

2017年9月28日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

65

公司基本资讯

产业别	食品饮料
A 股价(2017/9/27)	56.70
深证成指(2017/9/27)	11036.78
股价 12 个月高/低	58.88/31.64
总发行股数(百万)	3795.97
A 股数(百万)	3795.75
A 市值(亿元)	2152.19
主要股东	宜宾市国有资产经营有限公司(36.00%)
每股净值(元)	12.81
股价/账面净值	4.43
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.8 7.4 77.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-09-27	56.70	买入
2014-08-28	45.50	买入

产品组合

酒类	93.0%
塑料制品	6.4%
其他	0.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.8%
一般法人	61.0%

股价相对大盘走势



五粮液(000858.SZ)

Buy 买入

量价齐升淡季不淡，茅五价差带来机会

结论与建议：

五粮液 2017 年上半年净利润同比增长 28%，大超预期。下半年即将进入销售旺季，茅五之间价差扩大，两品牌之间替代效应显著，因此预计 2017、2018 年公司实现净利润 86.03 亿元和 104.99 亿元，对应 EPS 分别为 2.27 元和 2.77 元，PE 为 24.5 和 20.5 倍。

- 2017H1 公司营业收入 156.21 亿元，同比增长 17.85%，扣非后归属上市公司股东净利润达 49.59 亿元，同比增长 27.71%，毛利率为 71.65%，同比增加 1.65 个百分点，每股收益 1.31 元，同比增长 27.93%，ROE 为 10.03%，同比增长 1.44%。分季度看，二季度营收达 54.62 亿元，同比增长约 23.3%。量价齐升，销售淡季业绩大超预期。
- 公司定增计划于 2017 年 5 月获证监会审批通过，预计年底前落地，面向公司高管、员工及部分经销商，多方利益绑定将更加紧密，公司内部激励终成型。
- 居民收入水准上升，带动大众消费能力提高，成为 2012 年以后白酒消费市场主力。中高端市场维持高景气度，贵州茅台有价无市，与五粮液之间市场价格差距扩大，公司业绩有望从中受益。
- 综上，我们预计公司 2017、2018 年将实现净利润 86.03 亿元和 104.99 亿元，分别同比增长 26.8%和增长 22.05%，对应的 EPS 为 2.27 元和 2.77 元。

..... 接续下页

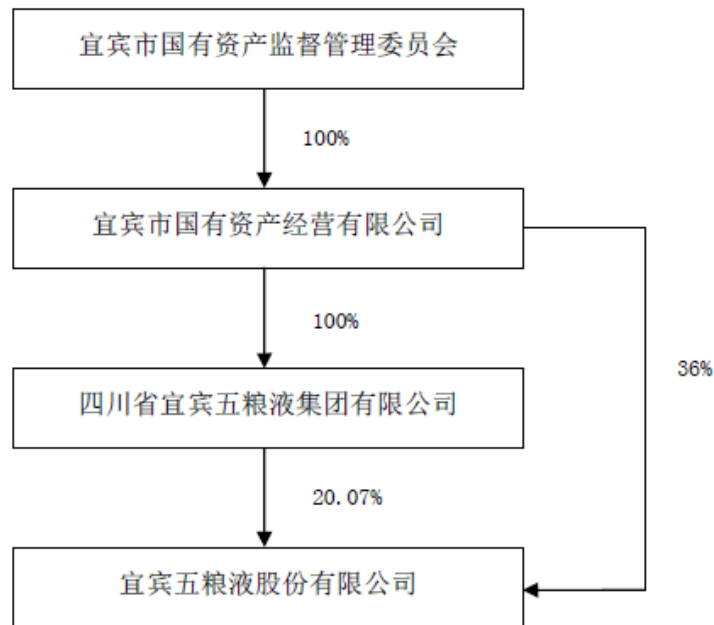
年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	7973	5835	6176	6785	8603	10499
同比增减	%	-19.75	-26.81	5.85	9.85	26.80	22.05
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.10	1.54	1.63	1.79	2.27	2.77
同比增减	%	-19.76	-26.80	5.85	9.83	26.82	22.05
市盈率(P/E)	X	26.53	36.25	34.25	31.18	24.59	20.15
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.60	0.80	0.90	1.00	1.10
股息率 (Yield)	%	1.26	1.08	1.44	1.62	1.79	1.97

