

2016年09月19日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

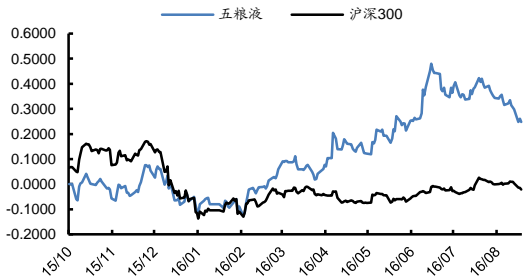
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

公司改革持续推进，普五提价成效尚待观察

——五粮液（000858）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
五粮液	-10.7	-1.8	24.8
沪深300	-3.7	4.1	-0.4

市场数据

	2016/09/19
当前价格（元）	32.12
52周价格区间（元）	21.80 - 37.91
总市值（百万）	121926.45
流通市值（百万）	121919.68
总股本（万股）	379596.67
流通股（万股）	379575.59
日均成交额（百万）	783.72
近一月换手（%）	14.66

相关报告

《五粮液（000858）2016年中报点评：竞品涨价凸显普五性价比，混改提升长期效率》——2016-08-24

《五粮液（000858）跟踪报告：价格持续提升或影响市场需求，关注公司改革和并购进展（增持）*食品饮料行业*余春生》——2016-05-17

《五粮液（000858）*一批价提升导致价格敏感度降低，国企改革效果显现尚需时日（增持）*食品饮料行业*余春生》——2016-03-27

《五粮液（000858）非公开发行股票暨员工持股计划获董事会通过事件点评：混改方案通过董事

投资要点：

■ **多方面改革并进，公司经营效率逐渐提升** 自行业深度调整以来，五粮液与茅台之间的差距逐渐拉大。对此，公司管理层也意识到了问题，自上而下进行了一系列的改革。（1）股权方面，发布非公开发行预案，发行对象中，“国君资管计划”由五粮液第1期员工持股计划出资，“君享五粮液1号”由五粮液部分优秀经销商以自筹资金认购。通过员工持股以及引进经销商，有望提高员工积极性与凝聚力，巩固渠道销售，提升经销商忠诚度和支持力度。（2）渠道方面，对于高端产品，仍然采用品牌事业部+7大营销中心模式。同时新建了7大仓储中心。我们认为，这有助于缓解经销商库存较大导致的集中抛货风险；高端产品以外的产品，公司按五粮春、特头曲、系列酒分别新建了3个品牌公司，品牌公司独立运作，能动性显著提升；针对电商渠道，未来公司会建立自己的电商平台，公司3大募投项目中有一个就是服务型电子商务平台的建立。（3）经销商政策上：此次提升出厂价的同时，公司强调取消所有返利政策。返利政策会造成经销商为了赚返利的钱，而故意降低价格走量，导致越补贴，价格越低的困境，对于公司提价，实现顺价销售非常不利。

■ **普五提价成效尚待观察，五粮春、五粮头特曲增长较快** 今年公司两次提高普五出厂价。从经销商角度来看，由于提前进货，库存中仍以前期629元（扣除30元补贴）和679元产品为主。而市场一批价受茅台涨价以及五粮液提价影响上涨至650元，因此短期能实现微盈利；但长期而言，随着低成本购买的普五销完，未来购货成本提升至739元，到时如果市场一批价上涨不达预期，则经销商盈利情况仍难以改善。从公司业绩来看，提升出厂价短期可刺激公司业绩增长。原因在于，经销商出于涨价预期提前打款，因此公司短期发货量会有所增加。但随着公司出厂价提高（目前公司出厂价为739元，与茅台仅差80元），未来涨价预期会逐渐减弱，外加如果渠道库存消化不达预期，公司2017年发货有可能有下滑风险。

其他产品，根据经销商调研以及市场反馈情况。2016年，公司五粮春、五粮头特曲销量增长较快；而五粮醇由于今年一季度对经销商进行调整，销量有小幅下降，预计调整结束后会有所好转。

■ **公司增发进展较为顺利，关注其后续进展** 8月24日，公司收到

会批准，企业发展有望步入新台阶（增持）*食品饮料*余春生》——2015-11-02

《五粮液(000858)2015年三季报点评*Q3业绩增长提速，重点关注国企改革（增持）*食品饮料行业*余春生》——2015-10-29

证监会关于本次非公开发行价是否与市场价相差过高，是否存在侵害老股东和中小投资者利益的咨询。9月13日，公司发布公告申请延期报送反馈意见回复。我们认为，近几年公司经销商盈利能力同比竞品有所降低；公司本次定增中有经销商参与，目的在于绑定经销商利益，因此公司层面调整定增价的意愿不大。而且，公司股价由前期的38元有所回落，目前股价在32元左右，较增发价22.54（考虑利润分配除权后价格）差距已有所下降，公司压力有所降低。我们认为公司增发过会的可能性还是比较大。如果能过会，对经销商有一定的激励，有利于后继业务的拓展。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 1.90/2.17/2.56 元（暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响），对应 2016/17/18 年 PE 为 16.94/14.80/12.55 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**一批价上涨不达预期，公司非公开增发实施的不确定性风险，市场拓展不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	21659	24562	27313	31000
增长率(%)	3%	13%	11%	14%
净利润（百万元）	6176.1	7197	8238	9713
增长率(%)	6%	17%	14%	18%
摊薄每股收益（元）	1.63	1.90	2.17	2.56
ROE(%)	13.93%	14.70%	15.19%	16.07%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

