

**投资评级：强烈推荐（上调）**
**分析师**

安雅泽 010-88366060-8768

Email: ayz@cgws.com

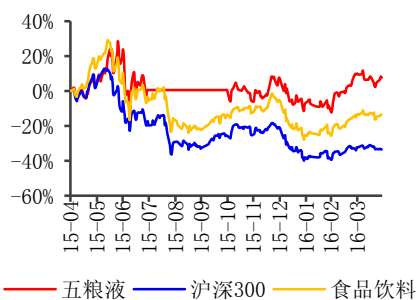
执业证书编号: S1070515110001

**市场数据**

目前股价	27.53
总市值（亿元）	1,045.03
流通市值（亿元）	1,044.95
总股本（万股）	379,597
流通股本（万股）	379,567
12个月最高/最低	33.85/21.92

**盈利预测**

	2016E	2017E	2018E
营业收入	23,869	27,091	30,423
(+/-%)	10.2%	13.5%	12.3%
净利润	7,066	8,159	9,129
(+/-%)	14.4%	15.5%	11.9%
摊薄 EPS	1.86	2.15	2.40
PE	14.79	12.81	11.45

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;五粮液年报符合预期，预收账款创几年新高&gt;&gt; 2016-03-27

&lt;&lt;拉开改革大幕，坚持控量保价&gt;&gt; 2015-01-29

&lt;&lt;增费用保收入，动销有所恢复&gt;&gt; 2014-10-31

# 一季报大幅超预期，全年高增长无忧

## ——五粮液（000858）公司动态点评

**投资建议**

季报收入大幅超预期，经销商打款积极，公司15年定增绑定经销商及核心高管利益，未来将加大分红力度，看好五粮液作为高端白酒龙头的在行业复苏态势下的投资机会。上调公司预测2016和2017年EPS为1.83元、2.15元，上调公司“强烈推荐”评级。

**投资要点**

- **事件：**五粮液发布一季报，公司实现营业收入88.26亿元，同比增长31.03%，归属于上市公司股东的净利润29.03亿元，同比增长31.91%，每股收益0.765元。
- **营收大幅超预期，预收账款创13年以来新高。**公司实现营业收入88.26亿元，同比增长31.03%，归属于上市公司股东的净利润29.03亿元，同比增长31.91%，每股收益0.765元。期末预收款68.26亿，环比2015年年末增加48.32亿，同比增加60.48亿，蓄水池大幅蓄水。公司自去年年中开始提价以来，普五出厂价已从609元提高到679元，一批价由520元提高到630-640元，提价已见成效，渠道利润得到修复，经销商信心得到增强。由于五粮液持续释放提价预期，经销商打款积极，大部分经销商一季度基本已完成全年打款任务量的60%，公司预收账款大幅增长为2016年全年的业绩增长奠定了基础。
- **高端白酒龙头复苏劲头强势，全年高增长无忧。**截至目前，高端白酒龙头茅台、五粮液和泸州老窖都公布了2016年一季报，分别增长17%，31%和16%，显示高端白酒龙头复苏加速。白酒行业经过三年调整，2015年已显示出弱复苏态势，行业分化迹象明显，高端白酒复苏大幅超越行业。随着居民消费能力的提升，国民：“喝酒，喝好酒”的消费升级观念越发强烈，高端白酒龙头凭借着强大的品牌竞争力，商务消费和大众消费已经完全承接了过去以三公消费为主的需求。公司预告2016年力争实现营收不低于238亿元，利润总额不低于88亿元，增长将达10%。我们认为在白酒行业持续复苏背景下，五粮液销售增速将会大幅跑赢行业增速，结合五粮液有持续提价的预期，经销商打款积极，2016年业绩高增长无忧。
- **公司十三五目标宏大，未来利好将逐渐释放。**公司提出十三五目标到2020年实现销售收入550亿元，公司2015年销售收入216亿元，预计未来五年复合增长率在20%以上。实现此宏伟目标的方式主要借助于第一：高端酒目标稳定增长；第二：中端系列酒放量；第三：外延并购，到2020年将实现100亿左右的外延并购目标。另外公司提出将会加大

