

2016年04月29日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

32.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2016/4/29)	28.40		
深证成指(2016/4/29)	10141.54		
股价 12 个月高/低	32.86/21.92		
总发行股数(百万)	3795.97		
A 股数(百万)	3795.68		
A 市值(亿元)	1077.97		
主要股东	宜宾市国有资产经营有限公司(36.00%)		
每股净值(元)	12.18		
股价/账面净值	2.33		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.0	18.2	9.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-03-28	27.25	买入
2015-12-23	27.69	买入

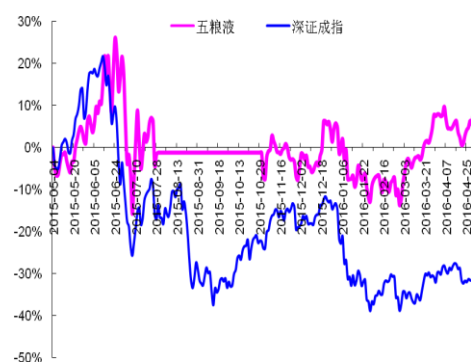
产品组合

酒类	95.8%
塑料制品	3.8%
印刷	0.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.2%
一般法人	56.1%

股价相对大盘走势



五粮液(000858.SZ)

BUY 买入

2016Q1 纯利同比增长 32%，超预期

结论与建议：

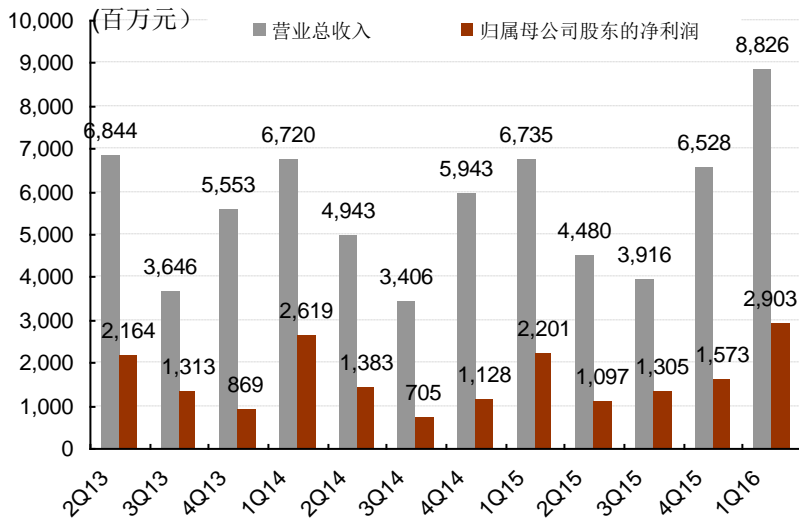
五粮液 2016 年第一季度实现纯利 29 亿元，同比增加 32%。目前公司股价对应 2016 年动态 P/E 为 15 倍，估值安全，尽管我们对于公司在市场价格倒挂的时候提高出厂价格存有疑虑，但是公司作为高端酒代表之一盈利的稳定性可期，此外国企改革也值得关注，维持买入评级。

- 受益于酒类销量增长，公司 2016 年第一季度实现营业收入 88.25 亿元，同比增加 31%；实现归属上市公司净利润 29 亿元，同比增长 32%，对应每股收益 0.765 元。好于我们此前预期。一季度毛利率 70%，同比增加 1 个百分点，期间费用率基本保持平稳。
- 对比 2015Q1 公司纯利同比下降 16% 的数据，2016 年第一季度业绩属恢复性增长，销售回暖。一季度末公司预收帐款 68.26 亿元，较 2015 年底增长 242.36%，同比大幅增长 777%，利润蓄水池进一步扩大。
- 五粮液未来将打造五粮春、五粮醇、五粮头曲、五粮特曲、绵柔尖庄五个核心系列产品。公司计划在 2016 年分步提高出厂价格，普五出厂价计划从 659 元/瓶恢复到 689/瓶甚至 729 元/瓶，力争实现顺价销售。与此同时，实行多年的经销商返点政策将于 2016 年一季度之后全部取消。近期五粮液已经将普五价格从 659 元提高到 679 元，但我们认为目前一批价格(630 元至 640 元)和出厂价格之间仍有倒挂，提高出厂价是否有助提升实际的零售价格尚需观察。
- 从行业方面看，白酒行业经过三年调整，出现弱复苏迹象，公司作为高端白酒代表之一，盈利的稳定性可期。
- 此外，五粮液于 2015 年 11 月推出 23 亿元定增计划，拉开混改大幕。管理层也积极表示未来将进一步提高分红比率，从实际情况看，2015 年分红比率达到 49%，显著提高。我们认为公司释放出更加关注资本市场关注公司市值的信号。未来可持续关注公司在市场化改革方面的动向。
- 综上，略上调公司盈利预测，预计公司 2016 年、2017 年分别实现净利润 70.81 亿元 (YoY+14.66%, EPS 为 1.87 元) 和 81.09 亿元 (YoY+14.51%, EPS 为 2.14 元)。

