



000858.CH

买入

原评级: 买入

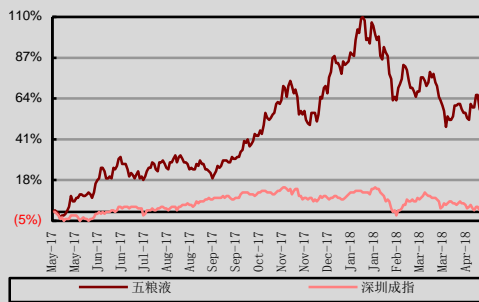
市场价格: 人民币 67.98

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 五粮液 17 年年报及 18 年 1 季报点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(15.6)	(0.7)	(21.7)	50.8
相对深证成指	(8.0)	3.5	(11.1)	49.9

发行股数(百万)	3,882
流通股(%)	98
流通股市值(人民币 百万)	258,037
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,468
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	35

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2018 年 4 月 27 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

## 基本面被误读, 错杀中迎来机会

五粮液公布 17 年报和 18 年 1 季报。2017 年实现营收 302 亿, 同比增长 23%, 净利 97 亿, 同比增 43%, 每股收益 2.49 元。4Q17 营收和净利分别为 82 亿和 27.1 亿, 分别同比增 20%、61%, 每股收益 0.70 元。1Q18 实现营收 139 亿, 同比增长 37%, 净利 50 亿, 同比增 38%, 每股收益 1.28 元。1Q18 期末预收款 58 亿。业绩符合我们的预期。

### 支撑评级的要点

- 17 年收入同比增 23%, 远超年初 10% 的增长目标, 其中高价位酒收入增 23%, 量价齐升。以五粮液酒为主的高价位酒实现营收 214 亿, 同比 23%, 结合量价来看, 五粮液酒需求保持了强劲的增长势头。(1) 17 年初虽然普五经销商计划减量 25%, 不过由于新增了大量的团购商和专卖店, 计划外销量增幅较大, 低度、1618、交杯大幅放量, 因此我们判断五粮液总量增速超过 12%。(2) 由于 17 年普五出厂价提至 739 元, 且 17 年 2 季度开始计划外销售占比大幅提升, 估计普五均价升幅超过 12%, 同时低度和总经销品牌也有提价, 总体价格涨幅接近 10%。考虑到 16 年五粮液未完全顺价, 还有较多返利, 而 17 年顺价后返利基本取消, 因此出厂价实际涨幅更大, 与之对应的是 17 年销售费用同比下降 23%。普五 17 年一批价继续保持了较好的上升势头, 均价 780 元左右, 涨幅 20%。
- 1Q18 收入增长 37%, 再次提速, 预收款维持高位, 一批价环比虽变化不大, 但同比仍有明显上升, 估计五粮液酒和系列酒均实现较快增长。由于节前五粮液酒市场投放量较大, 估计 1Q18 五粮液报表销量增速较快。1Q17 普五出厂价 739 元, 1Q18 虽然计划内价格不变, 但计划外上调至 839 元, 且计划内外占比变为 1:1, 因此实际出厂均价上升 7% 至 789 元。普五 18 年 1 季度一批价 790-820 元, 同比上涨 8% 左右。1Q18 预收款 58 亿, 环比上升 11 亿, 继续维持高位。
- 18 年市场对五粮液有两个担心, 我们认为无需悲观。(1) 部分五粮液大商反映增速不快, 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) 节后控货, 但批价未能上升, 因春节前发货量大, 因此 2-3 月控货, 但 4 月开始又重新向渠道发货, 再加上当前仍处于需求淡季, 因此价格短期起不来是正常现象。
- 1Q18 毛利率上升 2.7pcts, 期间费用率下降 4.8pcts, 有效抵消了消费税率上升的影响, 净利同比增 38%, 净利率维持原有水平。18 年 2-4 季度消费税率的影响将减弱, 预计净利率同比可上升。
- 展望未来 2 年, 五粮液经营周期继续向上。年报提出 2018 年公司力争实现收入增速 26%, 我们判断可超越这个水平。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。定增完成之后, 预计员工和经销商积极性将显著提升, 后续改革将进一步推进。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

