

五粮液(000858.SZ)

动销略超预期，定增价提供安全边际，重

申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**31.1**

分析师 联系人
胡彦超 范劲松

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

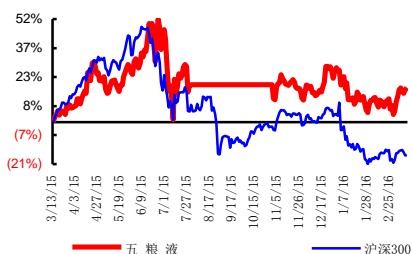
fanjs@r.qlzq.com.cn

2016年03月13日

基本状况

总股本(百万股)	3,796
流通股本(百万股)	3,796
市价(元)	25.75
市值(百万元)	97,746
流通市值(百万元)	97,746

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	24,718.	21,011.	21,098.	22,832.	25,042.
营业收入增速	-9.13%	-15.00%	0.41%	8.22%	9.68%
净利润增长率	-19.75%	-26.81%	-1.11%	13.67%	10.96%
摊薄每股收益(元)	2.10	1.54	1.52	1.73	1.92
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	7.46	13.99	16.94	14.90	13.43
PEG	—	—	—	1.09	1.23
每股净资产(元)	9.51	10.39	11.26	12.29	13.45
每股现金流量	0.38	0.21	1.21	1.77	1.74
净资产收益率	22.09%	14.80%	13.50%	14.06%	14.25%
市净率	1.65	2.07	2.29	2.10	1.91
总股本(百万股)	3,795.9	3,795.9	3,795.9	3,795.9	3,795.9

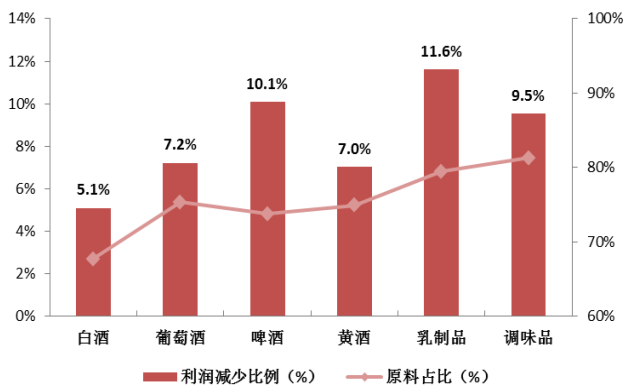
备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 核心观点：**近期市场最为担心的两个问题是公司可能下调定增价格以及公司产品销量下滑。我们认为出于目前市场价高于定增价格近 9%以及省政府对国有企业政策的限制两方面的考虑，公司不大可能下调定增价格；公司产品提价已半年之余，提价对销量的负面影响已消除，近期公司产品动销好转，我们预估 1-2 月份销售收入增长 10%以上，进一步强化了我们对产品的信心。结合以上，我们认为公司主业经营稳健，改革落地将增强公司系统竞争力，维持买入。
- 公司会下调定增价格吗？**我们认为公司是国企，如下调定增价格存有国有资产流失的嫌疑，另外公司的定增项目已经顺利通过了市政府、省政府的审批，重新再走一遍流程概率不大。并且现在的股价 25.4 元，高于定增价格 23.3 元近 9%，参与定增的机构或个人买入意味着盈利。综合现实的条件以及现有的价格，我们认为公司不大可能下调定增价格。
- 公司产品能否实现正增长？**我们认为，五粮液经销商经历了 2013-2015 年几年的亏损之后，现在留下来的经销商都是优质经销商，经销商流失的风险已经充分的暴露。2015 年公司的经销商群体目前 20%-25% 能够实现小幅盈利，近 50% 处于盈亏平衡线，剩余的 25%-30% 处于亏损状态。我们认为，大的经销商由于享受各种费用的支持，总体不亏钱。2016 年公司将加大市场费用的投入，经销商盈利情况预估将实现好转。公司产品自今年三季度之后，就已经扭转了下滑的趋势（利空已经充分的释放），最新渠道调研了解到，2016 年 1-2 月份产品销售额增长突破了 10%以上，大多经销商库存维持在 1.5-2.5 个月的水平，预估今年一季度收入增速也将保持在 10%以上，利润增速将达到 15%左右。目前高端白酒在持续复苏，公司有望享受行业的复苏实现增长。

