

五粮液

改革态度积极，安全边际高

调研纪要

要点

我们近期调研了五粮液公司，对上半年生产经营情况进行了交流。五粮液品牌优势明显，公司在高端酒 600 元价位几乎没有竞争对手，浓香型白酒龙头的地位稳固。公司严格实施年初制定的控量保价策略，经销商库存良好。当前公司的问题更多在于体制机制，而不是品牌力的问题，公司正在探索改革措施，态度积极，向上改善的弹性大。我们认为，公司下半年公司不乏看点，国企改革稳步推进、实现顺价销售、深港通都将对公司股价构成催化。维持推荐！

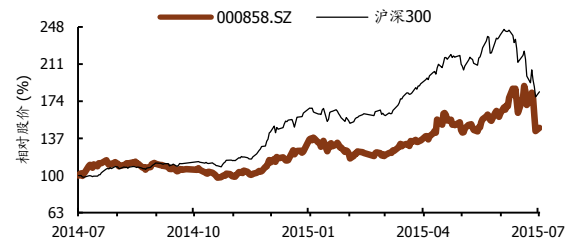
- **改革态度积极，期待机制变革。**管理层充分认识到公司当前的问题，认为改革将使公司更加市场化，将会对公司销售机制产生积极影响，帮助公司突破未来增长瓶颈。省内另一大国企四川长虹近期发布公告，宣布其控股股东更名并新增主营业务，引发市场对其国企改革的猜想。五粮液与长虹同为四川省内的完全竞争类国企，五粮液当前对于国企改革态度积极，最终的改革进度依赖于自上而下的政策，不过体制改善后公司从管理到渠道提升的空间巨大。
- **实现顺价销售对应业绩弹性较大。**目前公司管理层严格执行控量保价政策，我们预计其在 2016 年春节前大概率将实现顺价销售，对应一批价回到出厂价 609 元以上。如能实现顺价销售，对应销售费用将会有较大的释放，利润也将实现较大弹性。更为重要的是，渠道重回正轨，回到正循环，将为公司进一步的营销变革提供空间。
- **短期复苏平稳，五粮液具备安全边际。**白酒行业今年依靠民间和商务消费复苏走出低谷，高端领域双寡头格局更加稳固。短期的财富效应和长期人均收入增加都将支撑复苏趋势。五粮液作为浓香型龙头，在 600 元价位几乎没有竞争对手，高端格局稳固。复苏趋势下当前估值具备安全边际。

建议

维持公司盈利预测。当前股价相当于 2015 年 16.5 倍市盈率。维持目标价 34.02 元（2015 年 22 倍市盈率），维持推荐。用 DCF 估值法作检验，我们的目标价隐含的预期是公司未来 10 年的复合增长率为 5%，期末增长率 2%，加权平均资本成本 9.3%。

维持推荐

股票代码	000858.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 25.60
目标价	人民币 34.02
52 周最高价/最低价	人民币 33.85~16.80
总市值(亿)	人民币 972
30 日日均成交额(百万)	人民币 3,216.80
发行股数(百万)	3,796
其中：自由流通股(%)	42
30 日日均成交量(百万股)	107.26
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	24,719	21,011	21,547	23,200
增速	-9.1%	-15.0%	2.5%	7.7%
归属母公司净利润	7,973	5,835	5,904	6,893
增速	-19.7%	-26.8%	1.2%	16.8%
每股净利润	2.10	1.54	1.56	1.82
每股净资产	9.51	10.39	11.14	12.16
每股股利	0.70	0.80	0.80	0.80
每股经营现金流	0.38	0.21	1.50	1.62
市盈率	12.2	16.7	16.5	14.1
市净率	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	6.4	9.5	9.0	7.5
股息收益率	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%
平均总资产收益率	17.8%	12.9%	12.3%	13.2%
平均净资产收益率	23.7%	15.5%	14.4%	15.6%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