- 渠道调研反馈负面消息。

### 估值

- 预计 18-19 年 EPS 为 3.38、4.27 元, 同比增 36%、26%。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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	24,544	30,187	39,246	48,251	57,177
变动(%)	13	23	30	23	19
净利润(人民币 百万)	6,785	9,674	13,121	16,574	20,111
全面摊薄每股收益(人民币)	1.748	2.492	3.380	4.270	5.181
变动(%)	7.4	42.6	35.6	26.3	21.3
先前预测每股收益(人民币)			3.377	4.122	
调整幅度(%)			0.0	3.6	
全面摊薄市盈率(倍)	38.9	27.3	20.1	15.9	13.1
价格/每股现金流量(倍)	22.8	26.9	21.0	15.6	13.0
每股现金流量(人民币)	2.98	2.52	3.24	4.35	5.22
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.6	17.4	12.5	9.5	7.5
每股股息(人民币)	0.827	0.932	1.690	2.135	2.591
股息率(%)	1.2	1.4	2.5	3.1	3.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 18 年 1 季报解读**

(人民币, 百万)	1Q17	1Q18	同比增长(%)	2016	2017	同比增长(%)
营业收入	10,159	13,898	36.8	24,544	30,187	23.0
营业成本	2,993	3,726	24.5	7,314	8,450	15.5
毛利率(%)	70.5	73.2	2.7	70.2	72.0	1.8
毛利	7,165	10,172	42.0	17,230	21,737	26.2
税金及附加	762	1,955	156.5	1,941	3,495	80.0
销售费用	1,096	1,003	(8.5)	4,695	3,625	(22.8)
管理费用	584	595	1.9	2,144	2,269	5.8
财务费用	(217)	(264)	(21.9)	(766)	(891)	(16.3)
资产减值损失	0	0	(100.0)	12	6	(53.9)
公允价值变动收益	0	0	0.0	0	0	-
投资收益	0	0	0.0	33	68	104.0
营业利润	4,940	6,894	39.6	9,237	13,375	44.8
营业利润率(%)	48.6	49.6	1.0	37.6	44.3	6.7
营业外收入	19	15	(21.8)	119	45	(62.0)
营业外支出	5	5	(4.2)	19	28	49.5
利润总额	4,953	6,903	39.4	9,337	13,392	43.4
所得税	1,214	1,689	39.2	2,281	3,306	44.9
所得税率(%)	24.5	24.5	(0.0)	24.4	24.7	0.3
少数股东权益	146	243	66.3	272	412	51.4
归属于母公司净利润	3,593	4,971	38.3	6,785	9,674	42.6
净利率(%)	35.4	35.8	0.4	27.6	32.0	4.4
每股收益(元)	0.93	1.28	38.3	1.75	2.49	42.6

资料来源: 万得, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	24,544	30,187	39,246	48,251	57,177
销售成本	(9,255)	(11,945)	(15,543)	(18,726)	(21,904)
经营费用	(6,323)	(5,411)	(6,274)	(7,419)	(8,427)
息税折旧前利润	8,965	12,831	17,428	22,106	26,846
折旧及摊销	527	489	398	446	493
经营利润(息税前利润)	8,438	12,342	17,031	21,660	26,353
净利息收入/(费用)	766	891	2,248	2,589	3,038
其他收益/(损失)	167	154	85	85	85
税前利润	9,204	13,306	18,223	23,023	27,940
所得税	(2,281)	(3,306)	(4,560)	(5,760)	(6,989)
少数股东权益	(272)	(412)	(559)	(706)	(857)
净利润	6,785	9,674	13,121	16,574	20,111
核心净利润	6,785	9,674	13,121	16,574	20,111
每股收益(人民币)	1.748	2.492	3.380	4.270	5.181
核心每股收益(人民币)	1.748	2.492	3.380	4.270	5.181
每股股息(人民币)	0.827	0.932	1.690	2.135	2.591
收入增长(%)	13	23	30	23	19
息税前利润增长(%)	13	46	38	27	22
息税折旧前利润增长(%)	11	43	36	27	21
每股收益增长(%)	7	43	36	26	21
核心每股收益增长(%)	7	43	36	26	21

