

2017年11月06日

公司研究

评级：买入（维持）

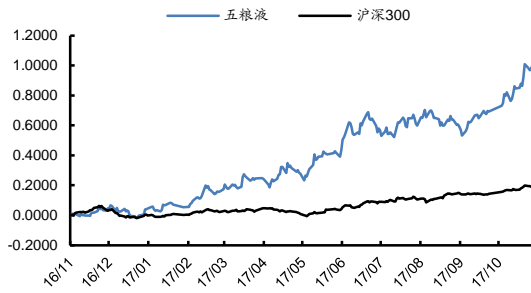
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
证券分析师：陈鹏 S0350517070001
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

管理层务实进取，顺价促进正循环

——五粮液（000858）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
五粮液	19.3	26.3	103.5
沪深300	4.1	7.7	19.0

市场数据 2017-11-03

当前价格(元)	68.33
52周价格区间(元)	32.97 - 69.28
总市值(百万)	259378.41
流通市值(百万)	259363.66
总股本(万股)	379596.67
流通股(万股)	379575.09
日均成交额(百万)	1092.57
近一月换手(%)	12.52

相关报告

《五粮液（000858）三季报点评：动销情况较好，业绩超出预期》——2017-10-27

《五粮液（000858）中报点评：业绩超预期，一批价稳步上升》——2017-08-29

《五粮液（000858）2016年年报点评：公司基本面不断向好，新董事长有望加速改革》——2017-03-31

《五粮液（000858）事件点评：定增方案获证监会通过，混改有望提升长期效率》——2016-12-15

投资要点：

- 系列酒贡献度提升：**公司前三季度实现营业收入219.78亿元，同比增长24.17%，其中Q3单季度实现营业收入63.56亿元，同比增长43.02%，增速环比提升明显。2017年系列酒贡献度明显提高，Q3延续高增长，成为销量增量的主要贡献之一。公司在董事会报告中明确提出，十三五期间系列酒要培育出一个20亿元、两到三个10亿元、5-10个过亿元品牌。目前来看五粮春有望成为20亿元以上单品，五粮特头曲、五粮醇有望成为10亿元产品，以永不分裂、五谷春为代表的已并购品牌，有望成为过亿元品牌。
- 顺价带动良性发展：**2016年底，茅台价格上涨，公司低价库存逐步消化，五粮液一批价稳步上升，目前五粮液价格倒挂问题已经得到解决。目前普五全国各地市场终端零售指导价均为969元，终端价半年时间涨140元，渠道利润得到优化，提振了五粮液经销商和终端的信心，对五粮液高端品牌形象的稳定起到重要作用。目前普五的价格体系已进入正向循环，茅台未来2-3年供需紧平衡背景下批价下行空间有限，有助于未来普五价格的稳步提升，同时，在茅台紧缺情况下普五首先受益。公司目前已经成功实现顺价销售，渠道积极性大幅提升，未来有望继续保持量价齐升的态势。
- 推行品牌聚焦策略：**为解决公司以前品牌多、焦点模糊的问题，五粮液清理了系列酒的品牌数量，构建起“1+3+5”的品牌聚焦战略，“1”即为高端主品牌普五，“3”即为1618、交杯酒、低度五粮液，“5”即为五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄、六和液，价位为几十到300多元不等。随着白酒行业回暖，公司普五的量价策略较为成功，一方面公司逐步解决了渠道库存高、价格倒挂等问题；另一方面，在不断提高出厂价的背景下，销量并未有很大影响，预计仍将保持较好增长。2017上半年，1618及交杯酒销量增长较快，同时1618、交杯酒出厂价上涨10%-15%。同时，以五粮春、五粮醇、绵柔尖庄、特头曲、六和液为核心的系列酒2018年收入规模有望接近100亿元。
- 混改激发经营活力：**2015年10月30日，五粮液发布非公开发行预案，经过调整后公司拟以21.64元/股向公司员工持股计划等5名特定对象非公开发行不超过8567万股，募集资金总额不超过18.54亿

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

元用于信息化建设等项目的建设。定增项目于 2017 年 5 月 16 日通过证监会核准批复，目前仍在推进中。根据定增方案，管理层的员工持股计划拟认购不超过 2373 万股，经销商的资产管理计划拟认购不超过 1941 万股。通过实施员工持股计划，实现员工利益与公司长远发展紧密结合，能够激发内部活力，同时公司分红动力加大，业绩诉求加强，同时经销商和公司利益绑定，提升经销商忠诚度。

- **投资建议：**基于审慎性考虑，在定增没有完成前，暂不考虑其对公司业绩和股本的影响，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.24 元、2.75 元、3.31 元，对应当前股价 PE 分别为 30X、25X、21X。五粮液是茅台批价上涨最受益品牌，一批价稳步上行，新管理层求真务实，混改激发经营活力，内外双重改善带来业绩加速增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；定增实施的不确定性；食品安全事件；限制三公消费力度加大

