

研究所

价格持续提升或影响市场需求，关注公司改革和并购进展

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

——五粮液（000858）跟踪报告

投资要点：

1、五粮液一批价持续回升，短期价格敏感度有所降低 2015年，五粮液在经过一系列主动改革和调整业绩有所恢复，全年实现收入216.59亿元，同比增长3.08%，净利润64.10亿元，同比增长5.81%。2015年底账面预收款项为19.94亿元，同比增长132.36%，表明经销商打款积极性有所提高。2016年Q1，公司实现收入88.26亿元，同比增长31.03%，实现净利润30.08亿元，同比增长31.37%。基于行业和公司基本面回暖趋势，以及市场上通胀预期较一致的背景下，2016年五粮液工作重心逐渐转移到控量提价上来。近期市场上五粮液一批价格持续提高，目前一批价在650-660元/瓶，较2015年年底610-620元/瓶涨幅较大。我们认为，目前白酒行业整体尚处于复苏初期，需求增长基础还不是很稳定。五粮液选择在这个时候提价，与茅台一批价的价差逐渐缩小，间接增加了竞争对手茅台与国窖1573产品的性价比优势。这有可能会导导致部分需求流失，其提价是否能够抵消对市场需求的不良影响，尚有待观察。同时也需关注茅台和泸州老窖近期价格策略对五粮液的影响。

2、国企改革有助于提升长期效率，短期内需要一定过渡期 2015年10月30日，董事会通过《非公开发行股份暨员工持股计划相关事宜的议案》。本次改革方案内容包括对员工实施股权激励，引进优秀经销商入股，以及将募集资金（不超过23.34亿）用于公司信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台建设等。这些措施有助于增强公司资本实力，将企业内外力量团结起来形成利益共同体，激发内部活力，提高经营效率，长期而言有望解除一直以来制约公司发展的束缚。但是议案实施以及效果显现均需要一定的过程，不应过于期待短期内改革对公司业绩带来较大提升的可能性。

3、公司并购意愿强，关注公司外延式增长 白酒行业步入成熟期，行业已经告别高增长时期，对于行业龙头企业而言，通过并购行业内其他企业是获得超越行业增长的有效手段。2013年，五粮液曾经并购河北永不分酒业，2014年，公司收购河南五谷春51%的股权，因此拥有较丰富的外延并购经验，2016年Q1，公司拥有现金及现金等价物超过270亿元，资金充裕。我们认为，如果五粮液能够成功并购一些行业内规模较大且优质的企业，则有望为公司带来外延式增长，公司业绩弹性将有望大幅增强。

4、盈利预测与投资建议 预测2016/17/18年EPS分别为1.92/2.32/2.86元，对应2015/16/17年PE为15.32/12.65/10.25倍，维持公司“增持”评级。

5、风险提示 行业复苏不达预期，市场拓展不达预期

表 1、五粮液盈利预测简表

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	21659	24388	28071	32675
增长率(%)	3%	13%	15%	16%
净利润(百万元)	6176.1	7273	8808	10867
增长率(%)	6%	18%	21%	23%
摊薄每股收益(元)	1.63	1.92	2.32	2.86
ROE(%)	13.93%	14.84%	16.12%	17.64%

资料来源: WIND、国海证券研究所

目 录

1、五粮液一批价持续回升，短期价格敏感度有所降低.....	1
2、国企改革有助于提升长期效率，短期内需要一定过渡期.....	1
3、公司并购意愿强，关注公司外延式增长.....	2
4、盈利预测与投资建议.....	2
5、风险提示.....	2

1、五粮液一批价持续回升，短期价格敏感度有所降低

2015 年，五粮液在经过一系列主动改革和调整业绩有所恢复，全年实现收入 216.59 亿元，同比增长 3.08%，净利润 64.10 亿元，同比增长 5.81%。2015 年底账面预收款项为 19.94 亿元，同比增长 132.36%，表明经销商打款积极性有所提高。2016 年 Q1，公司实现收入 88.26 亿元，同比增长 31.03%，实现净利润 30.08 亿元，同比增长 31.37%。

基于行业和公司基本面回暖趋势，以及市场上通胀预期较一致的背景下，2016 年五粮液工作重心逐渐转移到控量提价上来。在今年春季糖酒会上，公司宣布：3 月 26 日起，五粮液高端产品 52 度五粮液出厂价从 659 元/瓶恢复性调整到 679 元/瓶，同时取消每瓶 30 元的费用，低度五粮液在内的其他五粮液系列产品也会将根据市场供需情况适当进行调整。

