

五粮液 (000858)

竞品挺价，内外状态均向好， 16-17 年经营周期持续向上

投资评级：买入（维持）

事件：我们对五粮液进行了跟踪分析。

投资要点

- **茅台、老窖相继挺价，五粮液不再唱独角戏，外部环境大幅改善。**16 年春糖会上五粮液提价 20 至 679 元，并取消 30 元的支持费用，市场普遍对此疑虑较大，担心影响需求。2Q16 茅台持续向经销商传递挺价信号，表示 2H16 供应将十分紧张，上周多地一批价已突破 850 元。据媒体报道，6 月 17 日国窖 1573 经典装全面停货，涨价方案正在审批环节中。随着茅台老窖相继挺价，16 年五粮液面临的外部环境大幅改善，不再唱独角戏。当前市场环境不同于 12 年底五粮液涨价、13 年 1573 挺价的时期，高端酒需求 15 年已恢复增长，16 年继续增长，行业已回归品牌与价格互相强化的模式，率先挺价的企业更受益。
- **春糖会后五粮液管控加强，淡季需求不给力。但综合年初至今的量价指标判断，1H16 整体销售情况较好，估计终端销量增 5-10%，一批价同比升 8% 左右。**春糖会后管控加强，因此库存不高且短期无资金压力的经销商，停止了大批量出货，只做零售和团购，五粮液一批价由 3 月份的 610 元上升至现阶段 635-645 元，导致投资者草根调研的淡季需求偏弱。虽然公司要求经销商按 660 元或 670 元出货，并配套了惩罚措施，但我们判断这仅是短期手段，通过淡季挺价尽量拉高实际成交价格，根据市场需求边走边看，中秋旺季来临前再放松管控实现放量。若能把握好收放节奏，旺季动销可以期待。另外，判断五粮液的需求，不能只看控量挺价背景下的淡季，更应该综合年初至今的量价指标来判断，1H16 实际销售不错：（1）结合 1Q16 营收增速、渠道库存、草根调研的淡旺季经销商动销、非标产品放量等因素判断，估计五粮液酒 1H16 终端实际销量增 5-10%；（2）1H15 一批价 570 元左右，1H16 一批价 600-645 元，同比上涨 8% 左右。
- **2016-17 年需求、渠道、改革共推经营周期向上反转，中长期市值和业绩成长空间大。**我们判断 2016 年高端酒需求将保持较快增速。茅台持续挺价的可能性大，不再分流五粮液的需求。经销商信心恢复、渠道管控能力加强、渠道模式符合能力定位，16 年可看到渠道体系继续复苏。国企改革的效果将在 16 年具体体现，包括高管、销售团队、经销商管理市场的积极性可显著提高，内部成本有较大节约空间，子公司的混改有望看到突破。消费者基础好的企业，销售重回正轨后，出现大幅恢复性增长的概率高。另外，16-17 年对外并购可能有意外之喜。
- **盈利预测与投资建议：**预计 16-17 年 EPS 为 1.93、2.20 元，同比增 19%、14%。五粮液外部需求和竞争环境改善，内部激励机制和治理结构完善，经营周期向上且估值全市场最低，存在估值修复的机会，维持买入评级。
- **风险提示：**茅台继续放量。五粮液的量价态度出现摇摆，打击渠道信心。

2016 年 6 月 23 日

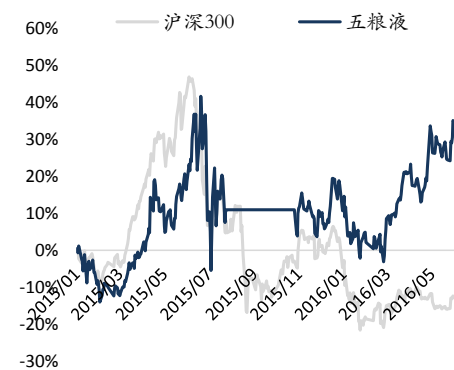
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 汤玮亮

