

白酒



徐静欢

食品饮料研究员

021-38565934

xujh@xyzq.com.cn

五粮液（000858）

期待资产注入后的业绩释放

推荐

（维持）

2009-2-17

投资要点

- **08年公司实现每股收益0.477元，符合市场预期。**报告期内公司实现营业收入793306.87万元，同比增长了8.25%；实现营业利润243112.83万元，同比增长11.35%；实现净利润（指新会计准则中的归属于母公司所有者的净利润）181068.76万元，同比增长23.27%；每股收益为0.477元，符合市场预期；每股经营性净现金流为0.52元，分红预案为向全体股东每10股派现0.50元（含税）。
- **净利润增速高于营业收入增速的主要原因在于新税法的实施。**在公司控量政策下，2008年公司销售五粮液系列酒7.58万吨，同比下降了22.5%，营业收入呈小幅增长的主要原因来自于公司产品提价。公司净利润增速大于营业收入增速主要是受益于新税法，报告期内公司实际所得税税率为23.74%，同比下降了8.65个百分点。
- **公司下半年产品毛利率大幅度下降，值得推敲。**报告期内公司高价位酒、中低价位酒和酒类产品毛利率分别为66.73%、16.65%和54.69%，同比下降了5.22、-0.15和-0.28个百分点，较08年中期下降了6.8、1.56和4.46个百分点。虽然公司对52度五粮液进行控量会对其销售造成一定的影响，但08年8月股份公司对进出口公司52度五粮液还上调了30元出厂价，在这样情况下，公司全年高价位酒的毛利率较08年上半年还下降了6.8个百分点，对此我们表示质疑。
- **资产注入进程低于预期。**公司在08年8月公布公告称拟把普什集团和环球集团资产注入上市公司，但目前尚未完成，进度低于市场先前预期。资产注入完成后，预计将会给公司09年EPS增厚约0.10元。我们认为公司未来业绩增长主要来自缩小股份公司与进出口公司之间酒类产品的价差，公司也表示09年会继续提高对进出口公司的销售价格，提价幅度可能30-60元/瓶，这样将增厚公司EPS为0.1-0.16元。
- **估值讨论。**考虑到公司09年会完成资产注入和减少跟进出口公司之间的价差，预计公司09、10、11年的EPS分别为0.69、0.77、0.89元，维持公司长期“推荐”的投资评级。

- 2 -