2015 年 11 月 03 日
证券研究报告 · 动态点评
五粮液（000858）食品饮料

增持（首次）
当前价：24.2 元
目标价：30 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

增发注重营销及信息化，混改迈出实质性一步

投资要点

- **事件：**经过 3 个月左右的停盘，公司于 11 月 2 日复盘，同时发布非公开发行预案，发行对象分别为国君员工持股 1 号（五粮液员工持股计划）、君享五粮液 1 号（经销商资管计划）、泰康资管、华安基金、凯联投资（此三者为战略投资者）。发行价 23.34 元/股，发行数量不超过 1 亿股，其中员工持股计划认购不超过 2200 万股，经销商资管计划认购不超过 1800 万股，募集资金 23 亿元，主要用于信息化建设（7 亿元）、营销中心建设（10 亿元）、服务型电子商务平台（7 亿元）项目。

- **增发主要目的为管理层及经销商持股：**此次非公开发行计划对象包含了员工及经销商，实施完毕后管理层、经销商与股东利益高度一致，在白酒行业持续低迷及弱复苏的大环境下，有望激发管理层积极性及渠道的动力。同时线上渠道与线下实体店的融合协同，公司更加注重管理、新型渠道的开拓，利于长期发展。

- **增发着眼于互联网+、营销转型：**其中信息化建设项目侧重于从公司整体的角度实现十大运营管理系统（包括客户、供应商、质量、生产、研发、物流、财务、人力、行政支持及商业智能等）的全面信息化，大幅提升企业的管理半径和管理效率；营销中心建设项目计划在成都建设全国营销中心，将全面负责品牌运营、市场推广、市场监管等工作，实现营销中心向中心城市转移的目标，同时是公司全面实施转型战略的重要补充；服务型电子商务平台项目，以自建电子商务平台为依托，系统管理五粮液现有的第三方电商渠道，同时积极布局 O2O，利用线下广泛渠道，实现线上线下融合补充。三个项目协同性明显，在注重信息化及电商的基础上，积极弥补目前营销结构中缺乏基于互联网及移动互联网的新型营销组织。

- **混改进一步推进及外延式扩张依然值得期待：**此次增发是公司迈出混改的实质性一步，也是开始。着眼于未来，公司有望持续推动混改，且引进战投对于公司经营灵活性有一定的帮助。同时，已收购的河北永不分梨及河南五谷酒业运营效果显著，并购走在行业前列，未来会继续实施外延式扩张的战略，尤其是在行业低迷期，步伐有望加快。

- **盈利预测及投资建议：**考虑到未来 2-3 年白酒行业将延续弱复苏的大趋势，普五将维持持续增长且略有放量、系列酒迎来快速增长阶段且贡献利润越发增强，预计未来三年公司白酒收入增速分别为 2%、9%、9%，毛利率略有下降至 72%左右，暂不考虑公司增发对股本的影响，预计 2015、2016 年 EPS 分别为 1.57 元、1.67 元，对应动态 PE 分别为 15 倍、14 倍，给予“增持”评级。

- **风险提示：**白酒行业持续低迷风险。

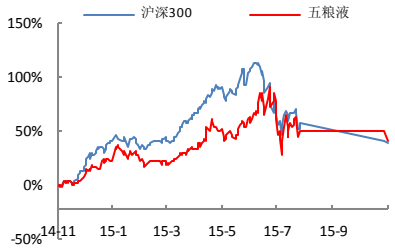
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	21011.49	21463.69	23356.56	25417.87
增长率	-15.00%	2.15%	8.82%	8.83%
归属母公司净利润（百万元）	5834.92	5967.57	6353.69	6759.78
增长率	-26.81%	2.27%	6.47%	6.39%
每股收益 EPS（元）	1.54	1.57	1.67	1.78
净资产收益率 ROE	15.02%	13.90%	13.41%	12.97%
PE	16	15	14	14
PB	2.28	2.06	1.87	1.70

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	37.96
流通 A 股(亿股)	37.96
52 周内股价区间(元)	16.76-33.85
总市值(亿元)	976.70
总资产(亿元)	482.67
每股净资产(元)	11.00