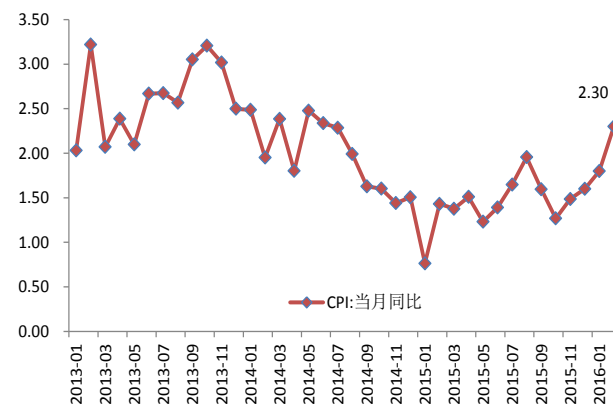
- **短期 CPI 超预期，具备强势定价权的中高端白酒受益明显。**在食品价格大幅上涨带动下，2 月 CPI 时隔一年半后涨幅首次突破 2%，超出市场预期。基于白酒行业整体的高毛利率水平（70%以上）、原材料成本上升对其盈利水平影响程度小、以及中高端白酒可通过提价转嫁成本端压力的三大天然优势，我们认为白酒特别是高端白酒（茅台、五粮液）是绝佳的抗通胀的品种。出于抗通胀的考虑，渠道环节增加囤货意愿将拉升购买量。我们认为短期 CPI 的持续上升，将成为推荐五粮液的一大重要催化剂。详细逻辑参照《高端白酒行业专题研究：中秋行情冷热参半，重点关注三大指标》和《为什么说通胀抬头是白酒投资的先导指标？》。

图表 1：原材料成本上升 1%时，各食品饮料子行业利润总额变化幅度



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2 月 CPI 同比增速大幅提高至 2.3%



来源：wind、中泰证券研究所

- **滞涨品种，业绩有望强劲反转，春糖在即，重申“买入”。**目前来看，白酒板块估值总体偏低，PE 估值对应 2016 年也仅 14.7 倍，考虑到其今年处于转折期，员工持股定增完成将激活企业动力，Q1 预期逐渐升温并且糖酒会期间预估有利多消息释放，我们认为估值应提升。预计 16-17 年 EPS1.73、1.92 元。目标价 31.1 元，对应 2016 年 18 倍 PE，维持“买入”评级，收购并购落地将成为股价上涨的超预期因素。

图表 3: 五粮液销售分项预测表 (单位: 百万元)

