

2016-7-19

公司报告(点评报告)

 评级 **买入** 维持

分析师 刘颜

☎ 021-68751126

✉ liuyan8@cjsc.com

执业证书编号: S0490516050001

联系人 董思远

☎ (8621)68751126

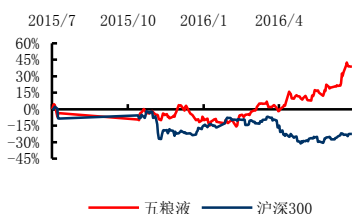
✉ dongsy@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《茅台控量政策进一步明确, 五粮液直接受益》
 2016-7-7

《回归价值, 重回增长》2016-4-29

《业绩复苏回暖, 静待国改落地》2015-10-30

五粮液 (000858)
市场受中报预期回调, 看好五粮液价值修复空间

报告要点

■ 事件描述

我们预计公司中报收入增速区间约为 15%~18%, 由于季节效应以及提价效应引起的经销商打款节奏提前, 二季度收入增速同比或略有下滑, 当然也部分包含公司业绩季度间平滑的主观意愿。但我们认为, 下半年看好公司直接受益于茅台严格控货产生的替代效应, 同时公司淡季批价并未大幅上涨, 随着中秋旺季的到来, 公司一批价有望加速上涨并实现顺价, 将为公司年内二次提价打开想象空间。因此, 我们认为公司短期业绩波动不影响长期逻辑, 重申“买入”评级。

■ 事件评论

- **二季度收入增速或略有下滑, 淡季价格受渠道库存压制:** 由于一季度提价效应引起经销商的打款积极性提高以及节奏提前, 并考虑公司季度间主观的平滑意愿, 我们认为二季度收入增速同比或略有下滑, 中报收入增速区间约为 15%~18%。由于一季度公司收入+预收款占其全年目标将近 70%, 导致二季度出货相对较少, 五粮液淡季价格也受到渠道库存的压制, 并未实现大幅度的上涨。我们认为, 渠道库存 8 月底有望消化完成, 新的打款预计在中秋来临前 8 月中旬左右开始, 公司一批价有望在近期加速上行, 或将实现顺价销售, 这也为公司年内二次提价打开了想象空间。
- **茅台控量最为直接受益者, 高度重视五粮液价值回归:** 由于目前国窖 1573 体量相对较小, 实际上高端白酒领域已实现双寡头格局, 而由于下半年茅台供应量仅 8000 吨, 旺季高端白酒存在明显供需缺口, 因此五粮液作为浓香龙头, 将成为茅台控量的最为直接受益者。而据最新的草根调研数据, 目前当前茅台批价已上行至 950 元, 而五粮液批价仍保持在 650 元左右, 价格差距从年初 200 元扩大到 300 元。因此随着在茅台批价逐步上台阶的背景下, 五粮液可能会进一步通过提升出厂价来倒逼批价上行, 缩小与茅台的价格差距, 其提价窗口可能再次来临。
- **中长期看好公司治理机制, 内生叠加外延促成长:** 中长期继续看好公司管理层与员工利益绑定后企业治理机制的激活与经营动力的释放, 内生性成长无忧。同时, 公司有较为强烈的外延式扩张预期, 其一季度货币资金达 270 亿, 公司规划十三五期间并购要达到 100 亿元左右。我们预计 2016-2017 年 EPS 分别为 1.94/2.34 元, 给予 25 倍估值, 目标价 48.5 元, 重申“买入”评级。

➢ **风险提示:** 渠道库存消化不及预期; 涨价不及预期; 业绩不达预期。

主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	21659	25341	29396	33805
增长率(%)	3%	17%	16%	15%
归属母公司所有者净利润(百万元)	6176.1	7363.2	8880.3	10335.4
增长率(%)	6%	19%	21%	16%
每股收益(元)	1.627	1.940	2.339	2.723
净资产收益率(%)	14.3%	16.2%	18.4%	20.1%
每股经营现金流(元)	1.76			

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	21659	25341	29396	33805	货币资金	26374	30236	33740	37600
营业成本	6672	7349	8378	9466	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	14987	17992	21018	24340	应收账款	126	148	172	197
%营业收入	69.2%	71.0%	71.5%	72.0%	存货	8701	9474	10728	12037
营业税金及附加	1785	2027	2352	2704	预付账款	332	362	410	459
%营业收入	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%	其他流动资产	399	443	494	568
销售费用	3568	3801	4115	4733	流动资产合计	44597	50801	57304	64386
%营业收入	16.5%	15.0%	14.0%	14.0%	可供出售金融资产	1	1	1	1
管理费用	2129	2534	2940	3381	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	902	902	902	902
财务费用	-732	-125	-141	-157	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-3.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	固定资产合计	12413	10316	8143	5987
资产减值损失	24	0	0	0	无形资产	412	391	372	353
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	34	0	0	0	递延所得税资产	640	0	0	0
营业利润	8248	9754	11752	13679	其他非流动资产	-6420	-6420	-6420	-6420
%营业收入	38.1%	38.5%	40.0%	40.5%	资产总计	52547	55993	60303	65211
营业外收支	41	63	88	101	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	8287	9818	11840	13781	应付款项	1264	1377	1559	1749
%营业收入	38.3%	38.7%	40.3%	40.8%	预收账款	1994	2333	2706	3112
所得税费用	1877	2160	2605	3032	应付职工薪酬	2387	2599	2943	3302
净利润	6410	7658	9235	10749	应交税费	1042	1192	1411	1633
归属于母公司所有者的净利润	6176.1	7363.2	8880.3	10335.4	其他流动负债	1280	1410	1582	1799
少数股东损益	234	295	355	413	流动负债合计	7968	8910	10201	11595
EPS(元/股)	1.63	1.94	2.34	2.72	长期借款	0	0	0	0
现金流量表(百万元)					应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	6691	9314	10016	11469	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	234	234	234	234
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	8201	9144	10435	11829
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	43329	45538	48202	51303
固定资产投资	-394	-422	-436	-530	少数股东权益	1016	1311	1666	2079
其他	0	0	0	0	股东权益	44345	46849	49868	53382
投资活动现金流净额	-394	-422	-436	-530	负债及股东权益	52547	55993	60303	65211
债券融资	0	0	0	0	基本指标				
股权融资	59	0	0	0		2015A	2016E	2017E	2018E
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EPS	1.627	1.940	2.339	2.723
筹资成本	2457	-5030	-6075	-7078	BVPS	11.41	12.00	12.70	13.52
其他	-4871	0	0	0	PE	21.76	18.25	15.14	13.01
筹资活动现金流净额	-2355	-5030	-6075	-7078	PEG	1.16	0.97	0.81	0.69
现金净流量	3942	3862	3504	3860	PB	3.10	2.95	2.79	2.62
					EV/EBITDA	13.34	8.56	7.07	5.97
					ROE	14.3%	16.2%	18.4%	20.1%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看好	：	相对表现优于市场	
中性	：	相对表现与市场持平	
看淡	：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
买入	：	相对大盘涨幅大于 10%	
增持	：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
中性	：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
减持	：	相对大盘涨幅小于-5%	
无投资评级	：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）
电话：021-68751100 传真：021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）
传真：027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室（100032）
传真：021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）
传真：0755-82750808, 0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。