

五粮液(000858.SZ)

高端产品量价齐升，改革落地将提升公司
 绩效，重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**35.28**
 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06月23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)	31.98
市值(百万元)	1214.04
流通市值(百万元)	1214.04

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21,011.	21,659.	24,741.	26,909.	29,355.
营业收入增	-15.00%	3.08%	14.23%	8.76%	9.09%
净利润增长率	-26.81%	5.85%	20.74%	11.32%	10.57%
摊薄每股收益(元)	1.54	1.63	1.96	2.19	2.42
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)	13.99	16.77	13.87	12.46	11.27
PEG	—	2.87	0.67	1.10	1.07
每净资产(元)	10.39	11.41	12.68	14.12	15.78
每股现金流量	0.21	1.76	2.22	2.11	2.38
净资产收益率	14.80%	14.25%	15.49%	15.49%	15.32%
市净率	2.07	2.39	2.15	1.93	1.73
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

- **点评：6月22日，五粮液召开了2015年度股东大会。综合管理层交流和近期经销商调研情况，我们认为公司提价策略效果初显，上半年高端酒价格稳步回升，经销商扭亏转向微利经营，经销商打款数量也在增加，我们认为二季度公司打款无压力。我们预估公司全年高端酒销量有望实现5%-8%的增长，考虑提价因素全年有望实现15%左右收入的增长。下半年员工持股计划有望正式实施，届时企业经营活力将得到有效提升，同时并购计划也在积极推进中。目标价35.28元，重申“买入”。**
- **高端酒价格稳中有升，经销商已摆脱倒挂实现微利经营。**公司自去年以来，坚持实施“控量稳价，量价平衡”战略，3月份对普五提价20元至679元/瓶，产品定价策略在二季度效果初显。从价格来看，高端产品价格逐步回升，普五一批价逐步上涨至650元左右，经销商已经摆脱倒挂状态，实现微利经营。从销量来看，4-5月高端酒动销呈现良性增长状态，普五、1618和低度酒三大系列均实现增长，且1618和低度酒增速比普五更快，目前1618占比达到20%左右。整体来看，目前公司已完成全年打款计划的70%，经销商库存水平合理，且打款经销商数量也在增加，我们认为二季度打款无压力，全年销量有望实现5%-8%的增长，考虑提价因素全年收入有望实现15%左右的增长。
- **系列酒品牌持续优化，预计全年收入增速可达10%。**公司年初开始对系列酒品牌进行优化管理，目前大约淘汰30个小品牌，且在系列酒销售公司下成立3个分公司，旨在提升品牌专业化和精细化经营能力。上半年公司系列酒实现稳步增长，预计全年可保持10%左右的增长。公司十三五规划明确设定系列酒100亿元销售目标，2015年销售收入为64.3亿元，为实现系列酒持续增长，预计未来公司会强化激励机制，逐步试水子公司混改、经销商持股等激励措施。

- **员工持股计划有望在下半年正式实施，积极推行并购计划实施走出去战略。**公司定增涵盖骨干员工、经销商和机构投资者，预计今年三季度可以正式通过审核并实施。下半年定增方案的实施将极大的提升员工工作积极性，激发优质经销商经营活力，有望推动终端动销实现更快增长。公司一直在实施走出去战略，积极推行并购计划，基于规模优势和强品牌力，预计公司将优选规模大 10 亿元以上的酒企进行并购，努力实现优势互补、战略协同效应。
- **目标价 35.28 元，重申“买入”。**一季度公司业绩超预期，上半年经销商打款情况持续向好，高端酒一批价稳步上行，下半年需求旺季驱动下量价有望持续超预期。我们认为今年公司业绩处于转折期，下半年定增方案实施将激发企业活力，同时白酒并购计划也在积极推进中。预计 2016-2017 年 EPS 分别为 1.96、2.19 元，同比增长 20.74%、11.32%，给予目标价 35.28 元，对应 2016 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。

图表 5: 五粮液销售分项预测表 (单位: 百万元)

