

2016年10月28日

公司研究

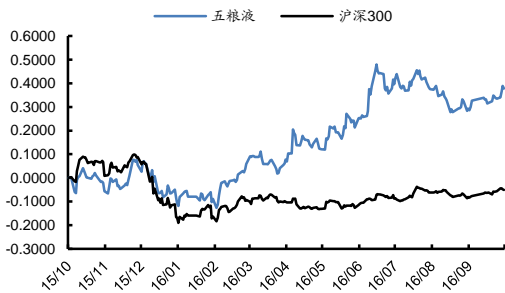
评级：增持（维持）

研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

普五打款完成全年目标，预收账款大幅提 升

——五粮液（000858）2016年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
五粮液	6.5	-1.2	37.8
沪深300	3.6	3.9	-5.1

市场数据	2016/10/28
当前价格（元）	34.65
52周价格区间（元）	21.80 - 37.91
总市值（百万）	131530.25
流通市值（百万）	131522.94
总股本（万股）	379596.67
流通股（万股）	379575.59
日均成交额（百万）	772.08
近一月换手（%）	9.39

相关报告

《五粮液（000858）调研简报：公司改革持续推进，普五提价成效尚待观察》——2016-09-19
《五粮液（000858）2016年中报点评：竞品涨价凸显普五性价比，混改提升长期效率》——2016-08-24
《五粮液（000858）跟踪报告：价格持续提升或影响市场需求，关注公司改革和并购进展（增持）*食品饮料行业*余春生》——2016-05-17
《五粮液（000858）*一批价提升导致价格敏感度降低，国企改革效果显现尚需时日（增持）*食

事件：

10月27日晚，五粮液（000858）公布了2016年三季度报，2016年前三季度公司累计实现营业收入177.00亿元，同比增长16.97%；实现归属上市公司股东的净利润51.01亿元，同比增长10.83%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润为50.55亿元，同比增长10.13%；基本每股收益1.34元，同比增长10.80%。

其中三季度，公司实现营收44.44亿元，同比增长13.49%；实现归属于上市公司股东的净利润12.15亿元，同比减少6.97%。

投资要点：

- **普五打款已经完成全年目标，预收账款暴涨924.38%** 今年五粮液两次提高普五出厂价，经销商出于涨价预期，每次涨价前都会集中提前打款。3月26日第一次提价前，经销商打款已经完成全年目标70%-80%，9月15日第二次提价前，已经完成全年目标。
- 如果仅从2016年前三季度营收16.97%的同比增长来看，并没有完全体现出经销商打款情况，因此应该结合预收款来看。截至3季度末，公司预收账款为67.23%，同比增长924.38%。如果将营收加上预收账款变化额作为真实收入，则前三季度公司真实收入为237.67亿元，同比增长65.54%。我们认为，五粮液将部分产品放在公司全国7大仓储中心，目的是为了防范向经销商压货太多会引发经销商抛货行为，减少五粮液提价政策受到的阻碍。
- 近期茅台一批价进一步提升980元左右，部分地区涨至1000元，这使得普五价格上涨压力有所降低。长期来看，公司提价政策能否成功，最重要的是终端动销能否支撑零售价格上涨，这取决于公司渠道和终端工作情况。
- **销售费用大幅提升，导致净利润小幅下滑** 2016年三季度，公司实现净利润12.15亿，同比减少6.97%。主要原因在于报告期公司对渠道进行整改，同时加大了系列酒产品宣传，相关费用大幅增加。三季度公司销售费用为8.47亿元，同比增长144.16%。

品饮料行业*余春生》——2016-03-27

《五粮液(000858)非公开发行股票暨员工持股计划获董事会通过事件点评:混改方案通过董事会批准,企业发展有望步入新台阶(增持)*食品饮料*余春生》——2015-11-02

