

# 五粮液 (000858)

## 五粮液：提价 60 元，不按常理出牌，

## 虽有风险，也可能是奇招

2016 年 9 月 1 日

### 买入（维持）

#### 投资要点：

**事件：**根据媒体报道，30 号下午五粮液全国营销工作会议宣布，普五出厂价每瓶恢复性调整 60 元，确定为 739 元，建议零售价格 829 元，9 月 15 日起执行新价格。

#### 点评：

- **提价 60 元至 739 元，超出 13 年历史高点 729 元，幅度超出预期 20-50 元，显示公司对 16 年初至今的产品动销情况满意。新提价消息和渠道控货，这两天一批价快速回升 10-20 元。**为配合提价，上周公司对经销商就停止开票和发货，因此市场货源偏紧。提价消息发布后，我们跟踪了北京、上海、广东、安徽、四川多地经销商，30 号经销商已经普遍按 660-670 报一批价，环比上周上涨 10-20 元。
- **五粮液涨价目的：（1）短期，以提价为手段，推动市场一批价上升，保障经销商库存价值，同时兑现 15 年 1218 大会和 16 年 3 月糖酒会的承诺，增强渠道信心。（2）长期，由于行业已重回品牌与价格互相强化模式，提价可提升品牌形象。**
- **我们判断一批价可顺势上移超过 670 元，若公司不要求终端价一步到位，则对终端动销冲击较小：**（1）根据中报和我们草根调研的库存变化情况推算，上半年实际动销较好，具备提价的基础；（2）年初至今的高计划执行率，显示渠道信心好于过去两年，当前经销商计划执行率达到 90%，9 月 15 日才执行新价格也给了足够的缓冲期，提价可拉动经销商库存增值，同时 739 元的货将在 17 年才出现，因此渠道方面并无阻力；（3）茅台过去 2 个月一批价快速提升 100 元至 950 元，也为五粮液提价营造了较好的市场环境；（4）配套措施配合，公司提出 17 年普五投放量不会超过 16 年，我们判断增量将主要来自于低度、1618、交杯等产品，同时会上表示没有任何政策给予经销商，提高成本预期；（5）15 年 8 月、16 年 4 月两次提价都推动了一批价上行，过去 1 年公司有两次成功的经验，市场操作手段成熟。
- **提价有风险，**（1）此次提价 60 元，幅度较大，可能造成普五价格倒挂时间延长；（2）若实际成交价大幅提高，对终端销售的冲击不好控制，后续影响需观察；（3）提价将伴随渠道控货，可能影响中秋出货，并进而影响 3 季度报表业绩。**也可能是逆袭奇招。**当前的市场环境较好，高端酒需求有增长，茅台 16 年持续挺价，五粮液不再唱独角戏。从过去 1 年 2 次的成功经验来看，刘中国主抓的销售团队好于过去两年。五粮液的消费者基础不差，12 年前五粮液酒消费量高于茅台。若公司能够做到以下两点，则可能是逆袭奇招：（1）循序渐进，不要期望一步到位顺价，而是把握好中秋、春节等重要节点，稳步上行；（2）真正做好市场秩序维护，推动经销商沉下心来做动销。
- **盈利预测和投资评级。**预计 16-17 年 EPS 为 1.93、2.20 元，同比增 19%、14%。我们继续看好五粮液，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，若定增能有所进展，估值向上修复 20% 很容易，维持买入评级。
- **风险提示：**茅台放量超预期，公司业绩释放动力不足。

证券分析师 马浩博

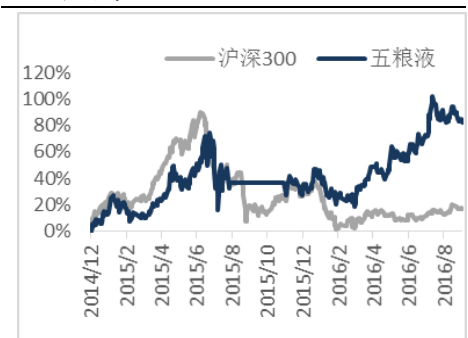
执业资格证书号码:S0850513090003  
[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码:S0600516070002  
[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