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	9,204	13,306	18,223	23,023	27,940
折旧与摊销	527	489	398	446	493
净利息费用	(766)	(891)	(1,124)	(1,294)	(1,519)
运营资本变动	(914)	(1,613)	(3,397)	(3,377)	(3,347)
税金	(2,691)	(4,045)	(5,661)	(7,155)	(8,686)
其他经营现金流	6,221	2,547	4,120	5,243	5,365
经营活动产生的现金流	11,581	9,793	12,559	16,885	20,246
购买固定资产净值	(307)	(216)	(400)	(400)	(400)
投资减少/增加	49	136	68	68	68
其他投资现金流	366	(303)	(401)	(419)	(433)
投资活动产生的现金流	107	(382)	(733)	(751)	(765)
净增权益	1	0	(1)	(2)	(3)
净增债务	3,027	3,750	0	0	0
支付股息	(3,212)	(3,618)	(6,560)	(8,287)	(10,056)
其他融资现金流	(3,212)	(3,618)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(3,397)	(3,485)	(6,560)	(8,287)	(10,056)
现金变动	8,292	5,926	5,265	7,847	9,425
期初现金	26,374	34,666	40,592	45,857	53,705
公司自由现金流	11,688	9,411	11,826	16,134	19,481
权益自由现金流	13,950	12,270	10,702	14,840	17,962

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	35,542	41,403	46,912	55,001	64,666
应收帐款	9,706	11,319	14,716	18,092	21,439
库存	9,257	10,558	11,012	11,479	12,186
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	54,505	63,280	72,640	84,572	98,291
固定资产	5,726	5,566	5,802	6,056	6,278
无形资产	402	399	379	359	339
其他长期资产	1,541	1,677	1,745	1,814	1,882
长期资产总计	7,670	7,643	7,927	8,229	8,499
总资产	62,174	70,923	80,566	92,801	106,790
应付帐款	2,499	3,768	4,480	5,337	6,197
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	11,189	12,200	14,221	16,871	19,408
流动负债总计	13,688	15,968	18,702	22,208	25,606
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	281	280	280	279	279
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
储备	43,195	49,452	56,013	64,300	74,355
股东权益	47,077	53,334	59,894	68,181	78,237
少数股东权益	1,129	1,340	1,690	2,132	2,669
总负债及权益	62,174	70,923	80,566	92,801	106,790
每股帐面价值(人民币)	12.13	13.74	15.43	17.57	20.16
每股有形资产(人民币)	12.03	13.64	15.33	17.47	20.07
每股净负债/(现金)(人民币)	(8.93)	(10.46)	(11.81)	(13.84)	(16.26)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	36.5	42.5	44.4	45.8	47.0
息税前利润率(%)	34.4	40.9	43.4	44.9	46.1
税前利润率(%)	37.5	44.1	46.4	47.7	48.9
净利率(%)	27.6	32.0	33.4	34.3	35.2
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.0	4.0	3.9	3.8	3.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
速动比率(倍)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	38.9	27.3	20.1	15.9	13.1
核心业务市盈率(倍)	38.9	27.3	20.1	15.9	13.1
市净率(倍)	5.6	4.9	4.4	3.9	3.4
价格/现金流(倍)	22.8	26.9	21.0	15.6	13.0
企业价值/息税折旧前利	25.6	17.4	12.5	9.5	7.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	n.a.	100.3	85.1	75.5
应收帐款周转天数	n.a.	n.a.	121.1	124.1	126.2
应付帐款周转天数	n.a.	n.a.	38.4	37.1	36.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	47.3	37.4	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	n.a.	n.a.	23.2	25.9	27.5
资产收益率(%)	n.a.	n.a.	16.9	18.7	19.8

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