



000858.CH

买入

原评级: 买入

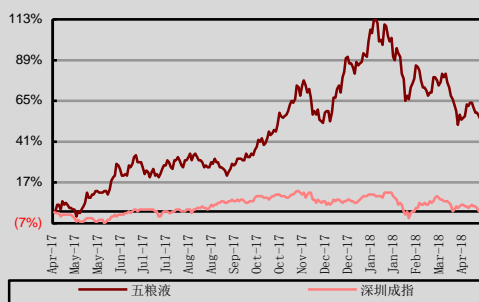
市场价格: 人民币 66.33

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 五粮液定增点评

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.7)	(13.7)	(23.2)	54.3
相对深证成指	(11.5)	(8.6)	(15.9)	53.5

发行股数(百万)	3,882
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	251,773
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,655
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
宜宾市国有资产经营有限公司	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年4月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料

汤玮亮*

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

五粮液

定增终于完成, 再无后顾之忧

五粮液公布非公开发行情况报告暨上市公告书。

支撑评级的要点

- **定增完成之后, 预计员工和经销商积极性将显著提升。**2015年五粮液10月31日公布了非公开发行股票预案, 经过2年多漫长的等待, 终于圆满落地。根据公告, 本次非公开发行股票数量为8,564万股, 发行价格21.64元/股, 其中员工持股计划认购金额5.1亿, 公司现任董事、监事、高级管理人员合计出资3,793万元, 经销商认购4.2亿。定增完成后, 员工利益与公司发展更紧密地捆绑在一起, 特别是认购数额较大的公司高管、中层干部, 参加认购的大商同时具备五粮液经销商和股东的双重身份, 预计积极性都将显著增强, 能够更好地做好市场秩序。
- **我们判断后续改革将进一步推进,**包括: (1) 激励机制继续完善。18年公司计划重点加强营销考核, 构建薪酬体系, 把优秀的全国营销人才吸引到五粮液营销体系中, 子公司的混改也有望看到突破。(2) 公司内部运营成本有较大节约空间, 国改完成后, 公司业绩释放动力加强, 预计系列酒盈利能力可显著提升。
- **18年1季度五粮液季报大概率高增长。**(1) 根据终端调研判断, 1-2月份五粮液实际发货量增幅较大, 经销商平均执行了30%的计划, 虽然3月控货挺价, 但高增长已成定局, 1季度发货量有望高于6,000吨。部分五粮液大商反馈增速不快, 主要由于新增了很多小商, 17年五粮液专卖店新增了400多家, 原有大商的市场被分流。(2) 2018年是新领导上任的第一个完整年度, 业绩释放动力强。(3) 虽然1Q17消费税基数偏低, 不过1Q18可通过提升毛利率、降低期间费用率, 来抵消消费税的影响。(4) 根据四川省国有企业经济效益月度快报, 2018年1-2月五粮液集团利润总额接近34亿元, 增54.9%。
- **展望未来2年, 五粮液经营周期继续向上。**17年3月上台的新董事长锐意进取, 持续推进内部改革。过去2年普五价格持续上涨, 经销商信心增强, 顺价背景下渠道正处于扩张期, 增长的确定性高。五粮液过去2年做了很多渠道的基础工作, 推动大商体系向中小经销商转型, 有助于激发渠道动力, 并降低管控的难度。综合考虑以上几点, 五粮液18-19年业绩有望保持30%以上的高增长。