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

- **公司已回复证监会关于定增的反馈意见,建议关注其后续进展** 8月24日,公司收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》,包括本次非公开发行价是否侵害老股东和中小投资者利益。9月29日,公司就相关问题给予回答。我们认为,近几年公司经销商盈利能力同比竞品有所降低;公司本次定增中有经销商参与,目的在于绑定经销商利益,因此公司层面调整定增价的意愿不大。我们认为,公司增发过会的可能性比较大。如果能过会,对经销商有一定的激励,有利于后继业务的拓展。
- **盈利预测和投资评级:维持“增持”评级** 预测2016/17/18年EPS分别为1.86/2.16/2.53元(暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响),对应2016/17/18年PE为18.63/16.01/13.70倍,维持公司“增持”评级。
- **风险提示:**普五终端价格上涨不达预期,非公开发行不能顺利实施的风险,市场拓展不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	21659	25320	28662	32503
增长率(%)	3%	17%	13%	13%
净利润(百万元)	6176.1	7059	8215	9599
增长率(%)	6%	14%	16%	17%
摊薄每股收益(元)	1.63	1.86	2.16	2.53
ROE(%)	13.93%	14.45%	15.18%	15.93%

资料来源:公司数据、国海证券研究所

表 1: 五粮液盈利预测表 (暂未考虑增发对公司业绩及股本的影响)

证券代码:	000858.SZ		股价:	34.65	投资评级:	增持	日期:	2016/10/28	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	13.93%	14.45%	15.18%	15.93%	EPS	1.63	1.86	2.16	2.53
毛利率	69%	71%	72%	72%	BVPS	11.41	12.53	13.84	15.36
期间费率	31%	34%	33%	33%	估值				
销售净利率	29%	28%	29%	30%	P/E	21.30	18.63	16.01	13.70
成长能力					P/B	3.04	2.76	2.50	2.26
收入增长率	3%	17%	13%	13%	P/S	6.07	5.19	4.59	4.05
利润增长率	6%	14%	16%	17%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.41	0.44	0.45	0.46	营业收入	21659	25320	28662	32503
应收账款周转率	2.46	2.46	2.46	2.46	营业成本	6672	7343	8169	9101
存货周转率	0.77	0.91	0.91	0.91	营业税金及附加	1785	1823	2006	2275
偿债能力					销售费用	3568	4406	4959	5460
资产负债率	16%	16%	15%	14%	管理费用	2129	2329	2580	2893
流动比	5.60	5.73	6.09	6.45	财务费用	(732)	(9)	(29)	(60)
速动比	4.51	4.58	4.88	5.18	其他费用 / (-收入)	8	5	7	7
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	8246	9433	10985	12841
现金及现金等价物	26374	29104	32698	36794	营业外净收支	41	39	38	40
应收款项	8792	10278	11634	13193	利润总额	8287	9472	11024	12880
存货净额	8701	10045	11151	12467	所得税费用	1877	2145	2497	2917
其他流动资产	731	854	967	1096	净利润	6410	7327	8527	9963
流动资产合计	44597	50280	56449	63551	少数股东损益	234	268	312	364
固定资产	5348	4913	4552	4216	归属于母公司净利润	6176	7059	8215	9599
在建工程	555	635	625	625	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	412	412	371	329	经营活动现金流	6691	4408	6297	7234
长期股权投资	902	902	902	902	净利润	6410	7327	8527	9963
资产总计	52547	57874	63631	70356	少数股东权益	234	268	312	364
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	584	576	532	492
应付款项	1264	1737	1928	2156	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1994	2331	2639	2992	营运资金变动	(538)	(3763)	(3074)	(3586)
其他流动负债	4709	4709	4709	4709	投资活动现金流	(394)	355	371	335
流动负债合计	7968	8777	9276	9857	资本支出	159	355	371	335
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(34)	0	0	0
其他长期负债	234	234	234	234	其他	(519)	0	0	0
长期负债合计	234	234	234	234	筹资活动现金流	(3567)	(2809)	(3269)	(3819)
负债合计	8201	9011	9510	10091	债务融资	0	0	0	0
股本	3796	3796	3796	3796	权益融资	59	0	0	0
股东权益	44345	48863	54122	60265	其它	(3626)	(2809)	(3269)	(3819)
负债和股东权益总计	52547	57874	63631	70356	现金净增加额	2729	1954	3399	3750

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。