

## 五粮液(000858.SZ)

定增调整不影响员工和经销商积极性，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

fanjs@r.qlzq.com.cn

021-20315176

龚小乐

huyc@r.qlzq.com.cn

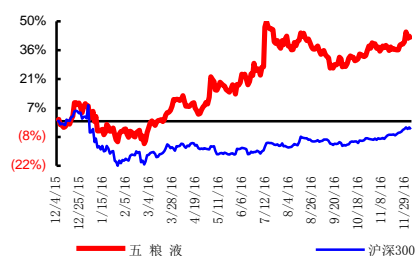
gongxl@r.qlzq.com.cn

2016年12月04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)	35.75
市值(百万元)	135,706
流通市值(百万元)	135,698

### 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.
营业收入增速	-15.00%	3.08%	14.23%	8.76%	9.09%
归属于母公司的净利润	-26.81%	5.85%	20.74%	11.32%	10.57%
净利润增长率	1.54	1.63	1.96	2.19	2.42
摊薄每股收益(元)					
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
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

- 事件：五粮液 12 月 2 日晚间公告，公司非公开发行股票募集资金总额由 23.34 亿元缩减至 18.54 亿元，发行数量由 1 亿股下调至 8225 万股。从认购主体来看，泰康资管、华安基金和凯联艾瑞三家机构的认购金额分别从 7.9 亿元下调为 5.2 亿元，3.5 亿元下调为 2 亿元，2.56 亿元下调为 1.98 亿元。修改后的定增方案显示，募资资金用途仍然用于信息化建设、营销中心和服务型电子商务平台的建设上，但拟投资 9.88 亿元的营销中心建设在动用募集资金消减了 4.8 亿元。**
- 定增调整负面影响不大，公司核心员工、经销商拟发行数目不受影响。**由于证监会加强了募集资金用于房地产相关项目建设的限制，公司本拟投资 9.88 亿元的营销中心建设不得不削减，营销中心建设资金不够部分由公司出资，而信息化建设以及服务型电子商务平台募集资金不受影响。发行数量由 1 亿股下调至 8225 万股，公司核心管理层、员工以及优质经销商拟定增数目不变，针对机构发行数量减少近 1800 万股。我们认为，定增调整依旧有效的捆绑了公司的核心管理层、员工以及优质经销商等，这些参与的群体是公司业绩可持续发展的核心源动力，调整不改释放公司经营活力的逻辑。总体而言，我们认为定增调整负面影响不大。
- 定增调整稍推迟过会的节奏，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。然公司于 8 月下旬对股价大幅偏离发行价格的合理性提出说明要求，公司股价在过会前有一定短期压制；按照节奏，公司已做了充分的沟通和准备，定增调整稍微推迟过会的节奏，我们预估春节前定增有望过会，期待过会后释放潜力。

- **全年报表无忧，未来 2-3 年可实现双位数增长。**前三季度公司实现 177 亿的营收，加上今年预收账款实现的 47 亿的增量，已完成 224 亿（去年全年报表 217 亿元）的打款计划，全年报表无忧。实现骄人的成绩除了五粮液实现了量价齐升之外，今年系列酒公司销售额与销量比去年同期增长 25%和 17%。单独三季度而言，营收 44 亿元，预收款环比增长 23 亿元，向好的趋势进一步得到验证。明后年来看，一方面来自于高档白酒景气度的提升，另一方面来自于公司定增过会后释放的活力，我们认为预计 2-3 年可实现双位数增长。
- **低估值具备较强吸引力。**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，估值理应可以达到国际巨头估值水平。国内市场对比来看，目前茅台对应 2016 年达到 24 倍，老窖近 30 倍，而五粮液仅 19 倍，五粮液的估值明显偏低；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。近期而言，我们认为五粮液是最值得参与的白酒标的。
- **目标价 49 元，维持“买入”。**我们认为今年公司业绩处于转折期，短期股价受到压制，期待过会后释放潜力。预计 2016-2017 年 EPS 分别为 1.96、2.19 元，同比增长 20.74%、11.32%，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：发行股数调整前后对比图，单位：股**

	调整之前	调整之后
发行股数	100000000	82252438
国泰君安员工持股 1 号	22000000	22780834
国泰君安君享五粮液 1 号集合	18000000	18638864
泰康资产管理	34000000	23138553
华安基金	15000000	8877218
凯联艾瑞投资	11000000	8816969

来源：中泰证券研究所

**图表 2：募集资金金额调整前后，单位：万元**

募集资金投资项目	拟募集资金金额（调整前）	拟募集资金金额（调整后）
信息化建设	71530	71530
营销中心建设	98796	50793
服务型电子商务平台	65532	63074
合计	235858	185397

来源：中泰证券研究所

**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%	应收账款	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	-2,284	-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	<b>资产总计</b>	<b>44,130</b>	<b>46,409</b>	<b>52,547</b>	<b>56,696</b>	<b>63,515</b>	<b>70,838</b>
%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	应付账款	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%	<b>负债</b>	<b>7,110</b>	<b>6,076</b>	<b>8,201</b>	<b>7,164</b>	<b>8,105</b>	<b>8,626</b>
营业利润	11,432	8,032	8,246	10,310	11,405	12,603	<b>普通股股东权益</b>	<b>36,093</b>	<b>39,430</b>	<b>43,329</b>	<b>48,129</b>	<b>53,584</b>	<b>59,916</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>44,130</b>	<b>46,409</b>	<b>52,547</b>	<b>56,696</b>	<b>63,515</b>	<b>70,838</b>
税前利润	11,247	8,016	8,287	10,294	11,408	12,607	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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%	<b>回报率</b>						
							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%
							<b>增长率</b>						
							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%
							<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							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%

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,459</b>	<b>795</b>	<b>6,691</b>	<b>8,823</b>	<b>8,438</b>	<b>9,515</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>-322</b>	<b>-1,187</b>	<b>-394</b>	<b>-399</b>	<b>-432</b>	<b>-392</b>
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
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3,219</b>	<b>-2,989</b>	<b>-2,355</b>	<b>-2,657</b>	<b>-2,847</b>	<b>-2,847</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-2,082</b>	<b>-3,381</b>	<b>3,942</b>	<b>5,768</b>	<b>5,160</b>	<b>6,276</b>

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