

定增落地，改革无忧

——五粮液（000858）事件点评

2018年04月19日

推荐/维持

五粮液

事件点评

事件：

2018年4月19日，公司发布非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书，以21.64元/股，向国泰君安员工持股1号-宜宾五粮液第1期员工持股计划定向资产管理计划、国泰君安君享五粮液1号集合资产管理计划、泰康资产管理有限责任公司、华安基金管理有限公司、嘉兴凯联艾瑞投资合伙企业（有限合伙）发行8564万股，共计募集资金总额18.53亿元，募集资金净额18.15亿元。新增股份于2018年4月20日在深圳证券交易所上市。

主要观点：

1. 发行方案历经波折终落地，募投营销支持公司渠道转型

公司2013年筹划“混改”，2015年10月发布非公开发行暨员工持股计划预案，2017年5月拿到证监会核准批文，由于白酒行业快速发展导致公司当时股价比非公开发行价格高出很多，公司在批文到期后于2017年11月又换发批文延期6个月执行，发行价格和锁定期都按原方案执行不变。募集资金主要用于信息化建设、营销中心建设和服务型电子商务平台建设，支持公司渠道转型。

2. 定增绑定利益，锁定3年彰显各方对发展信心

国泰君安资管计划由五粮液第1期员工持股计划出资认购2370万股（占比28%），参加对象为公司董事、监事、高级管理人员和公司其他员工，君享五粮液1号由经销商出资认购1941万股（占比23%），以及泰康资产、华安基金和凯联艾瑞作为战略投资者认购，锁定3年。通过员工持股计划，使员工利益与公司绑定，提高员工的凝聚力和积极性，激发管理团队活力，增进企业效率；通过经销商持股计划，深度绑定渠道和公司利益，有助于公司渠道的稳定以及新市场的开拓；引入战略投资者，完善公司股权结构和治理结构，建立高效的决策体系。彰显了各方对公司发展的信心。

3. “曙光中国”改革成果初现，公司业绩加速上升，核心竞争力逐步凸显

新任领导层作风务实，通过品牌梳理使得品牌结构清晰、产品线简约，聚焦五粮液“1+3”和五粮系“4+4”的双轮驱动，有效提升了品牌力。扩大渠道价差，渠道利润回升，经销商销售积极性提高，客户回流现象明显，五粮液混改充分理顺激励机制、释放企业活力，提升渠道掌控力。

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

范堃基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

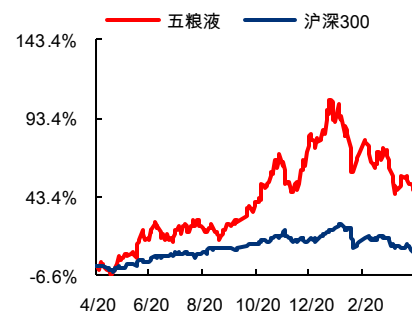
执业证书编号：

S1480517070001

交易数据

52周股价区间（元）	66.33-43.88
总市值（亿元）	2517.86
流通市值（亿元）	2517.72
总股本/流通A股（万股）	388161/379577
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.73

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《五粮液（000858）：策马扬鞭，五粮液“大坝”理论看市值成长空间》2018-04-13
- 2、《五粮液（000858）半年报点评：消费税从严征收不影响业绩核心》2017-08-29
- 3、《五粮液（000858）：看好五粮液价格持续回升》2016-03-30
- 4、《五粮液（000858）：混改大幕正式拉开》2015-11-02

4. “大坝”理论：渠道力和品牌力是未来五粮液市值提升的核心因素增加

品牌力提升和渠道力提升，是公司亟待解决的两大问题。根据东兴“大坝”理论，渠道力和品牌力就像大坝上的两个闸门，水库的水位比作五粮液的市值。随着公司对渠道和品牌建设的不断加强，闸门越开越大。五粮液自身的潜力势能转化为动能流入水库，公司的市值和业绩不断增长。

5. 批价和渠道短期扰动不影响公司长期发展

今年 3 月糖酒会期间针对五粮液批价不坚挺以及大商对绕过大商开发小商的负面反馈，导致公司股价下跌较多。公司针对这些问题也在采取控货逐渐挺价和积极协调大商和小商的关系来改善现状，保证经销商的利益的前提下进一步推动改革的进行。我们认为公司改革过程中难免出现坎坷和波折，但是长期来看公司治理向好，基本面无忧。