#### 股价走势



#### 市场数据

|          |             |
|----------|-------------|
| 收盘价（元）   | 34.31       |
| 一年最低/最高价 | 22.31/38.80 |
| 市净率      | 2.95        |
| 流通市值（亿）  | 1302.40     |

#### 基础数据

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产        | 11.64   |
| 资产负债率        | 24.39   |
| 总股本（百万股）     | 3795.97 |
| 流通股 A 股（百万股） | 3795.76 |

#### 相关研究

1. **五粮液：内外状态均好，16-17 经营周期持续向上——20160624**
2. **五粮液：改善边际最明显的名白酒+16×PE+国企改革预期——20151224**

图表 1：中炬高新三年预测财务报表

| 资产负债表 (百万元)        | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          | 利润表 (百万元)        | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>44597.4</b> | <b>48996.5</b> | <b>53940.0</b> | <b>59673.1</b> | <b>营业收入</b>      | <b>21659.3</b> | <b>24455.8</b> | <b>27106.6</b> | <b>30044.8</b> |
| 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         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>7949.2</b>  | <b>8206.2</b>  | <b>8466.0</b>  | <b>8692.7</b>  | 财务费用             | <b>-732.1</b>  | <b>-848.9</b>  | <b>-968.7</b>  | <b>-1095.9</b> |
| 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               | <b>-25.8</b>   | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 无形资产               | 411.7          | 391.1          | 370.5          | 349.9          | <b>营业利润</b>      | <b>8246.2</b>  | <b>9804.8</b>  | <b>11208.9</b> | <b>12442.4</b> |
| 其他                 | 731.5          | 731.5          | 731.5          | 731.5          | 营业外净收支           | 41.3           | 41.3           | 41.3           | 41.3           |
| <b>资产总计</b>        | <b>52546.6</b> | <b>57202.7</b> | <b>62405.9</b> | <b>68365.8</b> | <b>利润总额</b>      | <b>8287.5</b>  | <b>9846.1</b>  | <b>11250.2</b> | <b>12483.7</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>7967.6</b>  | <b>8714.6</b>  | <b>9463.0</b>  | <b>10488.7</b> | 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         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>6176.1</b>  | <b>7317.9</b>  | <b>8361.5</b>  | <b>9278.2</b>  |
| 其他                 | 6703.3         | 7326.6         | 7948.8         | 8810.4         | EBIT             | 9290.5         | 10936.9        | 12439.6        | 13788.0        |
| <b>非流动负债</b>       | <b>233.9</b>   | <b>316.9</b>   | <b>399.9</b>   | <b>482.9</b>   | EBITDA           | 9874.6         | 11346.8        | 12906.7        | 14305.5        |
| 长期借款               | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2015</b>    | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   |
| 其他                 | 233.9          | 316.9          | 399.9          | 482.9          | 每股收益(元)          | 1.63           | 1.93           | 2.20           | 2.44           |
| <b>负债总计</b>        | <b>8201.5</b>  | <b>9031.4</b>  | <b>9862.9</b>  | <b>10971.6</b> | 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%          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>52546.6</b> | <b>57202.7</b> | <b>62405.9</b> | <b>68365.8</b> | ROE(%)           | 14.3%          | 15.6%          | 16.3%          | 16.6%          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2015</b>    | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   | <b>2018E</b>   | 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            | <b>-394.2</b>  | <b>-702.7</b>  | <b>-730.1</b>  | <b>-746.7</b>  | 销售净利率(%)         | 28.5%          | 29.9%          | 30.8%          | 30.9%          |
| 筹资活动现金流            | <b>-2354.9</b> | <b>-3658.9</b> | <b>-4180.7</b> | <b>-4639.1</b> | 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               | <b>-406.0</b>  | <b>-668.6</b>  | <b>-696.0</b>  | <b>-712.5</b>  | P/E              | 21.09          | 17.80          | 15.58          | 14.04          |
| 营运资本变动             | <b>-135.4</b>  | 310.2          | 34.0           | <b>-283.2</b>  | P/B              | 3.01           | 2.77           | 2.55           | 2.33           |
| 企业自由现金流            | 8567.7         | 8488.6         | 9401.5         | 10158.4        | EV/EBITDA        | 14.02          | 12.27          | 10.85          | 9.87           |

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>

