

2016年8月24日

群益香港研究部

hk_research@e-capital.com.hk

目標價(元) 40.00

公司基本資訊

產業別	食品飲料		
A 股價(2016/8/23)	35.35		
深證成指(2016/8/23)	10750.29		
股價 12 個月高/低	38.07/22.46		
總發行股數(百萬)	3795.97		
A 股數(百萬)	3795.76		
A 市值(億元)	1341.80		
主要股東	宜賓市國有資產經營有限公司(36.00%)		
每股淨值(元)	11.38		
股價/賬面淨值	3.11		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-0.7	20.9	40.6

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
------	------	----

產品組合

酒類	95.8%
塑料製品	3.8%
印刷	0.2%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	1.2%
一般法人	56.1%

股價相對大盤走勢



五糧液(000858.SZ)

BUY 買入

2016H1 純利同比增長 18%，逐步解決價格倒掛

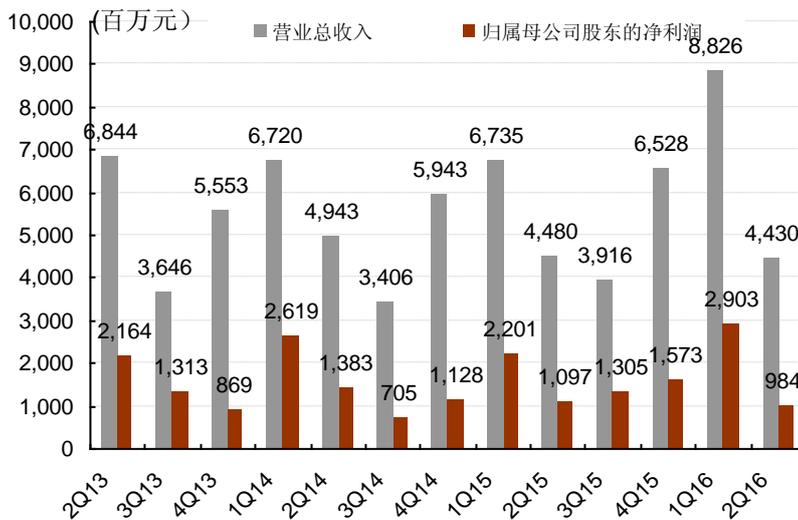
結論與建議：

五糧液 2016 年上半年實現純利近 39 億元，同比增加 18%。按照目前的價格走向，公司有望在年底解決價格倒掛問題，高端白酒市場逐步復蘇，公司作為高端酒代表之一盈利的穩定性可期，此外國企改革也值得關注。目前公司股價對應 2017 年動態 P/E 為 16 倍，估值安全，也是深港通標的之一，維持買入評級。

- 受益于酒類銷量增長，公司 2016 年上半年實現營業收入 132.55 億元，同比增加 18%；實現歸屬上市公司淨利潤 38.87 億元，同比增長 18%，對應每股收益 1.02 元。上半年毛利率 70%，同比持平。
- 分季度看，2Q 實現營業收入 44.3 億元，同比微降 1.11%；實現歸屬上市公司淨利潤 9.837 億元，同比下降 10.31%。如果一并考慮 1Q 預收帳款大幅增長使得 1Q 公司業績超市場預期(營收同比增 31%，歸母淨利潤同比增 32%)，那麼綜合來看上半年的業績表現仍在預期之內。二季度末公司預收帳款 44.17 億元，同比增長 610%，仍處在較高水平。
- 五糧液未來將打造五糧春、五糧醇、五糧頭曲、五糧特曲、綿柔尖莊五個核心系列產品。公司計劃在 2016 年分步提高出廠價格，普五出廠價計劃從 659 元/瓶恢復到 689/瓶甚至 729 元/瓶，力爭實現順價銷售。與此同時，實行多年的經銷商返點政策將於 2016 年一季度之後全部取消。3 月 26 日五糧液將普五價格從 659 元提高到 679 元，隨後零售價格有所提高，近期五糧液的一批價格從 630 元至 650 元，儘管依然倒掛，但是也代表了目前市場對提價的接受度在提高。隨著之後中秋節、國慶節的來臨，白酒消費進入旺季，一批價格有望繼續提升，從而完成全年理順價格的目標。
- 從行業方面看，白酒行業經過三年調整，出現弱復蘇跡象，公司作為高端白酒代表之一，盈利的穩定性可期。
- 此外，五糧液於 2015 年 11 月推出 23 億元定增計劃，拉開混改大幕。管理層也積極表示未來將進一步提高分紅比率，從實際情況看，2015 年分紅比率達到 49%，顯著提高。我們認為公司釋放出更加關注資本市場關注公司市值的信號。未來可持續關注公司在市場化改革方面的動向。
- 綜上，我們認為公司預收帳款十分充裕，且 9 月份之後經銷商打款的速度可能再次加快，維持公司盈利預測，預計公司 2016 年、2017 年分別實現淨利潤 71.21 億元 (YoY+15.3%, EPS 為 1.88 元) 和 82.14 億元 (YoY+15.35%, EPS 為 2.16 元)。