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	31.96
一年最低价/最高价	20.33/32.86
市净率	2.62
流通市值（亿）	1213.10

基础数据

每股净资产	11.00
资产负债率	12.41
总股本（百万股）	3795.97
流通股 A 股（百万股）	3795.68

相关研究

1. 五粮液：改善边际最明显的名白酒 +16xPE+国企改革预期—20151224

图表 1: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	44597.4	48996.5	53940.0	59673.1	营业收入	21659.3	24455.8	27106.6	30044.8
现金	26374.2	30217.7	34360.5	38699.3	营业成本	6672.0	7324.6	7990.6	8856.7
应收款项	8791.7	9926.9	11002.9	12195.5	营业税金及附加	1784.7	2015.1	2233.5	2475.6
存货	8700.9	8027.0	7662.2	7764.8	营业费用	3568.1	3790.6	4066.0	4506.7
其他	730.6	825.0	914.4	1013.5	管理费用	2128.8	2403.7	2610.4	2893.3
非流动资产	7949.2	8206.2	8466.0	8692.7	财务费用	-732.1	-848.9	-968.7	-1095.9
长期股权投资	902.0	936.2	970.3	1004.4	投资净收益	34.1	34.1	34.1	34.1
固定资产	5904.1	6147.5	6393.7	6606.8	其他	-25.8	0.0	0.0	0.0
无形资产	411.7	391.1	370.5	349.9	营业利润	8246.2	9804.8	11208.9	12442.4
其他	731.5	731.5	731.5	731.5	营业外净收支	41.3	41.3	41.3	41.3
资产总计	52546.6	57202.7	62405.9	68365.8	利润总额	8287.5	9846.1	11250.2	12483.7
流动负债	7967.6	8714.6	9463.0	10488.7	所得税费用	1877.0	2250.5	2571.4	2853.4
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	234.4	277.7	317.3	352.1
应付账款	1264.3	1388.0	1514.2	1678.3	归属母公司净利润	6176.1	7317.9	8361.5	9278.2
其他	6703.3	7326.6	7948.8	8810.4	EBIT	9290.5	10936.9	12439.6	13788.0
非流动负债	233.9	316.9	399.9	482.9	EBITDA	9874.6	11346.8	12906.7	14305.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	233.9	316.9	399.9	482.9	每股收益(元)	1.63	1.93	2.20	2.44
负债总计	8201.5	9031.4	9862.9	10971.6	每股净资产(元)	11.41	12.38	13.48	14.70
少数股东权益	1016.2	1183.4	1374.5	1586.5	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	43328.9	46987.9	51168.6	55807.7	ROIC(%)	14.0%	22.7%	45.2%	49.2%
负债和股东权益总计	52546.6	57202.7	62405.9	68365.8	ROE(%)	14.3%	15.6%	16.3%	16.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	69.2%	70.0%	70.5%	70.5%
经营活动现金流	6691.1	8205.2	9053.6	9724.6	EBIT Margin(%)	42.9%	44.7%	45.9%	45.9%
投资活动现金流	-394.2	-702.7	-730.1	-746.7	销售净利率(%)	28.5%	29.9%	30.8%	30.9%
筹资活动现金流	-2354.9	-3658.9	-4180.7	-4639.1	资产负债率(%)	15.6%	15.8%	15.8%	16.0%
现金净增加额	3942.1	3843.5	4142.8	4338.8	收入增长率(%)	3.1%	12.9%	10.8%	10.8%
折旧和摊销	584.1	409.9	467.1	517.5	净利润增长率(%)	5.8%	18.5%	14.3%	11.0%
资本开支	-406.0	-668.6	-696.0	-712.5	P/E	19.64	16.58	14.51	13.08
营运资本变动	-135.4	310.2	34.0	-283.2	P/B	2.80	2.58	2.37	2.17
企业自由现金流	8567.7	8488.6	9401.5	10158.4	EV/EBITDA	13.12	11.49	10.16	9.25

资料来源: 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>

