

## 提价彰显信心, 看好明年量价齐升

### 投资要点

- **事件:** 据近期媒体报道, 五粮液再次提价, 新品五粮液零售价格调整至 1099 元, 供货价格 939 元, 五粮液 1618 零售价调整至 1199 元, 供货价格 969 元, 交杯牌五粮液零售价调整至 1399 元。
- **年内三次提价重回千元, 五粮液彰显信心。** 今年五粮液主要任务是对核心产品普五的控量挺价, 在减量 20% 的基础上, 通过发货节奏控制实现数次提价, 终端指导价格从 2017 年 2 月初的 829 元/瓶调整至目前的 1099 元/瓶, 累积上涨 270 元/瓶。茅台终端价突破 1500 元, 与五粮液价差不断扩大。五粮液多番提价旨在追赶茅台, 同时拉开与国窖等竞争对手差距, 巩固一线高端白酒地位。此次提价后, 五粮液将重回千元价格带, 彰显公司信心。目前普五一批价稳定在 800-820 元左右, 终端零售价稳步提升, 渠道已实现顺价, 经销商利润恢复至合理水平。五粮液批价的提升将有效激发经销商积极性和渠道动力, 进一步增强品牌实力。
- **明年普五有望放量, 看好业绩量价齐升。** 公司今年已全面理顺产品价格体系, 同时在营销端发力, 扩大招商, 增加专卖店, 推动渠道下沉和精细化运营。公司在新帅铁腕治理下已基本解决困扰已久的渠道和价格问题, 明年将开启新的征程。据秋糖会公开交流反馈, 公司明年有望增加普五投放量, 从而打消市场对公司无法放量的担忧。明年高端白酒依旧景气, 我们看好公司业绩量价齐升。
- **白酒基本面无忧, 情绪面造成短期回调, 坚定长期持有。** 近日在茅台股价回落和资金获利了结影响下, 白酒板块出现了较大幅度的回调。我们认为此轮回调更多是情绪面上的宣泄, 与基本面无关。目前从渠道库存、终端价格表现看, 白酒行业依旧处于一个良性运行状态。我们继续看好白酒板块的投资机会, 短期的回调给了重新上车时机。高端白酒增长确定性高, 五粮液业绩改善预期高, 看好明年业绩估值双提升, 坚定长期持有。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 2.44 元、3.14 元、3.82 元, 未来三年将保持 28.8% 的复合增长率, 对应 17-19 年 PE 分别为 27 倍、21 倍和 17 倍, 给予公司 2018 年 25 倍估值, 对应目标价 78.5 元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 高端白酒景气度下行; 明年量价表现或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	24543.79	29803.45	36495.99	43444.80
增长率	13.32%	21.43%	22.46%	19.04%
归属母公司净利润(百万元)	6784.53	9248.31	11932.20	14493.75
增长率	9.85%	36.31%	29.02%	21.47%
每股收益 EPS(元)	1.79	2.44	3.14	3.82
净资产收益率 ROE	14.64%	17.67%	19.92%	21.09%
PE	37	27	21	17
PB	5.14	4.56	3.99	3.48

数据来源: Wind, 西南证券

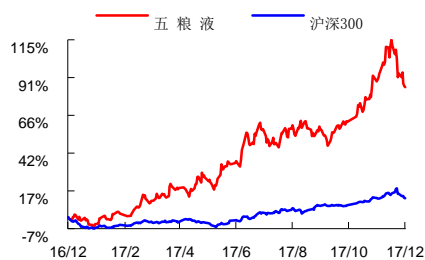
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	37.96
流通 A 股(亿股)	37.96
52 周内股价区间(元)	33.85-76.2
总市值(亿元)	2,478.77
总资产(亿元)	660.83
每股净资产(元)	13.34

### 相关研究

1. 五粮液(000858): 业绩稳中有进, 期待加速增长 (2017-03-31)
2. 五粮液(000858): 深度调整已显成效, 混改落地助添动力 (2017-01-13)

## 关键假设

- 1、假设白酒行业持续复苏，高端白酒景气度高，茅台终端价能稳定在 1500 元/瓶，并有稳步上行趋势。
- 2、假设公司核心产品普五在 2018 年终端价继续上行，恢复至千元价格带，同时量能有 20% 增长；
- 3、假设公司未来三年系列酒业务能保持快速增长。