结论：

我们预计 2017 年—2019 年营业收入分别为 308 亿元、407 亿元、511 亿元，增速分别为 25.4%、32.2%、25.6%。归母净利润分别为 93 亿元、125.1 亿元、163 亿元，增速分别为 37.1%、34.5%、30.3%。摊薄前 EPS 分别为 2.45 元 3.30 元、4.29 元，增发摊薄后 EPS 分别为 2.4 元 3.22 元、4.2 元。当前估值水平对应公司未来的成长性偏低，未来加速增长理应享受更高估值。维持前期目标价 99 元。

风险提示：食品安全风险；白酒行业政策风险；业绩增速不达预期的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	44597	54505	66840	87158	108631	营业收入	21659	24544	30784	40684	51097
货币资金	26374	34666	43480	57462	72170	营业成本	6672	7314	8624	10537	12628
应收账款	107	108	135	179	224	营业税金及附加	1785	1941	3525	5696	7154
其他应收款	19	19	24	31	39	营业费用	3568	4695	3386	3865	4806
预付款项	332	272	272	272	272	管理费用	2129	2144	2687	3552	4416
存货	8701	9257	10915	13337	15983	财务费用	-732	-766	-182	-140	-315
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	25.80	12.20	10.00	5.00	5.00
非流动资产合计	7949	7670	6948	6228	5508	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	902	795	795	795	795	投资净收益	34.14	33.43	30.00	14.00	14.00
固定资产	5348	5431	5044	4364	3684	营业利润	8246	9237	12764	17183	22418
无形资产	412	402	362	322	282	营业外收入	66.16	118.91	50.00	60.00	60.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	24.90	18.72	19.00	19.00	19.00
资产总计	52547	62174	73708	93306	114059	利润总额	8287	9337	12795	17224	22459
流动负债合计	7968	13688	15332	17605	20355	所得税	1877	2281	3125	4207	5485
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	6410	7057	9669	13017	16973
应付账款	1058	2171	2525	3085	3697	少数股东损益	234	272	365	508	678
预收款项	1994	6299	7530	9157	11201	归属母公司净利润	6176	6785	9304	12509	16295
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	8497	9388	13302	17763	22823
非流动负债合计	234	281	153	153	153	EPS (元)	1.63	1.79	2.40	3.22	4.20
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	8201	13969	15485	17758	20508	成长能力					
少数股东权益	1016	1129	1494	2002	2680	营业收入增长	3.08%	13.32%	25.42%	32.16%	25.60%
实收资本(或股	3796	3796	3882	3882	3882	营业利润增长	2.66%	12.02%	38.18%	34.62%	30.47%
资本公积	953	953	953	953	953	归属于母公司净利润	37.14%	9.85%	37.14%	34.44%	30.27%
未分配利润	30407	32975	29878	29453	24316	获利能力					
归属母公司股东	43239	47077	56891	73708	91033	毛利率(%)	69.20%	70.20%	71.99%	74.10%	75.29%
负债和所有者权	52547	62174	73796	93395	114147	净利率(%)	29.60%	28.75%	31.41%	32.00%	33.22%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	11.75%	10.91%	12.62%	13.41%	14.29%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	14.25%	14.41%	16.35%	16.97%	17.90%
经营活动现金流	6691	11697	12610	13651	14851	偿债能力					
净利润	6410	7057	9669	13017	16973	资产负债率(%)	16%	22%	21%	19%	18%
折旧摊销	983.08	916.48	586.00	599.00	561.00	流动比率	5.60	3.98	4.36	4.95	5.34
财务费用	-732	-766	-951	-1211	-1355	速动比率	4.51	3.31	3.65	4.19	4.55
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.43	0.45	0.49	0.49
投资活动现金流	-394	-161	-480	-291	-291	应收账款周转率	188	229	254	259	254
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	25.40	15.20	13.11	14.50	15.07
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	34	33	30	14	14	每股收益(最新摊薄)	1.63	1.79	2.40	3.22	4.20
筹资活动现金流	-2355	-3194	-2601	-4906	-5361	每股净现金流(最新	1.04	2.20	2.28	2.27	2.73
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	11.41	12.40	14.66	18.99	23.45
长期借款增加	-927	-1003	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	86	82	0	P/E	40.77	37.12	27.67	20.58	15.80
资本公积增加	0	0	0	1772	0	P/B	5.81	5.35	4.53	3.49	2.83
现金净增加额	3942	8342	9529	8454	9199	EV/EBITDA	26.53	23.13	16.09	11.26	8.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。