相关研究

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	21011.49	21463.69	23356.56	25417.87
营业成本	5772.03	6413.21	7179.23	8032.56
营业税金及附加	1517.24	1549.89	1686.57	1835.42
销售费用	4308.90	3219.55	3503.48	3812.68
管理费用	2047.03	2091.08	2275.50	2476.32
财务费用	-657.78	-84.98	-98.10	-111.41
资产减值损失	6.16	0.00	0.00	0.00
投资收益	14.49	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	8032.40	8274.94	8809.88	9372.31
其他非经营损益	-16.49	-13.67	-14.09	-14.35
利润总额	8015.92	8261.26	8795.79	9357.96
所得税	1957.70	2065.32	2198.95	2339.49
净利润	6058.21	6195.95	6596.84	7018.47
少数股东损益	223.30	228.38	243.15	258.69
归属母公司股东净利润	5834.92	5967.57	6353.69	6759.78

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	6058.21	6195.95	6596.84	7018.47
折旧与摊销	652.61	662.38	695.35	719.86
财务费用	-657.78	-84.98	-98.10	-111.41
资产减值损失	6.16	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-6009.10	-615.31	-1106.70	-1219.84
其他	744.45	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	794.57	6158.04	6087.39	6407.07
资本支出	31.84	-500.00	-500.00	-490.00
其他	-1218.38	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-1186.54	-500.00	-500.00	-490.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2657.18	-1944.66	-1988.87	-2117.56
其他	-332.10	84.98	98.10	111.41
筹资活动现金流净额	-2989.28	-1859.67	-1890.77	-2006.14
现金流量净额	-3381.39	3798.37	3696.62	3910.93

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	22382.11	26180.47	29877.09	33788.03
应收和预付款项	7810.09	8004.88	8721.17	9502.20
存货	8091.49	8990.33	10064.17	11260.40
其他流动资产	216.40	221.06	240.55	261.78
长期股权投资	867.86	867.86	867.86	867.86
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6061.02	5920.57	5747.16	5539.24
无形资产和开发支出	423.20	406.50	389.81	373.11
其他非流动资产	556.71	551.47	546.22	540.98
资产总计	46408.87	51143.14	56454.04	62133.61
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4960.84	5336.72	5911.71	6547.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1114.95	1222.04	1349.99	1492.52
负债合计	6075.79	6558.77	7261.70	8040.35
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97
资本公积	953.20	953.20	953.20	953.20
留存收益	34681.21	38704.12	43068.94	47711.16
归属母公司股东权益	39430.38	43453.29	47818.11	52460.33
少数股东权益	902.70	1131.08	1374.23	1632.93
股东权益合计	40333.08	44584.37	49192.34	54093.26
负债和股东权益合计	46408.87	51143.14	56454.04	62133.61

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	-15.00%	2.15%	8.82%	8.83%
营业利润增长率	-29.74%	3.02%	6.46%	6.38%
净利润增长率	-27.20%	2.27%	6.47%	6.39%
EBITDA 增长率	-28.88%	10.28%	6.27%	6.10%
获利能力				
毛利率	72.53%	70.12%	69.26%	68.40%
三费率	27.12%	24.35%	24.32%	24.30%
净利率	28.83%	28.87%	28.24%	27.61%
ROE	15.02%	13.90%	13.41%	12.97%
ROA	13.05%	12.11%	11.69%	11.30%
ROIC	35.18%	32.45%	33.11%	33.25%
EBITDA/销售收入	38.20%	41.24%	40.28%	39.27%
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.44	0.43	0.43
固定资产周转率	3.64	3.73	4.03	4.52
应收账款周转率	211.79	172.72	178.12	178.12
存货周转率	0.77	0.75	0.75	0.75
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.31%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	13.09%	12.82%	12.86%	12.94%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.50	6.77	6.88	6.95
速动比率	5.13	5.37	5.46	5.52
股利支付率	45.54%	32.59%	31.30%	31.33%
每股指标				
每股收益	1.54	1.57	1.67	1.78
每股净资产	10.63	11.75	12.96	14.25
每股经营现金	0.21	1.62	1.60	1.69
每股股利	0.70	0.51	0.52	0.56

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	8027.24	8852.34	9407.13	9980.75
PE	15.74	15.39	14.46	13.59
PB	2.28	2.06	1.87	1.70
PS	4.37	4.28	3.93	3.61
EV/EBITDA	8.59	7.36	6.54	5.77
股息率	2.89%	2.12%	2.17%	2.31%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

赵慧妍
021-68411030
13681828682
zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

傅友
0755-26833581
13691651380
fuy@swsc.com.cn