高档酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量 (吨)	14812	12887	12500	12250	12740	13377
同比 (%)		-13.00%	-3.00%	-2.00%	4.00%	5.00%
单价 (万元/吨)	123.46	125.07	112.14	112.85	118.50	120.87
同比 (%)		1.30%	-10.34%	0.64%	5.00%	2.00%
单位成本 (万元/吨)	17.19	12.55	12.94	12.87	12.74	12.74
同比 (%)		-26.97%	3.04%	-0.50%	-1.00%	1.00%
收入 (百万元)	18287.80	16117.80	14017.00	13824.57	15096.44	16168.28
同比 (%)		-11.87%	-13.03%	-1.37%	9.20%	7.10%
成本 (百万元)	2546.24	1617.80	1617.00	1576.74	1623.41	1704.58
同比 (%)		-36.46%	-0.05%	-2.49%	2.96%	5.00%
毛利 (百万元)	15741.56	14500.00	12400.00	12247.84	13473.03	14463.70
毛利率	86.08%	89.96%	88.46%	88.59%	89.25%	89.46%
低档酒	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销量 (吨)	138279	138200	106367	112749	117259	128985
同比 (%)		-0.06%	-23.03%	6.00%	4.00%	10.00%
单价 (万元/吨)	5.67	5.49	5.65	5.54	5.65	5.93
同比 (%)		-3.17%	2.93%	-2.00%	2.00%	5.00%
单位成本 (万元/吨)	3.28	2.98	3.09	2.94	2.88	2.88
同比 (%)		-9.18%	3.70%	-5.00%	-2.00%	0.00%
收入 (百万元)	7837.67	7584.79	6008.73	6241.87	6621.37	7647.69
同比 (%)		-3.23%	-20.78%	3.88%	6.08%	15.50%
成本 (百万元)	4537.67	4118.98	3287.50	3310.51	3374.07	3711.48
同比 (%)		-9.23%	-20.19%	10.00%	12.00%	8.00%
毛利 (百万元)	3300.00	3465.81	2721.23	2931.36	3247.30	3936.21
毛利率	42.10%	45.69%	45.29%	46.96%	49.04%	51.47%
酒类合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	26125.47	23702.59	20025.73	20066.44	21717.81	23815.97
同比 (%)		-9.27%	-15.51%	0.20%	8.23%	9.66%
成本 (百万元)	7083.91	5736.78	4904.50	4887.25	4997.48	5416.06
同比 (%)		-19.02%	-14.51%	-0.35%	2.26%	8.38%
毛利 (百万元)	19041.56	17965.81	15121.23	15179.19	16720.33	18399.91
毛利率	72.89%	75.80%	75.51%	75.64%	76.99%	77.26%
其它	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	1075.58	1016.00	985.76	1032.09	1114.66	1226.12
同比 (%)		-5.54%	-2.98%	4.70%	8.00%	10.00%
成本 (百万元)	931.81	873.63	867.53	889.66	947.46	1029.94
毛利 (百万元)	143.77	142.37	118.23	142.43	167.20	196.18
毛利率	13.37%	14.01%	11.99%	13.80%	15.00%	16.00%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	27201.05	24718.59	21011.49	21098.53	22832.47	25042.09
同比 (%)		-9.13%	-15.00%	0.41%	8.22%	9.68%
成本 (百万元)	8015.72	6610.41	5772.03	5776.91	5944.94	6446.00
毛利 (百万元)	19185.33	18108.18	15239.46	15321.62	16887.53	18596.09
毛利率	70.53%	73.26%	72.53%	72.62%	73.96%	74.26%