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	24543.79	28815.03	33535.69	38666.05
增长率(%)	13.32%	17.40%	16.38%	15.30%
净利润（百万元）	6784.53	8520.43	10442.49	12550.89
增长率(%)	9.85%	25.59%	22.56%	20.19%
摊薄每股收益（元）	1.79	2.24	2.75	3.31
ROE(%)	14.66%	16.87%	18.79%	20.33%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 五粮液盈利预测表 (暂不考虑定增对公司业绩和股本的影响)

证券代码:	000858.SZ				股价:	68.33				投资评级:	买入				日期:	2017-11-03			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
盈利能力					每股指标														
ROE	14.66%	16.87%	18.79%	20.33%	EPS	1.79	2.24	2.75	3.31										
毛利率	70.20%	71.00%	71.80%	72.20%	BVPS	12.70	13.90	15.38	17.15										
期间费率	24.74%	22.48%	21.11%	19.68%	估值														
销售净利率	27.64%	29.57%	31.14%	32.46%	P/E	38.23	30.44	24.84	20.67										
成长能力					P/B	5.38	4.91	4.44	3.98										
收入增长率	13.32%	17.40%	16.38%	15.30%	P/S	10.57	9.00	7.73	6.71										
利润增长率	9.85%	25.59%	22.56%	20.19%															
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E										
总资产周转率	0.43	0.44	0.46	0.48	营业收入	24543.79	28815.03	33535.69	38666.05										
应收账款周转率	228.68	246.13	245.14	244.08	营业成本	7314.25	8356.36	9457.07	10749.16										
存货周转率	0.81	0.84	0.84	0.84	营业税金及附加	1941.17	2278.99	2652.35	3058.11										
偿债能力					销售费用	4694.55	5042.63	5533.39	5799.91										
资产负债率	0.22	0.23	0.23	0.23	管理费用	2143.70	2161.13	2347.50	2706.62										
流动比	3.98	3.96	3.98	4.03	财务费用	-765.86	-726.47	-802.29	-897.19										
速动比	3.31	3.27	3.29	3.32	其他费用/(-收入)	573.44	575.93	602.13	628.33										
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	9237.21	11695.20	14340.49	17242.24										
现金及现金等价物	34665.92	37981.42	42247.95	47471.06	营业外净收支	100.20	31.28	31.28	31.28										
应收款项	9686.80	11372.55	13235.67	15260.49	利润总额	9337.41	11726.49	14371.77	17273.53										
存货净额	9257.37	10576.32	11969.45	13604.80	所得税费用	2280.65	2864.17	3510.28	4219.03										
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	7056.77	8862.31	10861.49	13054.50										
流动资产合计	54504.54	60866.72	68433.99	77369.19	少数股东损益	272.23	341.89	419.01	503.61										
固定资产	5431.09	5309.04	5178.91	5033.58	归属于母公司净利润	6784.53	8520.43	10442.49	12550.89										
在建工程	292.88	300.00	300.00	300.00	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E										
无形资产及其他	402.45	396.45	389.45	381.45	经营活动现金流	11100.09	7310.38	9153.44	11076.82										
长期股权投资	794.64	794.64	794.64	794.64	净利润	7056.77	8862.31	10861.49	13054.50										
资产总计	62174.41	68415.65	75835.80	84597.67	少数股东权益	1129.13	1471.02	1890.02	2393.63										
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	折旧摊销	573.44	575.93	602.13	628.33										
应付款项	2498.76	2854.78	3230.81	3672.23	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00										
预收帐款	6298.68	7394.81	8606.27	9922.88	营运资金变动	4310.38	-1377.31	-1483.80	-1684.74										
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-378.16	-430.91	-430.91	-430.91										
流动负债合计	13687.89	15357.25	17174.19	19201.55	资本支出	-335.68	-400.00	-400.00	-400.00										
长期借款及应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	长期投资	-87.45	-55.00	-55.00	-55.00										
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-76.46	0.00	0.00	0.00										
长期负债合计	280.66	280.66	280.66	280.66	筹资活动现金流	-2650.45	-3563.96	-4456.00	-5422.79										
负债合计	13968.55	15637.91	17454.85	19482.21	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00										
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97	权益融资	0.05	0.05	0.05	0.05										
股东权益	48205.86	52777.74	58380.95	65115.46	其它	0.00	0.00	0.00	0.00										
负债和股东权益总计	62174.41	68415.65	75835.80	84597.67	现金净增加额	8071.47	3315.50	4266.53	5223.11										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。