

五粮液 (000858)

价格保持向上趋势，渠道信心明显恢复，市场分歧最大的一线酒

投资评级：买入（维持）

2016年12月24日

事件：我们参加了五粮液1218经销商大会，大会反馈信息正面。

点评：

- **批价保持向上的良好趋势。**由于公司16年无年底返利在会上得到再次确认，经销商惜售，一批价回升到720元。预计渠道低价库存消化完后，回升到730元以上是大概率事件。公司提出五粮液普五17年目标价在739元以上，若能够做好渠道优化和管控，在茅台一批价已达到1050元的背景下，我们判断这个目标并不难。
- **受益于涨价，渠道信心明显恢复。**16年经销商总体有微利。我们估计除了渠道弱、低价甩货多的经销商，真正做市场的经销商16年应该能实现盈利。过去两年常见经销商不打款或退出，很少见到新增，但过去2个月新增了团购商和专卖店60多家，预计17年还会继续增加。
- **摆正心态学习优秀对手，渠道管控学习茅台，推动经销商不靠返利而靠价差盈利。**16年底经销商会未给年终返利，同时明确提出17年也不给，17年对普五产品，除了纳入年度规划的文化巡演与品鉴会之外，年底将没有任何形式的市场支持。我们认可这个思路，一方面，实现经销商优胜劣汰，另一方面，降低渠道管控的难度。我们认为五粮液未来需要做好两件事：(1)筛选出有能力的经销商，给予重点支持；(2)真正做好市场秩序维护，推动经销商沉下心做动销，定增即将完成，预计管理层和销售团队动力将会明显加强。
- **消费者培育开始起步，产品形象定位还需进一步清晰。**2016年营销高举高打，举办7场耀世之旅，与G20峰会、长安俱乐部、欧美同学会等合作，提升了五粮液品牌的形象。我们认为16年公司的营销思路发生了很大的转变，消费者培育开始起步。预计17年消费者培育力度加大，将补充一个专门品鉴活动的团队。不过五粮液产品形象定位还需进一步清晰，公司宣传口号是中国的五粮液、世界的五粮液，若未来能突出浓香型老大的特点，与茅台有效区隔，可给消费者更明确的产品形象。
- **不必担忧普五减量，多个手段可确保17年业绩。**低度、1618、交杯放量，新增团购商和专卖店，可769元计划外出货，因此普五虽然计划减量25%，但17年业绩预期不会受到明显冲击。定增完成在即，内部挖潜有望提速。我们维持17年净利15%增长的预测。
- **盈利预测与投资建议：**预计16-17年EPS为1.93、2.23元，同比增19%、15%。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，现阶段一线酒中市场分歧最大，估值全行业最低，存在预期修复的机会，定增完成后再无后顾之忧，维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济增速下行超预期；主要竞品重新发力

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002
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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.42
一年最低价/最高价	22.46/38.07
市净率	2.88
流通市值(亿)	1306.50

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)	3795.76

相关研究

1.五粮液：定增通过再无后顾之忧，继续推荐——20161215

图表 1: 五粮液三年预测财务报表

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	49131.8	54255.0	60073.3	营业收入	21659.3	24722.8	27712.0	30760.4
现金	26374.2	30188.8	34316.5	38679.4	营业成本	6672.0	7367.3	8087.5	8977.1
应收款项	8791.7	10035.2	11248.6	12485.9	营业税金及附加	1784.7	2037.1	2283.4	2534.6
存货	8700.9	8073.8	7755.1	7870.3	营业费用	3568.1	3930.9	4350.8	4737.1
其他	730.6	834.0	934.8	1037.7	管理费用	2128.8	2429.9	2668.7	2962.2
非流动资产	7949.2	8206.2	8466.0	8692.7	财务费用	-732.1	-848.4	-967.6	-1094.9
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	9840.1	11323.4	12678.4
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	57338.0	62721.0	68766.0	利润总额	8287.5	9881.4	11364.7	12719.7
流动负债	7967.6	8836.1	9719.8	10738.9	所得税费用	1877.0	2258.6	2597.6	2907.3
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	234.4	278.7	320.5	358.7
应付账款	1264.3	1396.1	1532.5	1701.1	归属母公司净利润	6176.1	7344.2	8446.6	9453.7
其他	6703.3	7440.0	8187.2	9037.8	EBIT	9290.5	10994.7	12605.1	14083.9
非流动负债	233.9	316.9	399.9	482.9	EBITDA	9874.6	11404.6	13072.2	14601.5
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	2.23	2.49
负债总计	8201.5	9152.9	10119.6	11221.8	每股净资产(元)	11.41	12.38	13.49	14.74
少数股东权益	1016.2	1184.0	1377.0	1593.0	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	47001.0	51224.3	55951.1	ROIC(%)	14.0%	22.7%	45.5%	49.8%
负债和股东权益总计	52546.6	57338.0	62721.0	68766.0	ROE(%)	14.3%	15.6%	16.5%	16.9%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	69.2%	70.2%	70.8%	70.8%
经营活动现金流	6691.1	8189.3	9081.1	9836.4	EBIT Margin(%)	42.9%	44.5%	45.5%	45.8%
投资活动现金流	-394.2	-702.7	-730.1	-746.7	销售净利率(%)	28.5%	29.7%	30.5%	30.7%
筹资活动现金流	-2354.9	-3672.1	-4223.3	-4726.8	资产负债率(%)	15.6%	16.0%	16.1%	16.3%
现金净增加额	3942.1	3814.6	4127.7	4362.9	收入增长率(%)	3.1%	14.1%	12.1%	11.0%
折旧和摊销	584.1	409.9	467.1	517.5	净利润增长率(%)	5.8%	18.9%	15.0%	11.9%
资本开支	-406.0	-668.6	-696.0	-712.5	P/E	21.16	17.79	15.47	13.82
营运资本变动	-135.4	267.5	-25.5	-350.8	P/B	3.02	2.78	2.55	2.34
企业自由现金流	8567.7	8490.5	9469.6	10319.0	EV/EBITDA	14.06	12.26	10.77	9.72

资料来源: Wind 资讯, 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>