五粮液为四川省大型国企，主要从事白酒生产与销售，是浓香型白酒代表

公司简介

宜宾五粮液股份有限公司（以下简称“五粮液”或“公司”）主要从事白酒生产与销售，为白酒行业龙头企业，主要产品五粮液酒是我国浓香型白酒的典型代表，是白酒行业内少数兼具浓香、酱香、兼香型白酒规模化生产及果酒产品生产能力的大型白酒企业。1998年四月成立，同年4月27日于深交所上市。公司实际控制人为宜宾市国有资产监督管理委员会，持股比例为56.07%。

图：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司公告

行业分析

白酒作为传统饮品，工艺成熟，产品具有较强的地域性。截至2015年10月，全国共有白酒生产商1563家，属于完全竞争行业。

从行业看，2014-2016年，白酒行业终端销售额、销售量年均增速均有较大降幅，分别下降2.32%、5.42%，而中高端白酒市场销售额及销售量均呈现大幅增长，年均增速分别达8.16%、11.89%，销售放量与涨价并存，终端消费热情极高，反映出白酒类消费向中高端转移的趋势。

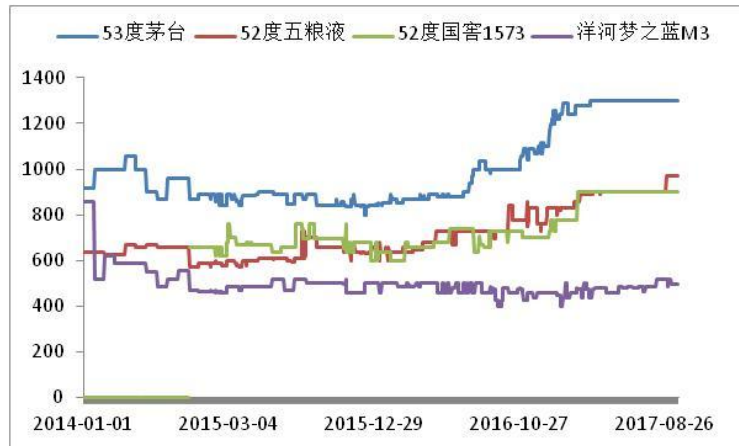
表1：行业与部分高端白酒终端消费增长率对比

2014-2016	CAGR
行业终端销售额	-2.32%
行业终端销售量	-5.42%
部分中高端白酒销售额	8.16%
部分中高端白酒销售量	11.89%

资料来源：群益金鼎证券整理

备注：部分中高端白酒包括：53度茅台、52度五粮液、洋河梦之蓝、国窖1573

图：部分中高端白酒一号店零售价

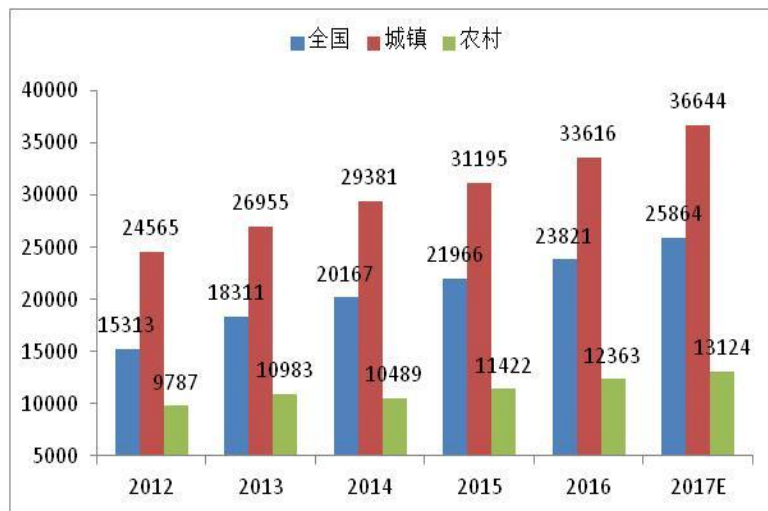


资料来源: Choice 资料, 群益金鼎证券整理

大众消费撑起白酒市场, 结构升级促进白酒消费向中高端转型

白酒的需求主要分为个人需求、商务需求和政务需求三方面。2012 年起国家开始限制三公消费, 政、商务消费大幅下降, 行业整体业绩因此出现显著下滑。2012-2016 年, 全国人均可支配收入由 15313 元增长至 23821 元, 增长 8508 元, 其中, 城镇居民人均可支配收入由 24565 元增长至 33616 元, 增长 9051 元, 农村居民人均可支配收入由 9787 元增长至 12363 元, 增长 2476 元。随着人均可支配收入水准提高, 尤其是城镇居民收入水准提高, 推动大众消费能力上升, 成为白酒消费主力。

