

五粮液 (000858) : 提价控费带动业绩快速增长, Q2 超预期

推荐 (维持)

食品饮料—白酒

当前股价: 55.19 元

报告日期: 2017 年 8 月 29 日

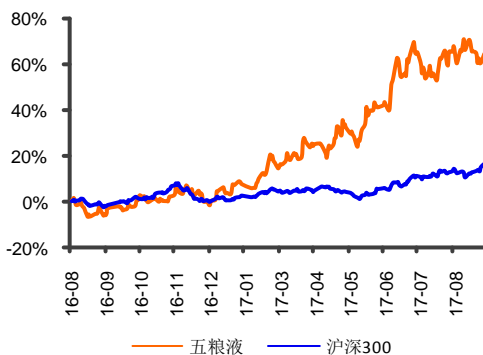
主要财务指标 (单位: 亿元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	245.4	287.9	334.2	382.7
(+/-)	13.3%	17.3%	16.1%	14.5%
营业利润	92.4	117.8	145.7	173.4
(+/-)	12.0%	27.6%	23.7%	19.0%
归母净利润	67.8	83.9	103.6	123.6
(+/-)	9.9%	23.6%	23.5%	19.3%
EPS (元)	1.79	2.21	2.73	3.26
PE	30.9	25.0	20.2	16.9

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	37.96/37.96
流通市值 (亿元)	2095
每股净资产 (元)	12.81
资产负债率 (%)	22.74%

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

事件: 公司于 8 月 27 日晚间发布 2017 半年报。报告期内, 公司实现营业总收入 156.21 亿元, 同比增长 17.85%; 实现归属母公司的净利润 49.72 亿元, 同比增长 27.91%; 扣非后净利润 49.59 亿元, 同比增长 27.71%; 每股收益 1.31 元。

- **提价带动毛利率提升, Q2 业绩超预期:** 报告期内公司业务实现快速增长, 其中 Q2 单季实现收入 54.62 亿元, 同比增长 23.30%; 归母净利润 13.78 亿元, 同比大幅增长 40.12%, 业绩增速超市场预期。受益于公司提价及产品结构优化, 上半年毛利率同比上升了 1.65pct 至 71.65%, Q2 单季毛利率更是大幅提升了 3.40pct 至 73.73%。值得注意的是, 由于自 2017 年 5 月 1 日起公司部分酒类产品调整了最低计税价格, 2017H1 的税率达到了 9.15%, 导致税金同比增长 37.84%, 其中 Q2 单季税率更是高达 12.20%, 同比大幅增长 87.84%, 为近十年来最高水平。
- **期间费用控制有效, 平滑税基变化影响:** 上半年期间费用率为 18.07%, 同比下降了 4.27pct, 其中销售费用率 13.92%, 同比下降 3.27pct; 管理费用率 6.89%, 同比下降 1.46pct; 财务费用率 -2.74%, 同比微降 0.16pct。在提价、控费双重因素影响下, 使得公司业绩在税基提升的情况下依然取得了快速增长, 预计下半年这一趋势将得以延续。
- **公司未来看点:** (1) 在产品结构优化方面, 随着居民消费结构升级, 高端产品占比将进一步提高; (2) 在渠道扩张方面, 公司大力推进“百城千县万店”工程, 优化渠道布局; 加强与京东、苏宁、阿里巴巴等知名互联网企业的合作, 创新拓展营销渠道; 积极抢抓国家“一带一路”战略机遇, 加大国际化发展的开拓力度; (3) 再加上消费旺季的到来, 公司业绩有望保持快速增长。



- **盈利预测：**我们调整之前的盈利预测，预计 2017-2019 年公司 EPS 将分别达到 2.21 元、2.73 元和 3.26 元，按照 2017 年 8 月 29 日收盘价 55.19 元进行计算，对应 2017-2019 年动态 PE 分别为 25.0、20.2 和 16.9 倍，估值较行业平均水平有一定的优势，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**食品安全风险、市场需求不及预期的风险、行业竞争加剧的风险。