分红力度，2015 年分红率已接近 50%，较 2014 年提高 10%。

- **盈利预测及投资建议：**季报收入大幅超预期，经销商打款积极，公司 15 年定增绑定经销商及核心高管利益，未来将加大分红力度，看好五粮液作为高端白酒龙头的在行业复苏态势下的投资机会。上调公司预测 2016 和 2017 年 EPS 为 1.83 元、2.15 元，上调公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**销售不达预期，白酒复苏不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	21,011	21,659	23,869	27,091	30,423	成长性					
营业成本	5,772	6,672	6,779	7,613	8,762	营业收入增长	-15.00%	3.08%	10.20%	13.50%	12.30%
销售费用	4,309	3,568	3,628	4,009	4,320	营业成本增长	-12.68%	15.59%	1.60%	12.30%	15.10%
管理费用	2,047	2,129	2,339	2,655	2,981	营业利润增长	-29.74%	2.66%	14.47%	15.52%	11.94%
财务费用	-658	-732	-246	-284	-315	利润总额增长	-28.73%	3.39%	14.40%	15.45%	11.89%
投资净收益	14	34	38	39	39	净利润增长	-26.81%	5.85%	14.42%	15.45%	11.89%
营业利润	8,032	8,246	9,440	10,905	12,206	盈利能力					
营业外收支	-16	41	41	41	41	毛利率	72.53%	69.20%	71.60%	71.90%	71.20%
利润总额	8,016	8,287	9,481	10,946	12,247	销售净利率	27.77%	28.51%	29.61%	30.12%	30.01%
所得税	1,958	1,877	2,143	2,474	2,768	ROE	14.47%	13.93%	14.68%	15.53%	15.89%
少数股东损益	223	234	272	313	351	ROIC	15.87%	15.92%	19.26%	21.12%	21.45%
净利润	5,835	6,176	7,066	8,159	9,129	营运效率					
资产负债表	/ 百					销售费用/营业收入	20.51%	16.47%	15.20%	14.80%	14.20%
流动资产	38500	44597	48650	54064	60595	管理费用/营业收入	9.74%	9.83%	9.80%	9.80%	9.80%
货币资金	22382	26374	32264	35572	39552	财务费用/营业收入	-3.13%	-3.38%	-1.03%	-1.05%	-1.03%
应收账款	123	107	110	125	140	投资收益/营业利润	0.18%	0.41%	0.40%	0.36%	0.32%
应收票据	7369	8665	7140	8104	9101	所得税/利润总额	24.42%	22.65%	22.60%	22.60%	22.60%
存货	8091	8701	8468	9509	10945	应收账款周转率	182.79	199.54	203.02	204.16	204.45
非流动资产	7909	7949	8001	8022	7742	存货周转率	0.69	0.78	0.75	0.74	0.40
固定资产	6061	5904	6003	6071	5839	流动资产周转率	0.51	0.46	0.46	0.47	0.44
资产总计	46409	52547	56650	62086	68337	总资产周转率	0.42	0.40	0.40	0.42	0.40
流动负债	5925	7968	8267	9310	10646	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	0.13	0.16	0.15	0.15	0.16
应付款项	732	1264	1285	1443	1660	流动比率	6.50	5.60	5.89	5.81	5.69
非流动负债	146	227	227	227	227	速动比率	5.13	4.51	4.86	4.79	4.66
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	6071	8195	8494	9537	10873	EPS	1.54	1.63	1.86	2.15	2.40
股东权益	40333	44345	48150	52543	57458	每股净资产	10.63	11.68	12.68	13.84	15.14
股本	3796	3796	3796	3796	3796	每股经营现金流	0.21	1.76	2.66	2.13	2.37
留存收益	35634	39533	43066	47145	51710	每股经营现金/EPS	0.14	1.08	1.43	0.99	0.99
少数股东权益	903	1016	1288	1601	1952	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	46404	52540	56644	62080	68330	PE	17.91	16.92	14.79	12.81	11.45
现金流量表	/ 百					PEG	1.51	1.22	1.08	1.08	-
经营活动现金流	795	6691	10097	8081	9003	PB	2.59	2.36	2.17	1.99	1.82
其中营运资本减少	(6057)	(63)	2137	(1064)	(1214)	EV/EBITDA	13.08	12.83	10.67	9.27	8.29
投资活动现金流	(1187)	(394)	(674)	(694)	(458)	EV/SALES	4.98	4.84	4.39	3.87	3.44
其中资本支出	(411)	(395)	(674)	(694)	(458)	EV/IC	2.88	2.83	2.84	2.56	2.33
融资活动现金流	(2989)	(2355)	(3533)	(4079)	(4564)	ROIC/WACC	1.74	1.74	2.11	2.31	2.35
净现金总变化	(3381)	3942	5890	3308	3980	REP	1.66	1.62	1.35	1.11	0.99

**研究员介绍及承诺**

**安雅泽:** 英国莱斯特大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券从事机构销售, 2015 年 7 月从事食品饮料行业研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com  
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com  
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686  
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼  
邮编: 200135 传真: 021-61680357  
网址: <http://www.cgws.com>