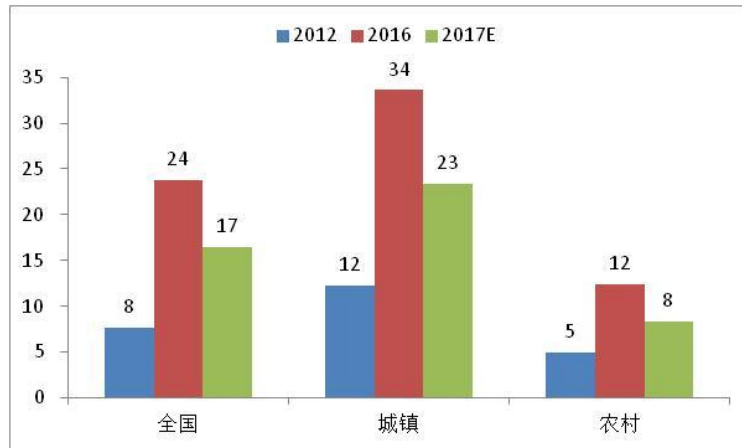
图: 2013-2016 年居民人均可支配收入



资料来源: 群益金鼎证券整理

限制三公消费后, 高端白酒市场价格出现回落, 逐渐成为大众可接受的消费品。随着人均可支配收入提升, 全国居民白酒消费量上升, 以人均可购高端酒(茅台酒)数量计算, 2012-2016 年, 人均可购买量显著上升。尽管 2017 年受茅台价格市场价上涨影响, 人均可购买量预计有所下降, 相较 2012 年资料, 人均可购买量接近翻倍。

图: 2012、2016 年人均收入可购茅台酒数量比较 (单位: 瓶购)



资料来源：群益金鼎证券整理

备注：2012年茅台酒价格以2000元/瓶计算，2016年按1000元/瓶计算，2017年按1566元/瓶计算

营运分析

2017H1白酒行业维持高景气度。上半年，五粮液营业收入156.21亿元，同比增长17.85%，扣非后归属上市公司股东净利润达49.59亿元，同比增长27.71%，毛利率为71.65%，同比增加1.65个百分点，每股收益1.31元，同比增长27.93%，ROE为10.03%，同比增长1.44%。

图：五粮液营收及成本



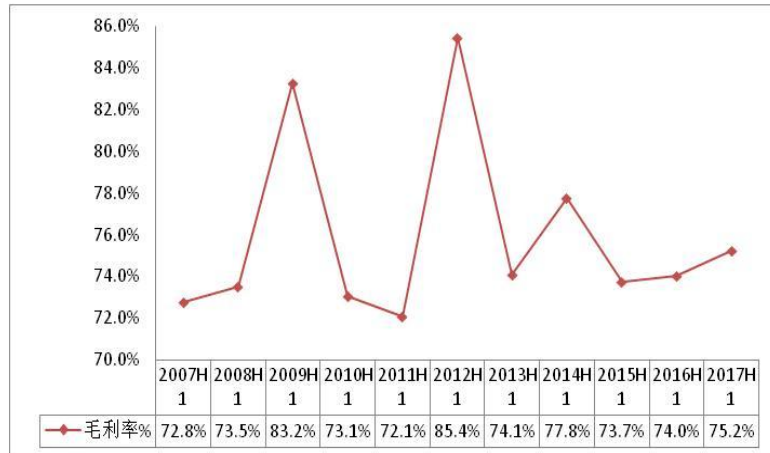
资料来源：群益金鼎证券整理

分季度看，一季度营收达101.59亿元，同比增长约15.1%，二季度营收达54.62亿元，同比增长约23.3%，而二季度通常并不是白酒销售旺季，“淡季不淡”表明五粮液消费需求旺盛。

2017H1酒类业务收入达147.74亿元，毛利率为75.24%，较去年同期增加1.2个百分点。近两年，公司三次提高普五出厂价格（分别为2015年8月、2016年3月及2016年9月），由609元/瓶逐渐提升至739元/瓶，提价幅度约21.34%。由于酒类业务占营业收入比重超90%，我们认为，普五量价齐升是推动业绩增长的主要原因。