1、多方面改革并进，竞争力有望逐渐提升

自行业深度调整以来，五粮液与茅台之间的差距逐渐拉大。2012年，五粮液营业收入和净利润分别为茅台的102.82%和73.78%；2015年，这两个数字分别降至66.32%和38.96%。对此，公司管理层也意识到了问题，自上而下进行了一系列的改革。

1.1、混改捆绑员工和经销商利益，效率有望提升

2015年10月30日，公司发布非公开发行预案，发行对象中，“国君资管计划”由五粮液第1期员工持股计划出资，认购金额不超过5.13亿，“君享五粮液1号”由五粮液部分优秀经销商以自筹资金认购，认购金额不超过4.20亿。我们认为，通过员工持股以及引进经销商，有望提高员工积极性与凝聚力，绑定经销商利益，提升经销商忠诚度和支持力度。

1.2、建立三大品牌公司，渠道建设更市场化

对于高端产品，公司仍然采用品牌事务部+7大营销中心的模式。同时，公司新建了7大仓储中心。我们认为，公司大商模式下最大的风险在于单个经销商存货量大；当行业不景气、产品需求下滑时，容易引发经销商集中抛货的行为。公司新建7大仓储中心，可以调节不同时期经销商的库存量，有助于缓解上述矛盾，维持公司价格体系的稳定。

对于高端产品以外的产品，公司按五粮春、特头曲、系列酒分别新建了3个品牌公司，品牌公司之间独立运作，能动性显著提升。

针对电商渠道，目前公司第三方电商的合作以尝试性居多，电商收入也就几个亿规模，基数比较小。未来，公司会建立自己的电商平台，公司本次定增项目中3大募投项目中有一个就是服务型电子商务平台的建立。

本次提升出厂价的同时，公司强调取消所有返利政策。过去，公司返利政策主要有2类：（1）按量返利。即每卖一瓶酒返利30元；（2）按价返利。即按照经销商销售额返还一定比例。公司认为，返利政策会造成经销商为了赚返利的钱，而故意降低价格走量，导致越补贴，价格越底的困境，对于公司挺价，实现顺价销售非常不利。关于公司未来如果一批价上涨不及预期，经销商无法盈利情况下是否会再次给予补贴，需要看明年生产经营情况，目标完成情况，但是定量返利的形式不会再有。

2、普五提价成效尚待观察，五粮春、五粮头特曲增长较快

2.1、739 元普五预计 17 年市场流通，短期经销商盈利增强，长期提防价格倒挂延长风险

今年公司两次提高普五出厂价：（1）3 月 26 日，提高出厂价至 679 元/瓶。根据市场调研以及经销商反馈情况来看，经销商在提价前已有充分的预期，我们预计，1 季度公司经销商打款已经完成了全年目标的 70%-80%（经销商进货成本为：出厂价 659 元-30 元补贴）；（2）9 月 15 日起，提高出厂价至 739 元/瓶。目前打款已经完成全年目标（我们预计，后 20%-30%经销商进货成本约为 679 元）。预计 739 的货将会在明年在市场上流通。我们认为，随着公司出厂价与茅台约拉越近，短期内公司不会再提价。

从经销商角度来看，由于提前进货，库存中仍以 629 元（扣除 30 元补贴）和 679 元产品为主，而市场一批价受茅台涨价以及五粮液提价影响上涨至 650 元，因此短期能实现微盈利；但长期而言，随着低成本购买的普五销完，未来购货成本提升至 739 元，到时如果市场一批价上涨不达预期，则经销商盈利情况仍难以改善。

从业绩来看，提升出厂价短期可刺激公司业绩增长。原因在于，经销商出于涨价预期提前打款，因此公司短期出货量会有所增加。截至目前，公司 2016 年打款已经完成全年目标。但随着公司出厂价提高（目前公司出厂价为 739 元，与茅台仅差 80 元），未来涨价预期逐渐减弱，外加如果渠道库存消化不达预期，公司 2017 年发货有可能有下滑风险。