高档酒	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销量(吨)	14812	12887	12500	12375	13056	13643	14189
同比(%)		-13.00%	-3.00%	-1.00%	5.50%	4.50%	4.00%
单价(万元/吨)	123.46	125.07	112.14	114.94	126.43	130.23	134.13
同比(%)		1.30%	-10.34%	2.50%	10.00%	3.00%	3.00%
单位成本(万元/吨)	17.19	12.55	12.94	12.87	13.00	13.00	13.00
同比(%)		-26.97%	3.04%	-0.50%	1.00%	-0.50%	0.50%
收入(百万元)	18287.80	16117.80	14017.00	14223.75	16506.66	17766.95	19031.95
同比(%)		-11.87%	-13.03%	1.48%	16.05%	7.63%	7.12%
成本(百万元)	2546.24	1617.80	1617.00	1592.83	1697.24	1773.61	1844.56
同比(%)		-36.46%	-0.05%	-1.49%	6.56%	4.50%	4.00%
毛利(百万元)	15741.56	14500.00	12400.00	12630.92	14809.43	15993.34	17187.40
毛利率	86.08%	89.96%	88.46%	88.80%	89.72%	90.02%	90.31%
低档酒	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销量(吨)	138279	138200	106367	113813	124056	135221	147391
同比(%)		-0.06%	-23.03%	7.00%	9.00%	9.00%	9.00%
单价(万元/吨)	5.67	5.49	5.65	5.65	5.76	5.88	6.11
同比(%)		-3.17%	2.93%	0.00%	2.00%	2.00%	4.00%
单位成本(万元/吨)	3.28	2.98	3.09	2.94	3.02	3.05	3.09
同比(%)		-9.18%	3.70%	-5.00%	3.00%	1.00%	1.00%
收入(百万元)	7837.67	7584.79	6008.73	6429.34	7148.14	7947.30	9009.06
同比(%)		-3.23%	-20.78%	7.00%	11.18%	11.18%	13.36%
成本(百万元)	4537.67	4118.98	3287.50	3341.74	3751.78	4130.33	4547.08
同比(%)		-9.23%	-20.19%	1.65%	12.27%	10.09%	10.09%
毛利(百万元)	3300.00	3465.81	2721.23	3087.60	3396.37	3816.97	4461.98
毛利率	42.10%	45.69%	45.29%	48.02%	47.51%	48.03%	49.53%
酒类合计	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	26125.47	23702.59	20025.73	20653.09	23654.80	25714.25	28041.02
同比(%)		-9.27%	-15.51%	3.13%	14.53%	8.71%	9.05%
成本(百万元)	7083.91	5736.78	4904.50	4934.57	5449.01	5903.94	6391.64
同比(%)		-19.02%	-14.51%	0.61%	10.43%	8.35%	8.26%
毛利(百万元)	19041.56	17965.81	15121.23	15718.52	18205.79	19810.31	21649.38
毛利率	72.89%	75.80%	75.51%	76.11%	76.96%	77.04%	77.21%
其它	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	1075.58	1016.00	985.76	1005.97	1086.45	1195.09	1314.60
同比(%)		-5.54%	-2.98%	2.05%	8.00%	10.00%	10.00%
成本(百万元)	931.81	873.63	867.53	867.14	928.91	1015.83	1117.41
毛利(百万元)	143.77	142.37	118.23	138.82	157.53	179.26	197.19
毛利率	13.37%	14.01%	11.99%	13.80%	14.50%	15.00%	15.00%
合计	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入(百万元)	27201.05	24718.59	21011.49	21659.06	24741.25	26909.34	29355.62
同比(%)		-9.13%	-15.00%	3.08%	14.23%	8.76%	9.09%
成本(百万元)	8015.72	6610.41	5772.03	5801.71	6377.92	6919.77	7509.05
毛利(百万元)	19185.33	18108.18	15239.46	15857.35	18363.33	19989.57	21846.57
毛利率	70.53%	73.26%	72.53%	73.21%	74.22%	74.28%	74.42%