来源：中泰证券研究所

图表 4：五粮液三张报表（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	27,201	24,719	21,011	21,099	22,832	25,042	货币资金	27,846	25,763	22,382	24,071	27,664	30,916
增长率	33.66%	-9.1%	-15.0%	0.4%	8.2%	9.7%	应收账款	2,701	3,724	7,512	8,635	9,089	10,062
营业成本	-8,016	-6,610	-5,772	-5,777	-5,945	-6,446	存货	6,680	6,886	8,091	9,180	9,773	10,949
%销售收入	29.5%	26.7%	27.5%	27.4%	26.0%	25.7%	其他流动资产	696	569	515	478	498	517
毛利	19,185	18,108	15,239	15,322	16,888	18,596	流动资产	37,922	36,942	38,500	42,363	47,024	52,445
%销售收入	70.5%	73.3%	72.5%	72.6%	74.0%	74.3%	%总资产	83.8%	83.7%	83.0%	84.6%	86.2%	87.6%
营业税金及附加	-2,006	-1,849	-1,517	-1,547	-1,671	-1,830	长期投资	120	121	869	869	869	869
%销售收入	7.4%	7.5%	7.2%	7.3%	7.3%	7.3%	固定资产	6,354	6,130	6,061	5,761	5,504	5,335
营业费用	-2,259	-3,382	-4,309	-4,325	-4,566	-5,008	%总资产	14.0%	13.9%	13.1%	11.5%	10.1%	8.9%
%销售收入	8.3%	13.7%	20.5%	20.5%	20.0%	20.0%	无形资产	366	358	476	556	640	719
管理费用	-2,009	-2,264	-2,047	-1,983	-2,163	-2,377	非流动资产	7,325	7,187	7,909	7,690	7,517	7,426
%销售收入	7.4%	9.2%	9.7%	9.4%	9.5%	9.5%	%总资产	16.2%	16.3%	17.0%	15.4%	13.8%	12.4%
息税前利润 (EBIT)	12,911	10,613	7,366	7,466	8,487	9,380	资产总计	45,248	44,130	46,409	50,053	54,541	59,870
%销售收入	47.5%	42.9%	35.1%	35.4%	37.2%	37.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	790	827	658	700	781	876	应付账款	8,593	2,519	2,555	2,540	2,696	2,953
%销售收入	-2.9%	-3.3%	-3.1%	-3.3%	-3.4%	-3.5%	其他流动负债	5,074	4,523	3,370	3,413	3,494	3,747
资产减值损失	-3	-5	-6	0	0	0	流动负债	13,667	7,043	5,925	5,954	6,190	6,700
公允价值变动收益	1	-7	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	14	9	10	11	其他长期负债	60	68	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	13,727	7,110	5,926	5,955	6,191	6,701
营业利润	13,702	11,432	8,032	8,175	9,277	10,267	普通股股东权益	31,157	36,093	39,430	42,733	46,634	51,065
营业利润率	50.4%	46.3%	38.2%	38.7%	40.6%	41.0%	少数股东权益	364	927	903	1,216	1,565	1,955
营业外收支	37	-185	-16	-64	-68	-58	负债股东权益合计	45,248	44,130	46,259	49,903	54,391	59,721
税前利润	13,739	11,247	8,016	8,111	9,209	10,209	比率分析						
利润率	50.5%	45.5%	38.2%	38.4%	40.3%	40.8%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-3,403	-2,925	-1,958	-2,028	-2,300	-2,542	每股指标						
所得税率	24.8%	26.0%	24.4%	25.0%	25.0%	24.9%	每股收益(元)	2.617	2.100	1.537	1.520	1.728	1.917
净利润	10,336	8,322	6,058	6,083	6,909	7,667	每股净资产(元)	8.208	9.508	10.387	11.257	12.285	13.452
少数股东损益	401	349	223	313	350	390	每股经营现金净流(元)	2.305	0.384	0.209	1.209	1.767	1.737
归属于母公司的净利润	9,935	7,973	5,835	5,770	6,559	7,277	每股股利(元)	0.800	0.700	0.600	0.650	0.700	0.750
净利率	36.5%	32.3%	27.8%	27.3%	28.7%	29.1%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	31.89%	22.09%	14.80%	13.50%	14.06%	14.25%
净利润	10,336	8,322	6,058	6,083	6,909	7,667	总资产收益率	21.96%	18.07%	12.61%	11.56%	12.06%	12.19%
少数股东损益	0	0	0	313	350	390	投入资本收益率	274.55%	70.53%	32.59%	29.46%	32.37%	33.18%
非现金支出	706	682	659	598	571	536	增长率						
非经营收益	-472	-90	82	55	58	48	营业总收入增长率	33.66%	-9.13%	-15.00%	0.41%	8.22%	9.68%
营运资金变动	-1,821	-7,455	-6,004	-2,146	-831	-1,659	EBIT增长率	60.73%	-17.80%	-30.59%	1.35%	13.67%	10.53%
经营活动现金净流	8,750	1,459	795	4,902	7,057	6,982	净利润增长率	61.35%	-19.75%	-26.81%	-1.11%	13.67%	10.96%
资本开支	355	338	381	443	467	504	总资产增长率	22.60%	-2.47%	4.83%	7.85%	8.97%	9.77%
投资	10	12	-806	0	0	0	资产管理能力						
其他	3	4	0	9	10	11	应收账款周转天数	1.1	1.2	1.7	3.0	2.6	2.7
投资活动现金净流	-341	-322	-1,187	-433	-457	-493	存货周转天数	278.1	374.5	473.5	580.0	600.0	620.0
股权募资	0	172	6	0	0	0	应付账款周转天数	22.0	36.3	38.9	50.0	48.0	50.0
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	76.5	84.0	100.4	96.2	85.1	74.3
其他	-2,114	-3,392	-2,995	-2,467	-2,657	-2,847	偿债能力						
筹资活动现金净流	-2,114	-3,219	-2,989	-2,467	-2,657	-2,847	净负债/股东权益	-88.40%	-69.59%	-55.49%	-54.77%	-57.39%	-58.31%
现金净流量	6,295	-2,082	-3,381	2,002	3,943	3,642	EBIT利息保障倍数	-16.4	-12.8	-11.2	-10.7	-10.9	-10.7
							资产负债率	30.34%	16.11%	12.81%	11.93%	11.38%	11.22%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

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。