袁霏阳

沈犁

分析师

联系人

feiyang.yuan@cicc.com.cn

li3.shen@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511030012

SAC 执业编号：S0080114030016

SFC CE Ref: A1Z727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	24,719	21,011	21,547	23,200	营业收入	-9.1%	-15.0%	2.5%	7.7%
营业成本	6,610	5,772	6,407	6,920	营业利润	-16.5%	-29.9%	1.9%	16.8%
营业税金及附加	1,849	1,517	1,556	1,675	EBITDA	-17.1%	-28.9%	0.6%	15.7%
营业费用	3,382	4,309	4,094	3,712	净利润	-19.7%	-26.8%	1.2%	16.8%
管理费用	2,264	2,047	2,047	2,204	盈利能力				
财务费用	-827	-658	-730	-854	毛利率	73.3%	72.5%	70.3%	70.2%
其他	0	0	0	0	营业利润率	46.3%	38.2%	37.9%	41.1%
营业利润	11,435	8,018	8,173	9,543	EBITDA 利润率	45.5%	38.1%	37.4%	40.1%
营业外收支	-188	-2	0	0	净利率	32.3%	27.8%	27.4%	29.7%
利润总额	11,247	8,016	8,173	9,543	偿债能力				
所得税	2,925	1,958	2,043	2,386	流动比率	5.25	6.50	6.64	6.94
少数股东损益	349	223	226	264	速动比率	4.27	5.13	5.24	5.53
归属母公司净利润	7,973	5,835	5,904	6,893	现金比率	3.66	3.78	3.99	4.28
EBITDA	11,255	8,000	8,049	9,310	资产负债率	16.1%	13.1%	13.1%	12.8%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	25,764	22,382	25,464	29,144	回报率分析				
应收账款及票据	4,103	7,748	7,685	8,129	总资产收益率	17.8%	12.9%	12.3%	13.2%
预付款项	214	298	331	357	净资产收益率	23.7%	15.5%	14.4%	15.6%
存货	6,886	8,091	8,899	9,611	每股指标				
其他流动资产	-23	-20	-20	-22	每股净利润 (元)	2.10	1.54	1.56	1.82
流动资产合计	36,942	38,500	42,358	47,219	每股净资产 (元)	9.51	10.39	11.14	12.16
固定资产及在建工程	6,105	6,061	5,769	5,462	每股股利 (元)	0.70	0.80	0.80	0.80
无形资产及其他长期资产	356	474	460	446	每股经营现金流 (元)	0.38	0.21	1.50	1.62
非流动资产合计	7,187	7,909	7,603	7,282	估值分析				
资产合计	44,130	46,409	49,961	54,501	市盈率	12.2	16.7	16.5	14.1
短期借款	0	0	0	0	市净率	2.7	2.5	2.3	2.1
应付账款及票据	6,218	5,067	5,503	5,856	EV/EBITDA	6.4	9.5	9.0	7.5
其他流动负债	825	858	880	947	股息收益率	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%
流动负债合计	7,043	5,925	6,383	6,804					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	68	151	151	151					
负债合计	7,110	6,076	6,534	6,954					
股东权益合计	36,093	39,430	42,298	46,154					
少数股东权益	927	903	1,129	1,392					
负债及股东权益合计	44,130	46,409	49,961	54,501					
现金流量表									
净利润	7,973	5,835	5,904	6,893					
折旧和摊销	649	625	606	621					
营运资本变动	-6,900	-5,100	-318	-761					
其他	-263	-566	0	0					
经营活动现金流	1,459	795	5,688	6,163					
投资活动现金流入	21	30	0	0					
投资活动现金流出	-343	-1,217	-300	-300					
投资活动现金流	-322	-1,187	-300	-300					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-3,219	-2,989	-2,306	-2,183					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-2,082	-3,381	3,082	3,680					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

宜宾五粮液股份有限公司主要业务是五粮液及其系列酒的生产和销售。公司现已系统研制开发了五粮春、五粮神、五粮醇等几十种不同档次、不同口味的白酒，满足不同区域、不同文化背景、不同层次消费者需求的系列产品。多年以来“五粮液”品牌连续在中国白酒制造业和食品行业“最有价值品牌”中排位居前，具有领导市场的影响力。



图表 1: DCF 估值

[illegible]