来源: 中泰证券研究所

图表 6: 五粮液三张报表 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	24,719	21,011	21,659	24,741	26,909	29,356
增长率	-9.13%	-15.0%	3.1%	14.2%	8.8%	9.1%
营业成本	-6,610	-5,772	-6,672	-6,378	-6,920	-7,509
%销售收入	26.7%	27.5%	30.8%	25.8%	25.7%	25.6%
毛利	18,108	15,239	14,987	18,363	19,990	21,847
%销售收入	73.3%	72.5%	69.2%	74.2%	74.3%	74.4%
营业税金及附加	-1,849	-1,517	-1,785	-1,923	-2,109	-2,314
%销售收入	7.5%	7.2%	8.2%	7.8%	7.8%	7.9%
营业费用	-3,382	-4,309	-3,568	-4,453	-4,790	-5,137
%销售收入	13.7%	20.5%	16.5%	18.0%	17.8%	17.5%
管理费用	-2,264	-2,047	-2,129	-2,425	-2,556	-2,789
%销售收入	9.2%	9.7%	9.8%	9.8%	9.5%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	10,613	7,366	7,506	9,562	10,534	11,606
%销售收入	42.9%	35.1%	34.7%	38.6%	39.1%	39.5%
财务费用	827	658	732	725	846	971
%销售收入	-3.3%	-3.1%	-3.4%	-2.9%	-3.1%	-3.3%
资产减值损失	-5	-6	-26	0	0	0
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0	0
投资收益	4	14	34	23	25	26
%税前利润	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	11,432	8,032	8,246	10,310	11,405	12,603
营业利润率	46.3%	38.2%	38.1%	41.7%	42.4%	42.9%
营业外收支	-185	-16	41	-16	3	3
税前利润	11,247	8,016	8,287	10,294	11,408	12,607
利润率	45.5%	38.2%	38.3%	41.6%	42.4%	42.9%
所得税	-2,925	-1,958	-1,877	-2,450	-2,683	-2,958
所得税率	26.0%	24.4%	22.6%	23.8%	23.5%	23.5%
净利润	8,322	6,058	6,410	7,844	8,725	9,648
少数股东损益	349	223	234	387	423	469
归属于母公司的净利润	7,973	5,835	6,176	7,457	8,302	9,180
净利率	32.3%	27.8%	28.5%	30.1%	30.9%	31.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	8,322	6,058	6,410	7,844	8,725	9,648
少数股东损益	0	0	0	387	423	469
非现金支出	682	659	642	565	541	507
非经营收益	-90	82	-169	-7	-28	-29
营运资金变动	-7,455	-6,004	-192	35	-1,223	-1,080
经营活动现金净流	1,459	795	6,691	8,823	8,438	9,515
资本开支	338	381	394	421	457	418
投资	12	-806	0	0	0	0
其他	4	0	0	23	25	26
投资活动现金净流	-322	-1,187	-394	-399	-432	-392
股权筹资	172	6	59	0	0	0
债权筹资	0	0	0	0	0	0
其他	-3,392	-2,995	-2,414	-2,657	-2,847	-2,847
筹资活动现金净流	-3,219	-2,989	-2,355	-2,657	-2,847	-2,847
现金净流量	-2,082	-3,381	3,942	5,768	5,160	6,276

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	25,763	22,382	26,374	31,755	36,492	42,299
应收款项	3,724	7,512	8,792	8,588	9,913	10,791
存货	6,886	8,091	8,701	7,862	8,664	9,361
其他流动资产	569	515	731	701	737	763
流动资产	36,942	38,500	44,597	48,906	55,806	63,215
%总资产	83.7%	83.0%	84.9%	86.3%	87.9%	89.2%
长期投资	121	869	903	903	903	903
固定资产	6,130	6,061	5,904	5,735	5,629	5,525
%总资产	13.9%	13.1%	11.2%	10.1%	8.9%	7.8%
无形资产	358	476	502	511	537	555
非流动资产	7,187	7,909	7,949	7,790	7,709	7,623
%总资产	16.3%	17.0%	15.1%	13.7%	12.1%	10.8%
资产总计	44,130	46,409	52,547	56,696	63,515	70,838
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,519	2,555	4,538	3,082	3,823	4,044
其他流动负债	4,523	3,370	3,429	3,848	4,048	4,348
流动负债	7,043	5,925	7,968	6,930	7,871	8,393
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	68	151	234	234	234	234
负债	7,110	6,076	8,201	7,164	8,105	8,626
普通股股东权益	36,093	39,430	43,329	48,129	53,584	59,916
少数股东权益	927	903	1,016	1,403	1,826	2,295
负债股东权益合计	44,130	46,409	52,547	56,696	63,515	70,838

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	2.100	1.537	1.627	1.965	2.187	2.418
每股净资产(元)	9.508	10.387	11.414	12.679	14.116	15.784
每股经营现金净流(元)	0.384	0.209	1.763	2.223	2.111	2.383
每股股利(元)	0.800	0.700	0.600	0.700	0.750	0.750
回报率						
净资产收益率	22.09%	14.80%	14.25%	15.49%	15.49%	15.32%
总资产收益率	18.07%	12.57%	11.75%	13.15%	13.07%	12.96%
投入资本收益率	70.53%	32.59%	34.02%	43.18%	44.72%	46.73%
增长率						
营业总收入增长率	-9.13%	-15.00%	3.08%	14.23%	8.76%	9.09%
EBIT增长率	-17.80%	-30.59%	1.89%	27.39%	10.17%	10.18%
净利润增长率	-19.75%	-26.81%	5.85%	20.74%	11.32%	10.57%
总资产增长率	-2.47%	5.17%	13.23%	7.90%	12.03%	11.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.2	1.7	1.9	1.7	1.8	1.8
存货周转天数	374.5	473.5	459.3	449.9	457.0	455.0
应付账款周转天数	36.3	38.9	46.6	50.0	48.0	50.0
固定资产周转天数	84.0	100.4	92.9	77.4	68.4	60.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.59%	-55.49%	-59.47%	-64.11%	-65.86%	-67.99%
EBIT利息保障倍数	-12.8	-11.2	-10.3	-13.2	-12.5	-12.0
资产负债率	16.11%	13.09%	15.61%	12.64%	12.76%	12.18%

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。