接续下页

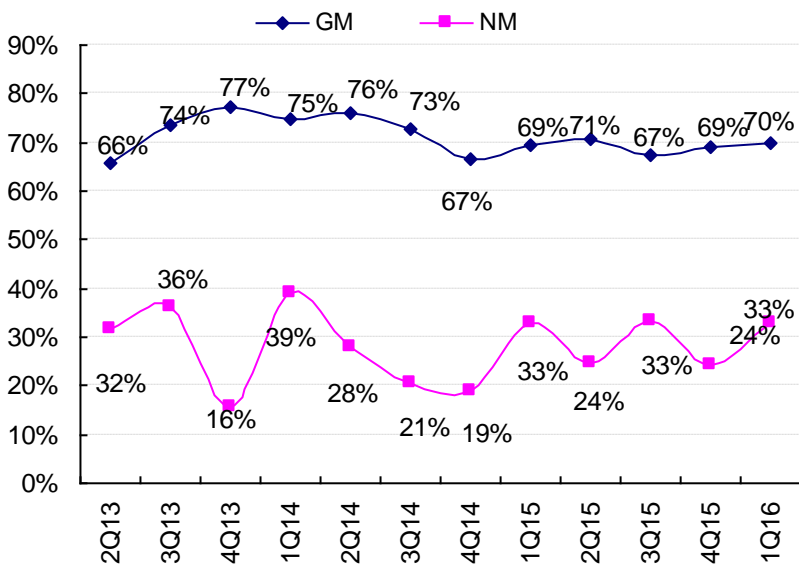
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9935	7973	5835	6176	7081	8109
同比增减	%	61.35	-19.75	-26.81	5.85	14.66	14.51
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.62	2.10	1.54	1.63	1.87	2.14
同比增减	%	61.34	-19.76	-26.80	5.85	14.66	14.51
市盈率(P/E)	X	10.85	13.52	18.48	17.46	15.22	13.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.70	0.60	0.80	0.80	0.90
股息率 (Yield)	%	2.82	2.46	2.11	2.82	2.82	3.17

图 1：五粮液分季度营收和净利润变动表 单位：百万元



数据来源：公司公告，群益证券整理

图 2：五粮液分季度毛利率和净利润率变动表 单位：%



数据来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	24719	21011	21659	25312	29856
经营成本	6610	5772	6672	7847	9554
营业税金及附加	1849	1517	1785	2099	2476
销售费用	3382	4309	3568	4141	4884
管理费用	2264	2047	2129	2331	2749
财务费用	-827	-658	-732	-807	-989
资产减值损失	5	6	26	-16	-16
投资收益	4	14	34	0	0
营业利润	11432	8032	8246	9718	11199
营业外收入	66	60	66	93	80
营业外支出	251	76	25	17	16
利润总额	11247	8016	8287	9794	11263
所得税	2925	1958	1877	2433	2816
少数股东损益	349	223	234	279	338
归属于母公司所有者的净利润	7973	5835	6176	7081	8109

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	25763	22382	26374	31088	37065
应收账款	75	123	107	112	116
存货	6886	8091	8701	8962	9141
流动资产合计	36942	38500	44597	46381	48700
长期股权投资	121	868	902	992	1091
固定资产	5882	5676	5348	5561	5784
在建工程	223	385	555	577	600
非流动资产合计	7187	7909	7949	8665	9531
资产总计	44130	46409	52547	55046	58231
流动负债合计	7043	5925	7968	7171	6884
非流动负债合计	68	151	234	-606	-1926
负债合计	7110	6076	8201	6565	4958
少数股东权益	927	903	1016	1108	1207
股东权益合计	36093	39430	43329	47373	52066
负债及股东权益合计	44130	46409	52547	55046	58231

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	1459	795	6691	7594	8957
投资活动产生的现金流量净额	-321.88	-1186.5	-394.2	-402	-902
筹资活动产生的现金流量净额	-3219	-2989.3	-2355	-2478	-2078
现金及现金等价物净增加额	-2082	-3381	3942	4714	5977

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户,或代他人之户买卖此份报告内描述之证①。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。