受出厂价提高以及五粮液官方引导影响，近期市场上五粮液一批价格持续提高，目前一批价在 650-660 元/瓶，较 2015 年年底 610-620 元/瓶涨幅较大。茅台自 2012 年行业调整以来，凭借超强的品牌拉力和降低终端价格，其高端市场占比反而逆市提升。而根据市场反馈来看，2015 年国窖 1573 经过调整后市场销量也在逐渐恢复。我们认为，目前白酒行业整体尚处于复苏初期，需求增长基础还不是很稳定。五粮液选择在这时候提价，与茅台一批价的价差逐渐缩小，间接增加了竞争对手茅台与国窖 1573 产品的性价比优势。这有可能会导导致部分需求流失，其提价是否能够抵消对市场需求的不良影响，尚有待观察。同时也需关注茅台和泸州老窖近期价格策略对五粮液的影响。

2、国企改革有助于提升长期效率，短期内需要一定过渡期

2015 年 10 月 30 日，董事会通过《非公开发行股份暨员工持股计划相关事宜的议案》。发行价格为 23.34 元/股，我们认为，基于公司管理层对公司未来发展的信心，公司不会下调定增价格。五粮液最新市场价格为 29.88 元，相较定增价格溢价程度较低，因此具有较高安全边际。

本次改革方案内容包括对员工实施股权激励，引进优秀经销商入股，以及将募集资金（不超过 23.34 亿）用于公司信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台建设等。这些措施有助于增强公司资本实力，将企业内外力量团结起来形成利益共同体，激发内部活力，提高经营效率，长期而言有望解除一直以来制约公司发展的束缚。但是议案实施以及效果显现均需要一定的过程，不应过于期待短期内改革对公司业绩带来较大提升的可能性。

3、公司并购意愿强，关注公司外延式增长

白酒行业步入成熟期，行业已经告别高速增长时期，对于行业龙头企业而言，通过并购行业内其他企业是获得超越行业增长的有效手段。2013年，五粮液曾经并购河北永不分酒业，2014年，公司收购河南五谷春51%的股权，因此拥有较丰富的外延并购经验，2016年Q1，公司拥有现金及现金等价物超过270亿元，资金充裕。我们认为，如果五粮液能够成功并购一些行业内规模较大且优质的企业，则有望为公司带来外延式增长，公司业绩弹性将有望大幅增强。

4、盈利预测与投资建议

维持公司“增持”评级。预测2016/17/18年EPS分别为1.92/2.32/2.86元，对应2015/16/17年PE为15.32/12.65/10.25倍，维持公司“增持”评级。

5、风险提示

行业复苏不达预期，市场拓展不达预期

表2、五粮液盈利预测简表

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	21659	24388	28071	32675
增长率(%)	3%	13%	15%	16%
净利润(百万元)	6176.1	7273	8808	10867
增长率(%)	6%	18%	21%	23%
摊薄每股收益(元)	1.63	1.92	2.32	2.86
ROE(%)	13.93%	14.84%	16.12%	17.64%

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 3、五粮液盈利预测

证券代码:		000858.SZ		股票价格:		29.35		投资评级:		增持		日期:		2016/5/17	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E						
盈利能力					每股指标										
ROE	13.93%	14.84%	16.12%	17.64%	EPS	1.63	1.92	2.32	2.86						
毛利率	69%	72%	72%	74%	BVPS	11.41	12.57	13.97	15.69						
期间费率	31%	32%	30%	29%	估值										
销售净利率	29%	30%	31%	33%	P/E	18.04	15.32	12.65	10.25						
成长能力					P/B	2.57	2.34	2.10	1.87						
收入增长率	3%	13%	15%	16%	P/S	5.14	4.57	3.97	3.41						
利润增长率	6%	18%	21%	23%											
营运能力					利润表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E						
总资产周转率	0.41	0.42	0.44	0.46	营业收入	21659	24388	28071	32675						
应收账款周转率	2.46	2.46	2.46	2.46	营业成本	6672	6951	7748	8528						
存货周转率	0.77	0.91	0.91	0.91	营业税金及附加	1785	1756	1965	2287						
偿债能力					销售费用	3568	3780	4087	4607						
资产负债率	16%	15%	15%	14%	管理费用	2129	2195	2526	2777						
流动比	5.60	5.84	6.22	6.63	财务费用	(732)	(9)	(29)	(60)						
速动比	4.51	4.73	5.06	5.42	其他费用/(-收入)	8	5	7	7						
					营业利润	8246	9721	11781	14542						
资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	41	39	38	40						
现金及现金等价物	26374	29981	33839	38571	利润总额	8287	9760	11820	14581						
应收款项	8792	9899	11394	13263	所得税费用	1877	2210	2677	3302						
存货净额	8701	9542	10644	11852	净利润	6410	7549	9143	11279						
其他流动资产	731	823	947	1102	少数股东损益	234	276	334	412						
流动资产合计	44597	50244	56824	64789	归属于母公司净利润	6176	7273	8808	10867						
固定资产	5348	4913	4552	4216											
在建工程	555	635	625	625	现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E						
无形资产及其他	412	412	371	329	经营活动现金流	6691	5724	6758	8318						
长期股权投资	902	902	902	902	净利润	6410	7549	9143	11279						
资产总计	52547	57839	64006	71594	少数股东权益	234	276	334	412						
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	584	576	532	492						
应付款项	1264	1650	1840	2049	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	1994	2245	2584	3008	营运资金变动	(538)	(2677)	(3251)	(3865)						
其他流动负债	4709	4709	4709	4709	投资活动现金流	(394)	355	371	335						
流动负债合计	7968	8604	9134	9767	资本支出	159	355	371	335						
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(34)	0	0	0						
其他长期负债	234	234	234	234	其他	(519)	0	0	0						
长期负债合计	234	234	234	234	筹资活动现金流	(2690)	(2894)	(3505)	(4324)						
负债合计	8201	8838	9368	10001	债务融资	0	0	0	0						
股本	3796	3796	3796	3796	权益融资	59	0	0	0						
股东权益	44345	49001	54638	61594	其它	(2749)	(2894)	(3505)	(4324)						
负债和股东权益总计	52547	57839	64006	71594	现金净增加额	3606	3185	3625	4330						