公司盈利预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	54,505	62,158	71,392	82,529	营业收入	24,544	28,789	33,416	38,271
货币资金	34,666	40,878	47,125	55,055	营业成本	7,314	8,131	9,168	10,323
应收款	9,706	11,596	13,459	15,415	营业税金及附加	1,941	2,126	2,317	2,525
存货	9,257	8,809	9,932	11,184	销售费用	4,695	5,182	5,514	5,932
其他流动资产	876	876	876	876	管理费用	2,144	2,447	2,774	3,138
非流动资产	7,670	7,410	7,138	6,854	财务费用	-766	-864	-936	-995
可供出售金融资产	796	796	796	796	费用合计	6,072	6,766	7,352	8,075
固定资产+在建工程	5,724	5,464	5,192	4,908	资产减值损失	12	10	5	5
无形资产+商誉	404	404	404	404	公允价值变动	-	-	-	-
其他非流动资产	746	746	746	746	投资收益	33	25	-	-
资产总计	62,174	69,568	78,530	89,383	营业利润	9,237	11,782	14,575	17,342
流动负债	13,688	13,949	14,118	14,487	加：营业外收入	119	80	-	-
短期借款	-	50	-	-	减：营业外支出	19	30	-	-
应付账款、票据	2,499	2,710	2,929	3,298	利润总额	9,337	11,832	14,575	17,342
其他流动负债	11,189	11,189	11,189	11,189	所得税费用	2,281	3,076	3,760	4,440
非流动负债	281	281	281	281	所得税率(%)	24.4%	26.0%	25.8%	25.6%
长期借款	-	-	-	-	净利润	7,057	8,756	10,815	12,902
其他非流动负债	281	281	281	281	少数股东损益	272	368	454	542
负债合计	13,969	14,230	14,398	14,767	归母净利润	6,785	8,388	10,360	12,361
实收资本(或股本)	3,796	3,796	3,796	3,796	总股本(百万)	3,796	3,796	3,796	3,796
资本公积金	953	953	953	953	每股收益(元)	1.79	2.21	2.73	3.26
盈余公积金	9,352	10,228	11,309	12,599					
未分配利润	32,975	39,178	46,839	55,979					
少数股东权益	1,129	1,129	1,129	1,129					
其他	0	54	105	158					
所有者权益合计	48,206	55,338	64,132	74,615					
负债和所有者权益	62,174	69,568	78,530	89,383					
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	7,057	8,756	10,815	12,902	成长能力				
折旧	514	560	572	584	营业收入增长率	16.8%	17.3%	16.1%	14.5%
摊销	59	48	52	53	营业利润增长率	15.0%	27.6%	23.7%	19.0%
财务费用	-0	-864	-936	-995	净利润增长率	16.3%	23.6%	23.5%	19.3%
存货的减少	-552	449	-1,124	-1,251	盈利能力				
营运资本变化	4,622	-1,679	-1,645	-1,586	毛利率	70.2%	71.8%	72.6%	73.0%
其他非现金部分	-4	-	-	-	净利率	39.5%	41.4%	42.6%	42.8%
经营活动现金流量	11,697	7,270	7,733	9,707	ROE	14.6%	15.8%	16.9%	17.3%
投资活动现金流量	-161	-300	-300	-300	偿债能力				
筹资活动现金流量	-3,194	-758	-1,186	-1,477	资产负债率	22.5%	20.5%	18.3%	16.5%
汇率变动影响	0	-	-	-	流动比	3.98	4.46	5.06	5.70
现金增加额	8,342	6,212	6,247	7,930	速动比	3.31	3.82	4.35	4.92
期初现金余额	26,324	34,666	40,878	47,125	营运能力				
期末现金余额	34,666	40,878	47,125	55,055	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
期末货币资金	34,666	40,878	47,125	55,055	每股指标(元/股)				
					每股收益	0.30	2.21	2.73	3.26
					每股净资产	12.7	14.6	16.9	19.7
					估值比率				
					P/E	30.9	25.0	20.2	16.9
					P/B	4.3	3.8	3.3	2.8

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士，主要研究和跟踪领域：大消费

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	< (-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>