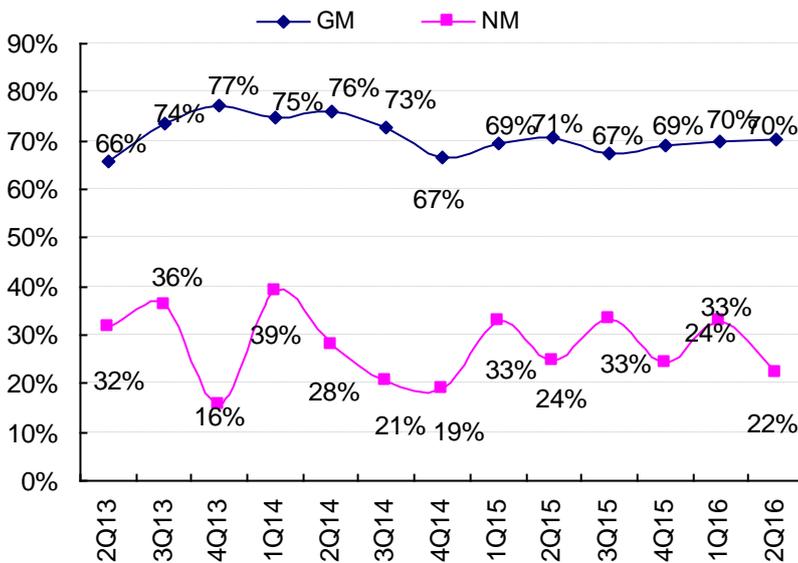
年度截止 12月31日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	9935	7973	5835	6176	7121	8214
同比增減	%	61.35	-19.75	-26.81	5.85	15.30	15.35
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	2.62	2.10	1.54	1.63	1.88	2.16
同比增減	%	61.34	-19.76	-26.80	5.85	15.30	15.35
市盈率(P/E)	X	13.51	16.83	23.00	21.73	18.84	16.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.70	0.60	0.80	1.10	1.20
股息率 (Yield)	%	2.26	1.98	1.70	2.26	3.11	3.39

圖 1：五糧液分季度營收和淨利潤變動表 單位：百萬元



數據來源：公司公告，群益證券整理

圖 2：五糧液分季度毛利率和淨利潤率變動表 單位：%



數據來源：公司公告，群益證券整理

預期報酬(Expected Return；ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER \geq 30%) ; 買入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%) ; 強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
營業收入	24719	21011	21659	25312	29856
經營成本	6610	5772	6672	7847	9554
營業稅金及附加	1849	1517	1785	2074	2446
銷售費用	3382	4309	3568	4097	4833
管理費用	2264	2047	2129	2403	2834
財務費用	-827	-658	-732	-775	-989
資產減值損失	5	6	26	-17	-16
投資收益	4	14	34	10	0
營業利潤	11432	8032	8246	9693	11194
營業外收入	66	60	66	84	80
營業外支出	251	76	25	21	16
利潤總額	11247	8016	8287	9756	11258
所得稅	2925	1958	1877	2360	2702
少數股東損益	349	223	234	275	342
歸屬於母公司所有者的淨利潤	7973	5835	6176	7121	8214

附二：合并資產負債表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
貨幣資金	25763	22382	26374	31088	37065
應收賬款	75	123	107	112	116
存貨	6886	8091	8701	8962	9141
流動資產合計	36942	38500	44597	46381	48700
長期股權投資	121	868	902	992	1091
固定資產	5882	5676	5348	5561	5784
在建工程	223	385	555	577	600
非流動資產合計	7187	7909	7949	8665	9531
資產總計	44130	46409	52547	55046	58231
流動負債合計	7043	5925	7968	7171	6884
非流動負債合計	68	151	234	-606	-1926
負債合計	7110	6076	8201	6565	4958
少數股東權益	927	903	1016	1108	1207
股東權益合計	36093	39430	43329	47373	52066
負債及股東權益合計	44130	46409	52547	55046	58231

附三：合并現金流量表

百萬元	2013	2014	2015	2016F	2017F
經營活動產生的現金流量淨額	1459	795	6691	7594	8957
投資活動產生的現金流量淨額	-321.88	-1186.5	-394.2	-402	-902
籌資活動產生的現金流量淨額	-3219	-2989.3	-2355	-2478	-2078
現金及現金等價物淨增加額	-2082	-3381	3942	4714	5977

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。