资料来源: 国海证券研究所

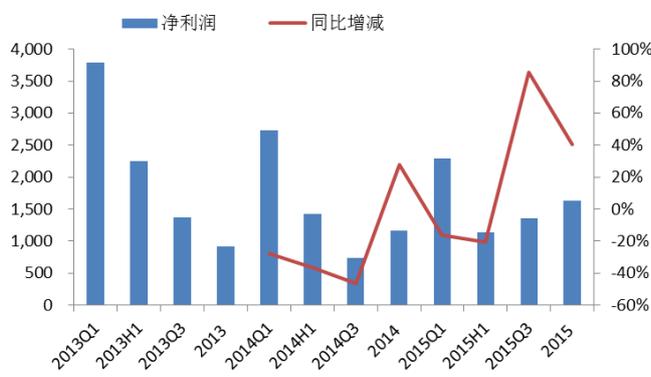
6、附图：公司历年财务状况图示

图 1、2013-2015 单季度营收情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 2、2013-2015 年单季度净利润情况



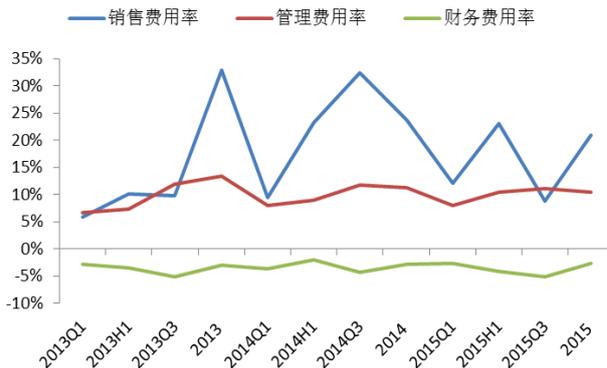
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、2013-2015 单季度毛利率和净利率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 4、2013-2015 单季度费用率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、2013-2015 季度累计营收情况



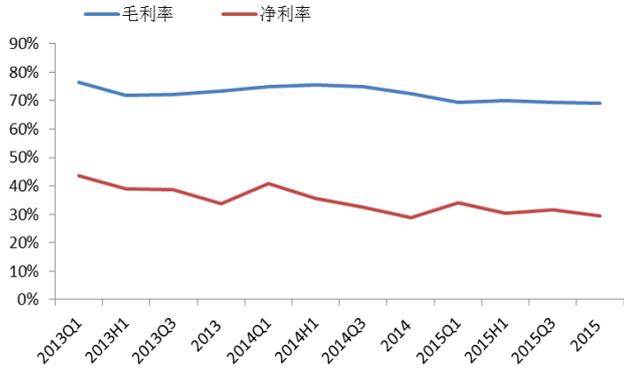
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、2013-2015 年季度累计净利润情况



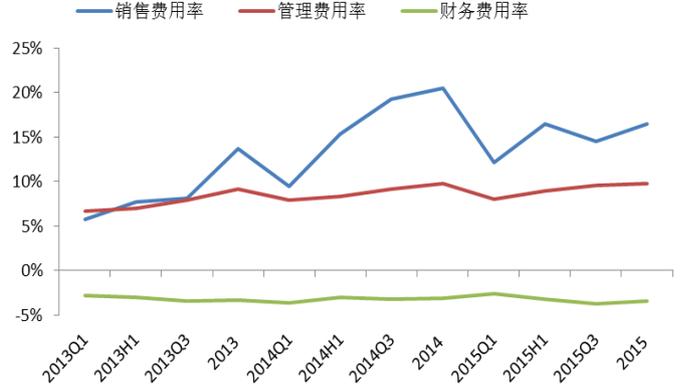
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、2013-2015 季度累计毛利率和净利率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、2013-2015 季度累计费用率情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。