量价齐升推动业绩增长

图：酒类业务毛利率



资料来源：群益金鼎证券整理

上半年公司预收款达 55.11 亿元，较去年同期增长近 25%，经销商信心持续增强，管道供应关系向好。随着下半年白酒消费进入旺季，受中秋、国庆等重大节假日节前备货驱动，消费需求持续旺盛，涨价预期较高。由于经销商已完成提前囤货，预计下半年普五供应量稳定增长。

图：2012-2015 年预收款变动（单位：亿元）

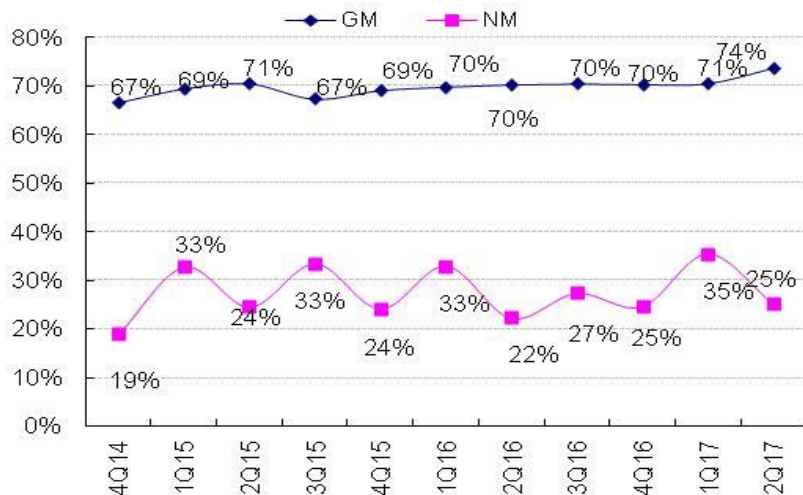


资料来源：群益金鼎证券整理

费用率降低，消费税落地，短期盈利受到冲击

费用方面，三项费用略有下降，受营收大幅增长影响，三项费用率同比下降 4.27 个百分点。由于公司正在重新布局管道，预计短期内费用随管道扩张有所增加。受消费税税基提高影响，上半年税金支出同比增长 37.84%，由于消费税税基提高于 5 月 1 日开始实施，二季度税金及附加同比增长 87.84%。下半年消费税将对公司盈利继续形成冲击，税基调整到位后，预计明年下半年起消费税对利润的影响将逐渐减弱。

图：五粮液毛利率与净利率



资料来源：群益金鼎证券整理

定增计画有望年底前落地，多方激励最终成型

2017年5月15日，五粮液获证监会批复，核准六个月内非公开发行股票。据公告，总发行数量不超过85,673,285股，预计定增后股本达38.81亿股，新增股本占定增后总股本2.2%。认购对象包括公司高管、员工及优秀经销商等等，相关利益群体与公司利益捆绑更加紧密。预计2017年四季度定增计画靴子落地，公司内部激励将最终成型。

表2：五粮液非公开发行物件及认购数量

序号	认购对象	认购数量（股）
1	国泰君安员工持股1号-宜宾五粮液第1期员工持股计划定向资产管理计划	23,728,280
2	国泰君安君享五粮液1号集合资产管理计划	19,414,047
3	泰康资产管理有限公司	24,100,877
4	华安基金管理有限公司	9,246,418
5	嘉兴凯联艾瑞投资合伙企业（有限合伙）	9,183,663
合计		85,673,285

资料来源：公司公告

2014-2016年，贵州茅台与宜宾五粮液两家，收入和利润市场占有率约占整个行业10%和30%，19家上市公司整体收入和利润占比分别约20%和50%。可以看出，少数公司获得行业大部分利润。

表3：2014-2016年白酒行业上市公司收入及利润市占率

收入市占率	2014	2015	2016
茅台	6.0%	5.9%	6.3%
五粮液	4.0%	3.9%	4.0%
茅台+五粮液	10.0%	9.8%	10.4%
剔除茅五上市公司	10.4%	10.7%	10.7%
全部上市公司	20.5%	20.6%	21.3%
利润市占率	2014	2015	2016
茅台	22.0%	21.3%	21.0%
五粮液	8.4%	8.5%	8.5%
茅台+五粮液	30%	30%	29%
剔除茅五上市公司	11.9%	15.3%	16.0%
全部上市公司	43.9%	46.8%	47.4%

