

证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
五粮液(000858)
买入
2017 年中报点评

(维持评级)

2017 年 08 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,796/3,796
总市值/流通(百万元)	205,362/205,350
上证综指/深圳成指	3,332/10,659
12 个月最高/最低(元)	58.88/31.37

相关研究报告:

《五粮液-000858-基本面筑底, 营销因时而动》——2013-05-13
 《五粮液-000858-2013 年一季报点评: 业绩再超预期, 降价放量确保增长》——2013-04-23
 《五粮液-000858-2012 年年报点评: 业绩超预期, 降价转型力度大》——2013-04-02
 《五粮液-000858-2012 年半年报点评: 中低档酒放量, 高端控量保价》——2012-08-20
 《五粮液-000858-重大事件快评: 业绩释放超预期》——2012-07-09

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 郭尉

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

低基数高增长, 量价齐升可期

● 上半年业绩符合预期, 费用下行, 消费税影响有限

公司 17 年上半年实现营收 156.21 亿元, 同比增长 17.85%, 实现归属净利润 49.72 亿元, 同比增长 27.91%, 业绩符合预期。单二季度收入 54.62 亿元, 同增 23.30%, 归母净利润 13.78 亿元, 同增 40.12%, 环比增速提升主因去年 Q2 收入/利润分别同减 1.11%/10.31%, 低基数下实现高增长。费用端, H1 销售费用率 13.92%, 同比下降 2.6pcts, 主要因去年 Q1 存在补贴 30 元/瓶计入费用; 管理费用率 6.89%, 同减 1.5pcts, 管理效率显著提升。H1 经营性现金流净额同减 26.59%, 主因税费支付提升 40%, 受消费税新规核定下税基提高影响, H1 消费税率同增 1pcts 至 6.5%, 对业绩整体影响有限。

● 对内对外双重收益, 量价齐升可期

公司 H1 毛利率 71.65%, 同比提升 1.6pcts, 净利率 33.22%, 同比大幅提升 2.8pcts, 主要源于产品提价影响。五粮液作为传统高端名酒代表, 显著受益消费升级, 顺势提价: 自 2015 年 8 月以来普五三次提价至 739 元, 同时设置计划外价格 769 元(普通)/809 元(商超)控量提价, 7 月份普五商超终端价提至 969 元, 进一步实现顺价销售, 提高渠道利润和积极性。对外受益于茅台价格上行和供应量紧缺状态, 普五比茅台更具备放量基础, 动销望持续向好; 对内梳理产品线, 力推精简“1+5+N”的品牌体系, 做大做强五粮液系列并以 1618、交杯、低度酒为支撑, 兼顾腰部系列酒产品发展, 提升品牌力, 有望进入量价齐升快车道。

● 内部管理持续改善, 渠道优化有利后续增长

新管理层带来公司内部管理持续改善, 薪酬激励、人事制度加速改革落地, 定增绑定员工和经销商利益。新管理层倡导精细化渠道模式, 通过五品部和七大营销中心推动渠道品牌下沉, 加强市场管控和维护, 大力推进“百城千县万店”工程, 优化渠道扁平化布局, 利于品牌市场深耕, 为产品放量提供有利条件。我们看好公司管理及渠道优化后产品量价增长空间, 预测 2017-19 年 EPS 2.19/2.61/2.98 元, 维持合理估值 65 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21659	24544	29116	34422	39527
(+/-%)	3.08%	13.32%	18.63%	18.22%	14.83%
净利润(百万元)	6176	6785	8309	9923	11319
(+/-%)	5.85%	9.85%	22.48%	19.42%	14.07%
摊薄每股收益(元)	1.63	1.79	2.19	2.61	2.98
EBIT Margin	34.88%	35.04%	37.02%	37.53%	37.34%
净资产收益率(ROE)	14.25%	14.41%	15.53%	16.82%	17.35%
市盈率(PE)	33.25	30.27	24.71	20.69	18.14
EV/EBITDA	22.37	19.02	15.36	12.49	10.97
市净率(PB)	4.74	4.36	3.84	3.48	3.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	32241	34078	40835	42578	营业收入	24544	29116	34422	39527
应收款项	9687	12205	13676	16043	营业成本	7314	8655	10392	12161
存货净额	9257	11853	13493	16167	营业税金及附加	1941	2300	2616	2964
其他流动资产	290	447	438	596	销售费用	4695	5095	5852	6720
流动资产合计	51476	58582	68442	75384	管理费用	2144	2329	2685	2964
固定资产	5431	5014	4582	4134	财务费用	(736)	(746)	(843)	(938)
无形资产及其他	402	377	352	326	投资收益	33	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	12	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	58528	65127	74465	80935	营业利润	9204	11469	13708	15644
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	134	54	54	54
应付款项	2499	3272	3656	4451	利润总额	9337	11524	13762	15698
其他流动负债	7823	6872	9946	8914	所得税费用	2281	2881	3441	3925
流动负债合计	10322	10144	13602	13365	少数股东损益	272	333	398	454
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6785	8309	9923	11319
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	10322	10144	13602	13365	净利润	6785	8309	9923	11319
少数股东权益	1129	1463	1861	2315	资产减值准备	1	12	12	12
股东权益	48206	54983	60863	67570	折旧摊销	573	788	803	754
负债和股东权益总计	58528	65127	74465	80935	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(736)	(746)	(843)	(938)
					营运资本变动	4622	(2853)	1996	(2762)
					其它	422	(2304)	(1282)	(2261)
					经营活动现金流	11667	3207	10610	6124
					资本开支	(203)	(294)	(294)	(294)
					其它投资现金流	41	42	41	41
					投资活动现金流	(161)	(252)	(253)	(253)
					权益性融资	0	1854	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(3212)	(2973)	(3599)	(4128)
					其它融资现金流	18	0	0	0
					融资活动现金流	(3194)	(1119)	(3599)	(4128)
					现金净变动	8312	1836	6757	1742
					货币资金的期初余额	26324	32241	34078	40835
					货币资金的期末余额	32241	34078	40835	42578
					企业自由现金流	11041	3042	10461	6001
					权益自由现金流	11593	3602	11093	6705

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	1.79	2.19	2.61	2.98
每股红利	0.80	0.98	1.17	1.33
每股净资产	12.40	14.10	15.54	17.19
ROIC	31%	50%	46%	54%
ROE	14%	16%	17%	17%
毛利率	70%	70%	70%	69%
EBIT Margin	35%	37%	38%	37%
EBITDA Margin	37%	40%	40%	39%
收入增长	13%	19%	18%	15%
净利润增长率	10%	22%	19%	14%
资产负债率	18%	16%	18%	17%
息率	1.5%	1.8%	2.2%	2.5%
P/E	30.3	24.7	20.7	18.1
P/B	4.4	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	19.0	15.4	12.5	11.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 18681572396 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13760329487 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		