茅台中报略超预期情况，五粮液 1Q17 预收款 62.7 亿，不排除中报释放部分可能性。

■ **外部受益于茅台有价无量，内部受益四重改善。** 2Q 以来茅台供应量偏紧，批价居高难控，为五粮液创造了最佳外部环境。我们从年初观察到五粮液改革巨变正在发生，逐一破解过去十年的困局，主要有 **1) 品牌力-通过营销改革提升品牌力。** 费用投放从线上转向线下贴地营销，积极与新媒体合作等措施频出；**2) 渠道力-大商转小，混改绑定核心经销商利益。** 年初大商减量 25%，迈出大商转小第一步，预计未来将继续完成这一动作，同时严控新招经销商规模及质量，大大加强渠道掌控力；**3) 产品力-执行“1+3”战略，做普五上沿产品。** 同时清退部分不达预期的总经销系列，聚焦核心大单品。过去十年五粮液由于大单品战略不突出，备受质疑，公司确定聚焦“1+3”大单品，大大提升产品力；**4) 内部挖潜。** 李曙光上任后多次提出“二次创业”概念，结合五粮液和茅台经营效率对比分析，五粮液内部挖潜空间巨大，未来有望释放。

■ **盈利预测与估值：** 五茅泸 17 年 PE 分别为 26x, 28x, 32x，五粮液估值提升空间最大。同时中秋国庆旺季即将来临，五粮液内部改善+外部茅台有价无量环境有利预计将带来业绩超预期增长，我们调高五粮液盈利预测至 17-19 年 EPS 分别为 2.19、2.65、3.07 元，对应 18 年 PE 仅 20X，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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	55.71
一年最低价/最高价	31.37/57.38
市净率	4.48
流通市值(亿)	2115

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	62806.6	70355.8	79677.3	营业收入	24543.8	31960.7	37770.0	43906.8
现金	34665.9	38619.9	44046.2	50092.1	营业成本	7314.3	9497.2	10456.0	12154.8
应收款项	9705.6	12638.5	14935.7	17362.5	营业税金及附加	1941.2	3515.7	4532.4	5268.8
存货	9257.4	10407.9	10026.3	10656.3	营业费用	4694.5	5721.0	6760.8	7859.3
其他	875.7	1140.3	1347.6	1566.5	管理费用	2143.7	3015.5	3563.6	4142.6
非流动资产	7669.9	7720.7	7796.6	7840.7	财务费用	-765.9	-1099.3	-1240.0	-1412.1
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	11344.1	13730.6	15926.7
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	70527.3	78152.5	87518.0	利润总额	9337.4	11444.3	13830.8	16026.9
流动负债	13687.9	17660.3	20001.3	23251.1	所得税费用	2280.6	2794.7	3377.5	3913.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	272.2	333.7	403.3	467.3
应付账款	2498.8	3244.5	3572.1	4152.4	归属母公司净利润	6784.5	8315.9	10050.1	11645.8
其他	11189.1	14415.8	16429.2	19098.6	EBIT	10391.3	13727.1	16989.6	19750.0
非流动负债	280.7	327.5	374.3	421.1	EBITDA	10918.3	14133.4	17442.3	20247.1
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	2.19	2.65	3.07
负债总计	13968.5	17987.7	20375.6	23672.1	每股净资产(元)	12.40	13.50	14.82	16.35
少数股东权益	1129.1	1304.8	1517.2	1763.2	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	51234.7	56259.7	62082.6	ROIC(%)	14.1%	25.3%	69.8%	81.0%
负债和股东权益总计	62174.4	70527.3	78152.5	87518.0	ROE(%)	14.4%	16.2%	17.9%	18.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	70.2%	70.3%	72.3%	72.3%
经营活动现金流	11696.8	8626.2	10982.5	12411.6	EBIT Margin(%)	42.3%	42.9%	45.0%	45.0%
投资活动现金流	-161.3	-514.3	-531.1	-542.9	销售净利率(%)	27.6%	26.0%	26.6%	26.5%
筹资活动现金流	-3193.9	-4158.0	-5025.0	-5822.9	资产负债率(%)	22.5%	25.5%	26.1%	27.0%
现金净增加额	8341.7	3953.9	5426.4	6045.8	收入增长率(%)	13.3%	30.2%	18.2%	16.2%
折旧和摊销	527.1	406.4	452.8	497.0	净利润增长率(%)	9.9%	22.6%	20.9%	15.9%
资本开支	-301.3	-621.6	-638.5	-650.3	P/E	30.22	24.65	20.40	17.60
营运资本变动	4113.9	-271.8	267.3	22.7	P/B	4.36	4.00	3.64	3.30
企业自由现金流	13909.1	9887.8	12922.4	14796.5	EV/EBITDA	20.06	15.78	12.92	11.30

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>