资料来源：群益金鼎证券整理

对标茅台，五粮液竞争优劣势

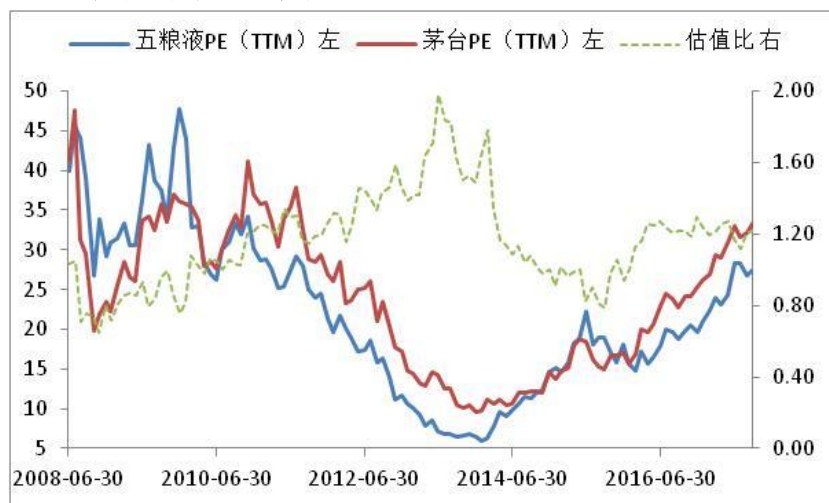
同为高端白酒龙头品牌，2010年起五粮液与贵州茅台之间估值差距逐渐扩

经营混乱拉开业绩差距，管理战略变化初见成效

大，在大众消费崛起带来白酒行业新一轮复苏的市场行情中，两家酒企估值差距又逐渐拉开。业绩方面，2012 年限制三公消费后，五粮液业绩受到明显冲击，而贵州茅台成功保持业绩增长并维持超 90%的毛利率，同期五粮液毛利率维持在 70%。

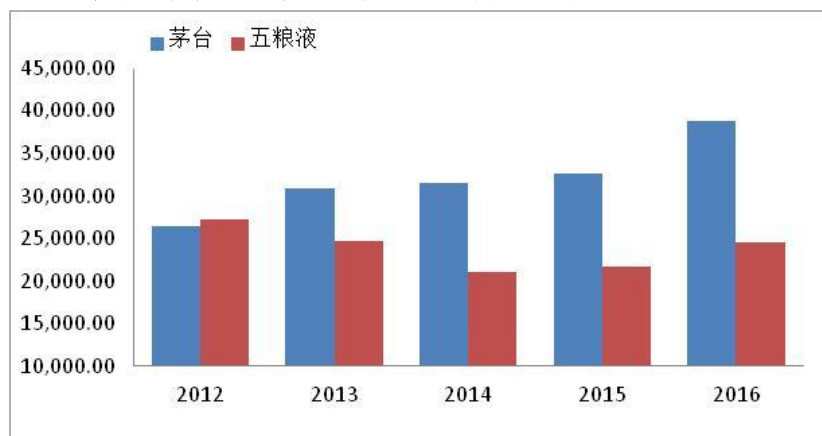
除去市场因素，公司管理战略拉开差距的主要原因在于：首先，与贵州茅台相比，五粮液产品结构不清晰，公司持有大量不同品牌，生产力量分散，导致核心品牌竞争力削弱；其次，管道采用大商制，区别对待大小经销商，出现管道价格倒挂现象，挫伤经销商积极性，管道下沉困难。目前，公司在品牌价值重塑和管道方面战略有较大变化，已呈现初步效果，管道价格倒挂问题得以结局，经销商信心正在逐渐恢复，品牌认可度有所提高。

图：五粮液与贵州茅台估值比



资料来源：群益金鼎证券整理

图：五粮液与贵州茅台收入规模对比 (单位：百万元)