**表 1：五粮液各类产品收入整体预测表（百万元）**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	24544	29803	36496	43445
yoy	13.3%	21.4%	22.5%	19.0%
营业成本	7314	8539	9978	11491
毛利率	70.2%	71.3%	72.7%	73.6%
<b>酒类业务合计</b>				
营业收入	22705	27942	34610	41532
yoy	11.6%	23.1%	23.9%	20.0%
营业成本	5586	6844	8262	9752
毛利率	75.4%	75.5%	76.1%	76.5%
<b>塑料制品</b>				
营业收入	1572	1572	1572	1572
yoy	54.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	1513	1446	1446	1446
毛利率	3.7%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>印刷</b>				
营业收入	46	46	46	46
yoy	-12.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	38	39	39	39
毛利率	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>玻璃瓶</b>				
收入	47	51	56	62
yoy	36.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	41	46	51	56
毛利率	11.7%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>其他</b>				
收入	175	192	211	232
yoy	-14.9%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	148	163	180	197
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	24543.79	29803.45	36495.99	43444.80	净利润	7056.77	9613.63	12377.81	15019.43
营业成本	7314.25	8539.14	9977.53	11490.95	折旧与摊销	573.44	635.75	645.02	650.10
营业税金及附加	1941.17	2980.35	3649.60	4344.48	财务费用	-765.86	-894.10	-1021.89	-1173.01
销售费用	4694.55	4321.50	4926.96	5865.05	资产减值损失	12.20	12.00	10.00	10.00
管理费用	2143.70	2265.06	2737.20	3214.92	经营营运资本变动	4072.36	-1479.02	-135.78	-247.64
财务费用	-765.86	-894.10	-1021.89	-1173.01	其他	747.86	-100.07	-40.00	-40.00
资产减值损失	12.20	12.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>11696.76</b>	<b>7788.19</b>	<b>11835.16</b>	<b>14218.88</b>
投资收益	33.43	30.00	30.00	30.00	资本支出	175.52	-200.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-336.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-161.26</b>	<b>-200.00</b>	<b>-100.00</b>	<b>-110.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>9237.21</b>	<b>12609.51</b>	<b>16246.59</b>	<b>19722.41</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	100.20	40.00	40.00	40.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>9337.41</b>	<b>12649.51</b>	<b>16286.59</b>	<b>19762.41</b>	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	2280.65	3035.88	3908.78	4742.98	支付股利	-3036.77	-3426.19	-4624.16	-5966.10
净利润	7056.77	9613.63	12377.81	15019.43	其他	-157.21	924.10	1041.89	1193.01
少数股东损益	272.23	365.32	445.60	525.68	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-3193.93</b>	<b>-2502.09</b>	<b>-3582.27</b>	<b>-4773.09</b>
归属母公司股东净利润	6784.53	9248.31	11932.20	14493.75	<b>现金流量净额</b>	<b>8341.73</b>	<b>5086.10</b>	<b>8152.90</b>	<b>9335.79</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	34665.92	39752.02	47904.91	57240.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	9977.23	11867.55	14129.52	16362.46	销售收入增长率	13.32%	21.43%	22.46%	19.04%
存货	9257.37	11100.88	12471.91	13789.14	营业利润增长率	12.02%	36.51%	28.84%	21.39%
其他流动资产	604.02	733.46	898.16	1069.17	净利润增长率	10.08%	36.23%	28.75%	21.34%
长期股权投资	794.64	794.64	794.64	794.64	EBITDA 增长率	11.21%	36.56%	28.49%	20.98%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5723.97	5313.50	4793.75	4278.93	毛利率	70.20%	71.35%	72.66%	73.55%
无形资产和开发支出	404.07	391.38	378.69	366.01	三费率	24.74%	19.10%	18.20%	18.20%
其他非流动资产	747.19	764.59	782.00	799.40	净利率	28.75%	32.26%	33.92%	34.57%
<b>资产总计</b>	<b>62174.41</b>	<b>70718.01</b>	<b>82153.60</b>	<b>94700.47</b>	ROE	14.64%	17.67%	19.92%	21.09%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.35%	13.59%	15.07%	15.86%
应付和预收款项	12163.26	14234.10	17596.21	20754.28	ROIC	44.85%	70.30%	89.01%	111.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	36.85%	41.44%	43.48%	44.19%
其他负债	1805.29	2090.61	2410.44	2745.91	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>13968.55</b>	<b>16324.72</b>	<b>20006.65</b>	<b>23500.19</b>	总资产周转率	0.43	0.45	0.48	0.49
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97	固定资产周转率	4.55	5.68	7.53	10.02
资本公积	953.26	953.26	953.26	953.26	应收账款周转率	228.68	237.27	231.87	231.86
留存收益	42327.51	48149.63	55457.68	63985.33	存货周转率	0.81	0.84	0.85	0.88
归属母公司股东权益	47076.73	52898.85	60206.90	68734.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	134.64%	—	—	—
少数股东权益	1129.13	1494.45	1940.05	2465.73	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>48205.86</b>	<b>54393.30</b>	<b>62146.95</b>	<b>71200.28</b>	资产负债率	22.47%	23.08%	24.35%	24.82%
负债和股东权益合计	62174.41	70718.01	82153.60	94700.47	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.98	3.96	3.83	3.82
					速动比率	3.31	3.27	3.20	3.23
					股利支付率	44.76%	37.05%	38.75%	41.16%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.79	2.44	3.14	3.82
					每股净资产	12.70	14.33	16.37	18.76
					每股经营现金	3.08	2.05	3.12	3.75
					每股股利	0.80	0.90	1.22	1.57
业绩和估值指标									
EBITDA	9044.79	12351.16	15869.72	19199.50					
PE	36.54	26.80	20.77	17.10					
PB	5.14	4.56	3.99	3.48					
PS	10.10	8.32	6.79	5.71					
EV/EBITDA	23.50	16.80	12.56	9.89					
股息率	1.23%	1.38%	1.87%	2.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn