

五 粮 液(000858)/饮料制造

增发尘埃落定，加速增长到来

评级：买入(维持)

市场价格：45.18

目标价格：55

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人：龚小乐

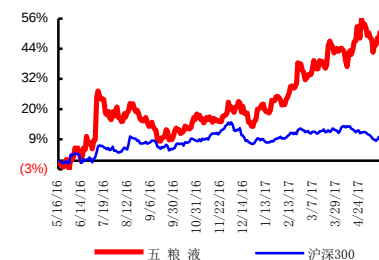
电话：021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,796
流通股本(百万股)	3,796
市价(元)	45.18
市值(百万元)	171,502
流通市值(百万元)	171,492

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 产品结构不断上移，放量基础已形成，重申“买入”
- 2 五粮液(000858.SZ)年报点评：预收款大幅提升，加速增长在望
- 3 提价决策明智，加速成长可期

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659.29	24,543.79	28,122.95	31,669.13	35,523.93
增长率 yoy%	3.08%	13.32%	14.58%	12.61%	12.17%
净利润	6,176.12	6,784.53	8,287.57	9,674.90	11,014.02
增长率 yoy%	5.85%	9.85%	22.15%	16.74%	13.84%
每股收益(元)	1.63	1.79	2.14	2.49	2.84
每股现金流量	1.76	3.08	1.37	2.63	2.91
净资产收益率	14.25%	14.41%	15.56%	16.49%	16.94%
P/E	16.77	19.29	20.20	17.30	15.20
PEG	2.87	1.96	0.91	1.03	1.10
P/B	2.39	2.78	3.14	2.85	2.57

备注：

投资要点

- **事件：5月15日，五粮液非公开发行股票获中国证监会核准批复，并对实施2016年度利润分配方案后的非公开发行股票方案进行调整，其中发行价格调整为21.64元/股，发行数量不超过8567万股。**
- **定增尘埃落定，公司经营活力和管理效率有望持续提升。**历时两年的定增方案终于顺利获得批文，其中管理层及员工合计认购金额不超过5.13亿元，核心经销商认购金额不超过4.20亿元，这对五粮液来说意义非凡。我们认为本次定增彻底优化了国企股权结构，有效绑定厂家与经销商等主要利益群体，进一步强化销售团队经营动力和发展信心，提升经销商团队政策执行水平，推动价格和渠道体系良性发展。公司机制改善反映到业绩上，则是未来将更加注重利润端的增长质量，费用使用效率会持续提升，对应分红率亦有望进一步提高。
- **淡季批价坚挺，招商进度加速推进。**今年公司缩减经销商的普五合同量，加大1618和低度酒投放量，年初以来严控普五发货节奏坚决挺价效果良好，一批价一路稳步上行至780元，当前茅五终端价比率维持在1:0.7的合理区间，参考二季度普五计划外769元策略的执行，我们预计下半年普五批价将向800元靠拢。在顺价背景驱动下公司招商进度加速推进，近期渠道反馈华东等地五粮液专卖店数量快速增加，经销商回归势头喜人。一季报数据靓丽，预收款维持高位，综合量价因素预计全年收入可继续保持两位数增长。
- **内外环境全面优化，利润端将实现加速增长。**行业层面，茅台短期控价尚未解决供给端核心矛盾，全年批价下行空间有限，未来2-3年供需紧平衡背景下批价仍将继续上行趋势，这将有助于未来普五价格的稳步提升。公司层面，机制改善后自身品牌营销意识明显加强，渠道运作更加精细化，在高端酒价上行阶段，普五亦具备放量基础。集团董事长李总新上任，将有效提升内部决策效率，强化业绩释放动力，利润端有望实现加速增长。
- **投资建议：目标价55元，维持“买入”评级。**考虑增发摊薄，我们调整盈利预测，预计2017-18年收入为281.23、316.69亿元，同比增长14.58%、12.61%；净利润82.88、96.75亿元，同比增长22.15%、16.74%，对应EPS分别为2.14、2.49元。12个月目标价55元，对应2018年22倍PE。
- **风险提示：限制三公消费力度加大、食品品质事故。**

图表 1：五粮液三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	21,011	21,659	24,544	28,123	31,669	35,524
增长率	-15.00%	3.1%	13.3%	14.6%	12.6%	12.2%
营业成本	-5,772	-6,672	-7,314	-7,955	-8,707	-9,583
% 销售收入	27.5%	30.8%	29.8%	28.3%	27.5%	27.0%
毛利	15,239	14,987	17,230	20,168	22,962	25,941
% 销售收入	72.5%	69.2%	70.2%	71.7%	72.5%	73.0%
营业税金及附加	-1,517	-1,785	-1,941	-2,223	-2,521	-2,818
% 销售收入	7.2%	8.2%	7.9%	7.9%	8.0%	7.9%
营业费用	-4,309	-3,568	-4,695	-5,210	-5,700	-6,394
% 销售收入	20.5%	16.5%	19.1%	18.5%	18.0%	18.0%
管理费用	-2,047	-2,129	-2,144	-2,334	-2,597	-2,877
% 销售收入	9.7%	9.8%	8.7%	8.3%	8.2%	8.1%
息税前利润（EBIT）	7,366	7,506	8,450	10,401	12,144	13,850
% 销售收入	35.1%	34.7%	34.4%	37.0%	38.3%	39.0%
财务费用	658	732	766	954	1,118	1,283
% 销售收入	-3.1%	-3.4%	-3.1%	-3.4%	-3.5%	-3.6%
资产减值损失	-6	-26	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	34	33	31	32	32
% 税前利润	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	8,032	8,246	9,237	11,385	13,294	15,165
营业利润率	38.2%	38.1%	37.6%	40.5%	42.0%	42.7%
营业外收支	-16	41	100	61	71	72
税前利润	8,016	8,287	9,337	11,446	13,365	15,237
利润率	38.2%	38.3%	38.0%	40.7%	42.2%	42.9%
所得税	-1,958	-1,877	-2,281	-2,728	-3,185	-3,646
所得税率	24.4%	22.6%	24.4%	23.8%	23.8%	23.9%
净利润	6,058	6,410	7,057	8,718	10,180	11,591
少数股东损益	223	234	272	431	505	577
归属于母公司的净利润	5,835	6,176	6,785	8,288	9,675	11,014
净利率	27.8%	28.5%	27.6%	29.5%	30.5%	31.0%

现金流量表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,058	6,410	7,057	8,718	10,180	11,591
少数股东损益	0	0	0	431	505	577
非现金支出	659	642	575	571	595	623
非经营收益	82	-169	-5	-92	-103	-104
营运资金变动	-6,004	-192	4,070	-3,877	-454	-802
经营活动现金净流	795	6,691	11,697	5,751	10,722	11,884
资本开支	381	394	302	180	155	132
投资	-806	0	105	0	0	0
其他	0	0	36	31	32	32
投资活动现金净流	-1,187	-394	-161	-150	-123	-100
股权募资	6	59	16	1,783	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-2,995	-2,414	-3,210	0	-3,882	-4,270
筹资活动现金净流	-2,989	-2,355	-3,194	1,783	-3,882	-4,270
现金净流量	-3,381	3,942	8,342	7,384	6,718	7,514

资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	22,382	26,374	34,666	41,620	47,833	54,771
应收款项	7,512	8,792	9,706	11,040	12,535	14,020
存货	8,091	8,701	9,257	9,940	10,829	11,912
其他流动资产	515	731	876	952	975	1,007
流动资产	38,500	44,597	54,505	63,552	72,171	81,709
% 总资产	83.0%	84.9%	87.7%	89.6%	91.2%	92.6%
长期投资	869	903	796	796	796	796
固定资产	6,061	5,904	5,726	5,421	5,055	4,644
% 总资产	13.1%	11.2%	9.2%	7.6%	6.4%	5.3%
无形资产	476	502	530	506	502	494
非流动资产	7,909	7,949	7,670	7,341	6,971	6,552
% 总资产	17.0%	15.1%	12.3%	10.4%	8.8%	7.4%
资产总计	46,409	52,547	62,174	70,893	79,142	88,262
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,555	4,538	10,322	7,876	9,486	10,831
其他流动负债	3,370	3,429	3,366	7,911	8,641	9,482
流动负债	5,925	7,968	13,688	15,786	18,126	20,313
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	151	234	281	281	281	281
负债	6,076	8,201	13,969	16,067	18,407	20,594
普通股股东权益	39,430	43,329	47,077	53,266	58,671	65,027
少数股东权益	903	1,016	1,129	1,560	2,064	2,641
负债股东权益合计	46,409	52,547	62,174	70,893	79,142	88,262

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益（元）	1.537	1.627	1.787	2.135	2.492	2.837
每股净资产（元）	10.387	11.414	12.402	13.723	15.115	16.752
每股经营现金净流（元）	0.209	1.763	3.081	1.371	2.632	2.913
每股股利（元）	0.600	0.800	0.900	1.000	1.100	1.200
回报率						
净资产收益率	14.80%	14.25%	14.41%	15.56%	16.49%	16.94%
总资产收益率	12.57%	11.75%	10.91%	11.69%	12.22%	12.48%
投入资本收益率	32.59%	34.02%	50.11%	63.84%	76.40%	87.06%
增长率						
营业总收入增长率	-15.00%	3.08%	13.32%	14.58%	12.61%	12.17%
EBIT增长率	-30.59%	1.89%	12.58%	23.09%	16.76%	14.05%
净利润增长率	-26.81%	5.85%	9.95%	22.15%	16.74%	13.84%
总资产增长率	5.32%	13.23%	18.32%	14.02%	11.64%	11.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7
存货周转天数	473.5	459.3	448.1	456.1	454.0	453.7
应付账款周转天数	38.9	46.6	80.6	62.3	65.8	67.1
固定资产周转天数	100.4	92.9	80.1	68.8	58.0	48.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.49%	-59.47%	-71.91%	-75.91%	-78.76%	-80.94%
EBIT利息保障倍数	-11.2	-10.3	-11.0	-10.9	-10.9	-10.8
资产负债率	13.09%	15.61%	22.47%	22.66%	23.26%	23.33%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。