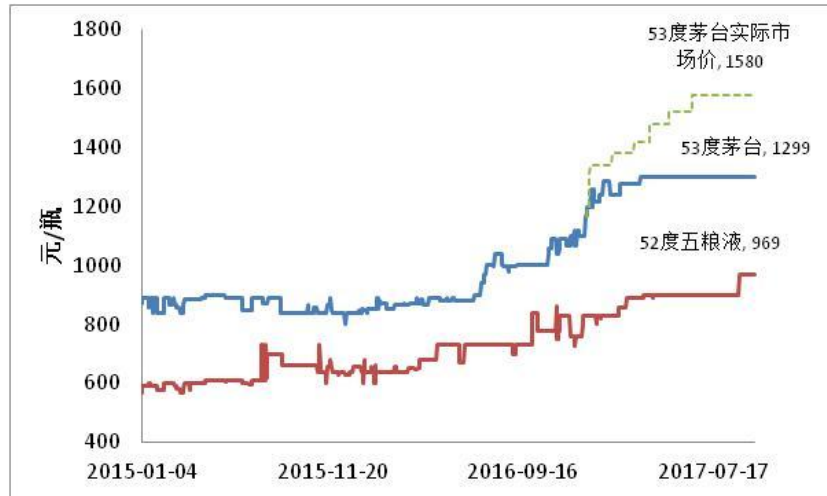


资料来源：群益金鼎证券整理

茅五价差带来发展机会

尽管贵州茅台在高端白酒市场占绝对优势，由于原材料和工艺要求严苛，对产量形成严重限制，预计未来几年茅台酒年产量将保持平稳，难以满足大众消费需要，今年年初起市场已出现明显的缺货现象，实际市场价远高于建议零售价。目前茅台酒官网显示库存为 0，近期补库存后也将采取限购措施。“有价无市”成为茅台市场常见现象。五粮液与茅台之间的价差带来良好的替代效应，结合高端白酒保持高景气度、茅台高价缺货等情况，公司业绩有望从中获得较大提升。

图：普五、普茅零售价格



资料来源：群益金鼎证券整理

备注：53度茅台实际市场价为据市场情况预计值，另外，部分地区五粮液实际市场价格略低于建议零售价，为方便比较，以建议零售价为准。

盈利预测

综合行业景气度高以及茅台缺货带来的替代效应，我们认为，2017、2018年公司业绩将有较大增幅，预计公司2017、2018年将实现净利润86.03亿元和104.99亿元，分别同比增长26.8%和增长22.05%，对应的EPS为2.27元和2.77元，分别予以24.5倍和20.5倍PE，维持买入评级。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	24719	21011	21659	24544	29978	35004
经营成本	6610	5772	6672	7314	8394	9626
营业税金及附加	1849	1517	1785	1941	3165	3043
销售费用	3382	4309	3568	4695	5364	6545
管理费用	2264	2047	2129	2144	2099	2451
财务费用	-827	-658	-732	-766	-1002	-1179
资产减值损失	5	6	26	12	1	0
投资收益	4	14	34	33	33	33
营业利润	11432	8032	8246	9237	11979	14518
营业外收入	66	60	66	119	106	80
营业外支出	251	76	25	19	24	16
利润总额	11247	8016	8287	9337	12061	14582
所得税	2925	1958	1877	2281	3073	3646
少数股东损益	349	223	234	272	386	437
归属于母公司所有者的净利润	7973	5835	6176	6785	8603	10499

附二: 合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	25763	22382	26374	34666	43477	55199
应收账款	75	123	107	108	111	114
存货	6886	8091	8701	9257	9443	9631
流动资产合计	36942	38500	44597	54505	62680	68948
长期股权投资	121	868	902	795	874	962
固定资产	5882	5676	5348	5431	5648	5874
在建工程	223	385	555	293	305	317
非流动资产合计	7187	7909	7949	7670	8437	9281
资产总计	44130	46409	52547	62174	71117	78229
流动负债合计	7043	5925	7968	13688	13140	12615
非流动负债合计	68	151	234	281	4863	1890
负债合计	7110	6076	8201	13969	18003	14505
少数股东权益	927	903	1016	1129	1231	1342
股东权益合计	36093	39430	43329	47077	51883	62383

负债及股东权益合计	11572	13496	20849	28674	36906	45248
-----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	1459	795	6691	11697	11991	14002
投资活动产生的现金流量净额	-321.88	-1186.5	-394.2	-161.26	-102	-202
筹资活动产生的现金流量净额	-3219	-2989.3	-2355	-3193.9	-3078	-2078
现金及现金等价物净增加额	-2082	-3381	3942	8342	8811	11722

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。