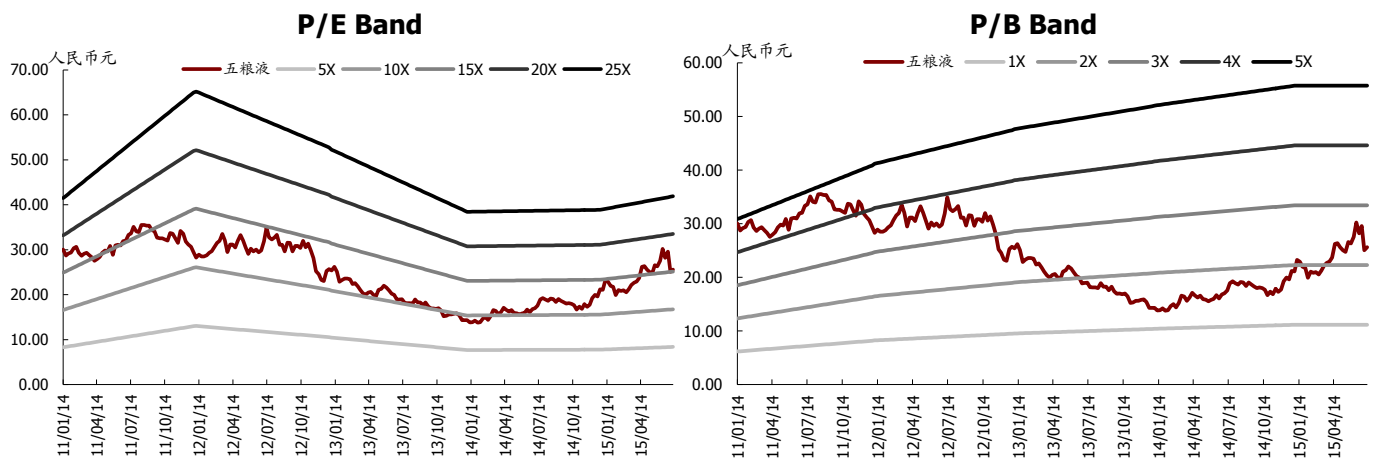
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

公司 A股	代码	当前股价 2015/7/6	市值 亿元	市盈率			市净率			净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
白酒板块																		
贵州茅台	600519.SH	254.04	2901	18.9	16.8	15.3	5.4	4.4	3.7	28.7	26.2	24.4	1.7	2.4	2.4	11.3	10.2	9.0
五粮液	000858.SZ	25.60	972	16.7	16.5	14.1	2.5	2.3	2.0	14.8	13.7	14.5	2.3	2.3	2.3	9.0	9.0	7.3
泸州老窖	000568.SZ	24.40	342	38.9	20.2	18.3	3.5	3.3	3.3	9.1	16.5	18.1	3.3	3.3	3.3	23.0	12.8	12.8
洋河股份	002304.SZ	64.18	967	21.5	18.6	16.5	4.9	4.3	3.7	22.9	22.8	22.1	2.2	2.2	2.2	14.4	12.4	10.7
山西汾酒	600809.SH	19.55	169	47.6	42.2	36.2	4.3	4.2	4.0	9.1	10.1	10.9	1.8	1.0	1.0	29.5	30.6	26.4
古井贡酒	000596.SZ	32.31	163	29.2	26.5	22.9	3.9	3.6	3.2	13.5	13.5	13.9	1.1	1.1	1.1	21.5	18.9	15.9
泸州老窖	600702.SH	26.11	88	461.5	304.9	252.1	3.9	3.9	3.8	0.8	1.3	1.5	0.1	0.1	0.1	93.1	78.9	74.6
伊力特	600197.SH	11.35	50	15.6	20.7	21.4	3.0	2.7	2.5	18.9	13.2	11.9	2.0	2.0	2.0	10.0	12.7	11.2
老白干酒	600559.SH	54.80	77	162.0	62.3	39.2	14.4	6.2	5.6	8.9	9.9	14.3	0.2	0.9	0.9	46.0	34.4	22.7
青青稞酒	002646.SZ	21.59	97	33.7	31.6	30.0	4.3	4.0	3.6	12.9	12.5	12.0	0.9	0.9	0.9	23.4	21.3	19.4
白酒板块总体平均				82.1	52.0	43.7	4.8	3.7	3.4	12.0	13.7	13.8	1.4	1.4	1.5	28.1	24.1	21.0

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表3：历史估值区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602

编辑：杨梦雪、张莹



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