评级面临的主要风险

- 消费税对季度业绩的影响超预期。

估值

- 预计17-18年EPS为2.45、3.38元(最新股本), 同比增40%、38%。当前估值处于低位, 18年PE 20倍左右。维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	21,659	24,544	30,790	40,078	48,094
变动(%)	7	13	25	30	20
净利润(人民币 百万)	6,176	6,785	9,512	13,107	15,998
全面摊薄每股收益(人民币)	1.627	1.748	2.451	3.377	4.122
变动(%)	1.7	7.4	40.2	37.8	22.1
先前预测每股收益(人民币)			2.451	3.138	3.768
调整幅度(%)			0.0	7.6	9.4
全面摊薄市盈率(倍)	40.8	37.9	27.1	19.6	16.1
价格/每股现金流量(倍)	37.1	22.2	31.0	21.4	16.3
每股现金流量(人民币)	1.79	2.98	2.14	3.10	4.07
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.7	24.9	17.6	12.4	9.9
每股股息(人民币)	0.647	0.827	1.470	2.026	2.473
股息率(%)	1.0	1.2	2.2	3.1	3.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	21,659	24,544	30,790	40,078	48,094
销售成本	(8,457)	(9,255)	(12,501)	(16,021)	(18,744)
经营费用	(5,139)	(6,323)	(5,750)	(6,557)	(7,912)
息税折旧前利润	8,064	8,965	12,538	17,500	21,437
折旧及摊销	584	527	408	457	504
经营利润(息税前利润)	7,480	8,438	12,130	17,043	20,933
净利息收入/(费用)	1,464	18	1,855	2,001	2,241
其他收益/(损失)	75	134	134	134	134
税前利润	8,287	8,590	13,192	18,178	22,187
所得税	(1,877)	(2,281)	(3,298)	(4,544)	(5,547)
少数股东权益	(234)	(272)	(382)	(526)	(642)
净利润	6,176	6,785	9,512	13,107	15,998
核心净利润	6,185	6,785	9,512	13,107	15,998
每股收益(人民币)	1.627	1.748	2.451	3.377	4.122
核心每股收益(人民币)	1.629	1.748	2.451	3.377	4.122
每股股息(人民币)	0.647	0.827	1.470	2.026	2.473
收入增长(%)	7	13	25	30	20
息税前利润增长(%)	(6)	13	44	41	23
息税折旧前利润增长(%)	(2)	11	40	40	22
每股收益增长(%)	2	7	40	38	22
核心每股收益增长(%)	2	7	40	38	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	8,287	8,590	13,192	18,178	22,187
折旧与摊销	584	527	408	457	504
净利息费用	(732)	(18)	(928)	(1,001)	(1,120)
运营资本变动	(1,280)	(914)	(2,470)	(3,673)	(3,170)
税金	(2,346)	(2,077)	(4,061)	(5,596)	(6,831)
其他经营现金流	2,278	5,474	2,152	3,680	4,237
经营活动产生的现金流	6,792	11,581	8,292	12,045	15,808
购买固定资产净值	(395)	(307)	(400)	(400)	(400)
投资减少/增加	207	49	33	33	33
其他投资现金流	154	64	(198)	(216)	(230)
投资活动产生的现金流	(34)	(194)	(564)	(583)	(597)
净增权益	0	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	2,149	3,329	0	0	0
支付股息	(2,457)	(3,212)	(5,707)	(7,864)	(9,599)
其他融资现金流	(2,457)	(3,212)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(2,766)	(3,095)	(5,707)	(7,864)	(9,599)
现金变动	3,992	8,292	2,021	3,598	5,612
期初现金	22,382	26,374	34,666	36,687	40,284
公司自由现金流	6,758	11,387	7,728	11,462	15,211
权益自由现金流	8,175	13,950	6,801	10,461	14,091

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	27,105	35,542	37,785	41,714	47,612
应收帐款	8,792	9,706	12,176	15,849	19,018
库存	8,701	9,257	9,719	9,982	10,530
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	44,597	54,505	59,679	67,545	77,161
固定资产	5,904	5,726	5,953	6,204	6,422
无形资产	412	402	382	362	342
其他长期资产	1,633	1,541	1,434	1,327	1,219
长期资产总计	7,949	7,669	7,770	7,893	7,983
总资产	52,547	62,174	67,449	75,438	85,144
应付帐款	1,264	2,499	3,030	3,556	4,103
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,703	11,189	11,880	13,775	16,150
流动负债总计	7,968	13,688	14,909	17,332	20,254
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	234	281	327	374	421
股本	43,329	47,077	50,882	56,125	62,524
储备	0	0	0	0	0
股东权益	43,329	47,077	50,882	56,125	62,524
少数股东权益	1,016	1,129	1,330	1,607	1,945
总负债及权益	52,547	62,174	67,449	75,438	85,144
每股帐面价值(人民币)	11.41	12.13	13.11	14.46	16.11
每股有形资产(人民币)	11.31	12.02	13.01	14.37	16.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.95)	(8.93)	(9.45)	(10.38)	(11.82)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.2	36.5	40.7	43.7	44.6
息税前利润率(%)	34.5	34.4	39.4	42.5	43.5
税前利润率(%)	38.3	35.0	42.8	45.4	46.1
净利率(%)	28.5	27.6	30.9	32.7	33.3
流动性					
流动比率(倍)	5.6	4.0	4.0	3.9	3.8
利息覆盖率(倍)	(10.3)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	59.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	4.5	3.3	3.4	3.3	3.3
估值					
市盈率(倍)	40.8	37.9	27.1	19.6	16.1
核心业务市盈率(倍)	40.7	37.9	27.1	19.6	16.1
目标价对应核心业务市盈	55.2	51.5	36.7	26.7	21.8
市净率(倍)	5.8	5.5	5.1	4.6	4.1
价格/现金流(倍)	37.1	22.2	31.0	21.4	16.3
企业价值/息税折旧前利	28.7	24.9	17.6	12.4	9.9
周转率					
存货周转天数	73.3	n.a.	112.5	89.7	77.8
应收帐款周转天数	74.1	n.a.	129.7	127.6	132.3
应付帐款周转天数	10.7	n.a.	32.8	30.0	29.1
回报率					
股息支付率(%)	39.8	47.3	60.0	60.0	60.0
净资产收益率(%)	28.5	n.a.	19.4	24.5	27.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371