

五粮液(000858.SZ)

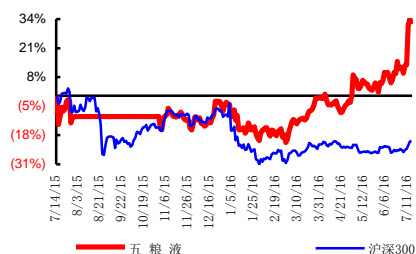
高端酒量价齐升格局确定，五粮液有望加速成长，重申“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**49**
 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07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)	37.42
市值(百万元)	1420.04
流通市值(百万元)	1420.04

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.
营业收入增长率	-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
每股净资产(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

- 核心观点：**我们认为，高端白酒价格、渠道泡沫已出清，近1年茅台和五粮液总体呈现量价齐升的格局。在渠道信心逐步恢复的过程当中，真实需求和潜在需求有望持续被激发出来，新一轮的量价齐升的格局已形成。二季度潜在需求激发出来加速了五粮液的动销，在下半年茅台缺口明显的情况下，五粮液将明显受益。价格方面我们预计下半年旺季批价将持续上行，到时不排除公司再次实施小幅提价。目前公司估值不到20倍，市值也仅为茅台的三分之一，具备较强吸引力，我们认为五粮液的估值有望紧靠茅台估值，逐渐走向25倍。目标价49元，重申“买入”。
- 高端白酒价格、渠道泡沫已出清，量价齐升格局已形成。**茅台的价格由2000度下跌至850附近，五粮液和国窖1573也出现了大幅调整，出现了放量并实现了量价回升，价格泡沫出清；与此同时价格的一路下行也倒逼着经销商和大众消费清理库存，渠道库存泡沫也已出清，目前市场存有较强的补库需求。行业的龙头贵州茅台和五粮液批价自去年至今不断上行，可以预估未来2-3年茅台总体供应紧张，渠道和终端需求一旦增加，价格将出现上行，进一步刺激隐形需求。我们认为，高端酒量价齐升的格局已经形成。
- 二季度潜在需求激发出来加速了五粮液的动销，下半年茅台缺口明显的情况下，五粮液受益。**二季度茅台囤货行为已经发生，茅台上半年完成1.5万吨已经得到多方的求证。五粮液在广东、深圳等地也出现了明显的增长，终端动销增速或强于一季度。我们保守估计茅台下半年缺口在3000吨以上，五粮液有望借此机会实现放量增长。价格方面来看，在需求旺、老酒持续热、茅台供应不足的预期催化下，茅台和五粮液批价很有可能持续超预期。

- **公司提价已显成效，大幅缩小了与茅台的距离，下半年有望再次实施小幅提价。**公司自去年八月份至今出现的提价，一批价已经上涨超过 100 元。近期一批价格 640 较前几天的 650 略有回落，这主要是华东区域部分经销商承兑汇票到期出现的甩货行为。总体来看，在茅台供应不足以及批价不断上行的带动下，下半年普五批价上行的趋势确定。综合而言，公司的提价已现成效，大幅缩小了与茅台的距离，下半年有望再次实施小幅提价。时间点和幅度方面，我们预估在中秋前的八月份就有可能实现 20 元左右小幅提价。
- **静待定增过会释放活力。**公司混改涉及管理层、中层骨干以及核心经销商，都形成了提升公司业绩的共识，这也是大国企五粮液所急需的，期待通过定增来激发战斗活力，实现快速增长。
- **低估值具备较强吸引力，对比国际烈酒巨头其估值有望逐步提升至 25 倍。**全球最大的烈酒集团帝亚吉欧金融危机后估值修复，持续保持在 20 倍（年复合增速约 5%），保乐力加近两年估值维持在 28-32 倍之间；而国内高端白酒代表茅台和五粮液的业绩增速预计可达两位数，目前茅台对应 2016 年达到 24 倍，而五粮液不到 20 倍。参照国际酒企龙头，在白酒景气度持续回升背景下，我们认为五粮液估值有望提升至 25 倍。从收入/市值角度来对比，五粮液相对于茅台而言市值被低估。
- **目标价 49 元，重申“买入”。**一季度公司业绩超预期，上半年经销商打款积极，普五一批价淡季坚挺上行，下半年茅台紧缺、需求旺季驱动下有望实现量价齐升。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%，上调目标价至 49.0 元，对应 2016 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：限制三公消费力度加大、食品品质事故。**

图表 1: 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 2: 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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	24,719	21,011	21,659	24,741	26,909	29,356	货币资金	25,763	22,382	26,374	31,755	36,492	42,299
增长率	-9.13%	-15.0%	3.1%	14.2%	8.8%	9.1%	应收款项	3,724	7,512	8,792	8,588	9,913	10,791
营业成本	-6,610	-5,772	-6,672	-6,378	-6,920	-7,509	存货	6,886	8,091	8,701	7,862	8,664	9,361
%销售收入	26.7%	27.5%	30.8%	25.8%	25.7%	25.6%	其他流动资产	569	515	731	701	737	763
毛利	18,108	15,239	14,987	18,363	19,990	21,847	流动资产	36,942	38,500	44,597	48,906	55,806	63,215
%销售收入	73.3%	72.5%	69.2%	74.2%	74.3%	74.4%	%总资产	83.7%	83.0%	84.9%	86.3%	87.9%	89.2%
营业税金及附加	-1,849	-1,517	-1,785	-1,923	-2,109	-2,314	长期投资	121	869	903	903	903	903
%销售收入	7.5%	7.2%	8.2%	7.8%	7.8%	7.9%	固定资产	6,130	6,061	5,904	5,735	5,629	5,525
营业费用	-3,382	-4,309	-3,568	-4,453	-4,790	-5,137	%总资产	13.9%	13.1%	11.2%	10.1%	8.9%	7.8%
%销售收入	13.7%	20.5%	16.5%	18.0%	17.8%	17.5%	无形资产	358	476	502	511	537	555
管理费用	-2,264	-2,047	-2,129	-2,425	-2,556	-2,789	非流动资产	7,187	7,909	7,949	7,790	7,709	7,623
%销售收入	9.2%	9.7%	9.8%	9.8%	9.5%	9.5%	%总资产	16.3%	17.0%	15.1%	13.7%	12.1%	10.8%
息税前利润 (EBIT)	10,613	7,366	7,506	9,562	10,534	11,606	资产总计	44,130	46,409	52,547	56,696	63,515	70,838
%销售收入	42.9%	35.1%	34.7%	38.6%	39.1%	39.5%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	827	658	732	725	846	971	应付款项	2,519	2,555	4,538	3,082	3,823	4,044
%销售收入	-3.3%	-3.1%	-3.4%	-2.9%	-3.1%	-3.3%	其他流动负债	4,523	3,370	3,429	3,848	4,048	4,348
资产减值损失	-5	-6	-26	0	0	0	流动负债	7,043	5,925	7,968	6,930	7,871	8,393
公允价值变动收益	-7	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	14	34	23	25	26	其他长期负债	68	151	234	234	234	234
%税前利润	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	负债	7,110	6,076	8,201	7,164	8,105	8,626
营业利润	11,432	8,032	8,246	10,310	11,405	12,603	普通股股东权益	36,093	39,430	43,329	48,129	53,584	59,916
营业利润率	46.3%	38.2%	38.1%	41.7%	42.4%	42.9%	少数股东权益	927	903	1,016	1,403	1,826	2,295
营业外收支	-185	-16	41	-16	3	3	负债股东权益合计	44,130	46,409	52,547	56,696	63,515	70,838
税前利润	11,247	8,016	8,287	10,294	11,408	12,607	比率分析						
利润率	45.5%	38.2%	38.3%	41.6%	42.4%	42.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-2,925	-1,958	-1,877	-2,450	-2,683	-2,958	每股指标						
所得税率	26.0%	24.4%	22.6%	23.8%	23.5%	23.5%	每股收益 (元)	2.100	1.537	1.627	1.965	2.187	2.418
净利润	8,322	6,058	6,410	7,844	8,725	9,648	每股净资产 (元)	9.508	10.387	11.414	12.679	14.116	15.784
少数股东损益	349	223	234	387	423	469	每股经营现金净流 (元)	0.384	0.209	1.763	2.223	2.111	2.383
归属于母公司的净利润	7,973	5,835	6,176	7,457	8,302	9,180	每股股利 (元)	0.800	0.700	0.600	0.700	0.750	0.750
净利率	32.3%	27.8%	28.5%	30.1%	30.9%	31.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.09%	14.80%	14.25%	15.49%	15.49%	15.32%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	18.07%	12.57%	11.75%	13.15%	13.07%	12.96%
净利润	8,322	6,058	6,410	7,844	8,725	9,648	投入资本收益率	70.53%	32.59%	34.02%	43.18%	44.72%	46.73%
少数股东损益	0	0	0	387	423	469	增长率						
非现金支出	682	659	642	565	541	507	营业总收入增长率	-9.13%	-15.00%	3.08%	14.23%	8.76%	9.09%
非经营收益	-90	82	-169	-7	-28	-29	EBIT增长率	-17.80%	-30.59%	1.89%	27.39%	10.17%	10.18%
营运资金变动	-7,455	-6,004	-192	35	-1,223	-1,080	净利润增长率	-19.75%	-26.81%	5.85%	20.74%	11.32%	10.57%
经营活动现金净流	1,459	795	6,691	8,823	8,438	9,515	总资产增长率	-2.47%	5.17%	13.23%	7.90%	12.03%	11.53%
资本开支	338	381	394	421	457	418	资产管理能力						
投资	12	-806	0	0	0	0	应收账款周转天数	1.2	1.7	1.9	1.7	1.8	1.8
其他	4	0	0	23	25	26	存货周转天数	374.5	473.5	459.3	449.9	457.0	455.0
投资活动现金净流	-322	-1,187	-394	-399	-432	-392	应付账款周转天数	36.3	38.9	46.6	50.0	48.0	50.0
股权募资	172	6	59	0	0	0	固定资产周转天数	84.0	100.4	92.9	77.4	68.4	60.2
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-3,392	-2,995	-2,414	-2,657	-2,847	-2,847	净负债/股东权益	-69.59%	-55.49%	-59.47%	-64.11%	-65.86%	-67.99%
筹资活动现金净流	-3,219	-2,989	-2,355	-2,657	-2,847	-2,847	EBIT利息保障倍数	-12.8	-11.2	-10.3	-13.2	-12.5	-12.0
现金净流量	-2,082	-3,381	3,942	5,768	5,160	6,276	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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。