2.2、五粮春、五粮特头曲增长较快，五粮醇由于渠道调整小幅下降

2015 年，公司成立五粮特头曲、五粮醇和系列酒三大品牌营销有限公司。走品牌精细化、专业化管理之路。根据经销商调研以及市场反馈情况来看，2016 年，公司五粮春、五粮特头曲销量增长较快；而五粮醇由于今年一季度对经销商进行调整，销量有小幅下降，预计调整结束后会有所好转。

3、公司增发进展较为顺利，关注其后续进展

8 月 24 日，公司收到证监会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。其中第 8 点内容为：请公司说明本次非公开发行价是否与市场价相差过高，是否存在侵害老股东和中小投资者利益的问题。证监会要求公司 30 天内答复。

9月13日,公司发布《关于延期恢复非公开发行股票反馈意见的公告》。申请延期报送反馈意见回复,并积极配合中介机构于2016年10月18日前完成反馈意见的回复工作。

我们认为,近几年公司经销商盈利能力同比竞品有所降低;公司本次定增中有经销商参与,目的在于绑定经销商利益,因此公司层面调整定增价的意愿不大。而且,公司股价由前期的38元有所回落,目前股价在32元左右,较增发价22.54(考虑利润分配除权后价格)差距已有所下降,公司压力有所降低。我们认为公司增发过会的可能性还是比较大。如果能过会,对经销商有一定的激励,有利于后继业务的拓展。

4、盈利预测与评级

预测2016/17/18年EPS分别为1.90/2.17/2.56元(暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响),对应2016/17/18年PE为16.94/14.80/12.55倍,维持公司“增持”评级。

表1: 五粮液盈利预测简表(暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	21659	24562	27313	31000
增长率(%)	3%	13%	11%	14%
净利润(百万元)	6176.1	7197	8238	9713
增长率(%)	6%	17%	14%	18%
摊薄每股收益(元)	1.63	1.90	2.17	2.56
ROE(%)	13.93%	14.70%	15.19%	16.07%

资料来源: 国海证券研究所

5、风险提示

- 1) 一批价上涨不达预期;
- 2) 公司非公开增发实施的不确定性风险;
- 3) 市场拓展不达预期;

表 2: 五粮液盈利预测表 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	000858.SZ				股价:	32.12	投资评级:	增持		日期:	2016/09/19	
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%	14.70%	15.19%	16.07%	EPS	1.63	1.90	2.17	2.56			
毛利率	69%	71%	72%	72%	BVPS	11.41	12.56	13.86	15.40			
期间费率	31%	32%	32%	30%	估值							
销售净利率	29%	29%	30%	31%	P/E	19.74	16.94	14.80	12.55			
成长能力					P/B	2.81	2.56	2.32	2.09			
收入增长率	3%	13%	11%	14%	P/S	5.63	4.96	4.46	3.93			
利润增长率	6%	17%	14%	18%								
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E			
总资产周转率	0.41	0.42	0.43	0.44	营业收入	21659	24562	27313	31000			
应收账款周转率	2.46	2.46	2.46	2.46	营业成本	6672	7123	7675	8680			
存货周转率	0.77	0.91	0.91	0.91	营业税金及附加	1785	1768	1912	2170			
偿债能力					销售费用	3568	3807	4152	4588			
资产负债率	16%	15%	15%	14%	管理费用	2129	2260	2595	2635			
流动比	5.60	5.81	6.23	6.60	财务费用	(732)	(9)	(29)	(60)			
速动比	4.51	4.68	5.07	5.36	其他费用 / (-收入)	8	5	7	7			
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	8246	9618	11016	12994			
现金及现金等价物	26374	29704	33803	37969	营业外净收支	41	39	38	40			
应收款项	8792	9970	11086	12583	利润总额	8287	9657	11054	13033			
存货净额	8701	9744	10506	11890	所得税费用	1877	2187	2504	2952			
其他流动资产	731	829	921	1046	净利润	6410	7470	8551	10082			
流动资产合计	44597	50246	56317	63489	少数股东损益	234	273	313	369			
固定资产	5348	4913	4552	4216	归属于母公司净利润	6176	7197	8238	9713			
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	5312	7039	7358			
长期股权投资	902	902	902	902	净利润	6410	7470	8551	10082			
资产总计	52547	57841	63499	70294	少数股东权益	234	273	313	369			
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	584	576	532	492			
应付款项	1264	1685	1817	2056	公允价值变动	0	0	0	0			
预收帐款	1994	2261	2514	2854	营运资金变动	(538)	(3007)	(2357)	(3584)			
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	8655	9040	9619	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	(2967)	(2863)	(3278)	(3865)			
负债合计	8201	8889	9274	9853	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	48951	54224	60441	其它	(3026)	(2863)	(3278)	(3865)			
负债和股东权益总计	52547	57841	63499	70294	现金净增加额	3330	2803	4133	3829			

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。