

白酒

黄巍

0755-82026732

huangwei1@cjis.cn

五粮液

000858

推荐

一季度开局良好 09 年做好 3 项工作

公司近期就 2009 年的发展战略和经营情况与投资者进行了沟通。

投资要点:

- **1 季度开局良好，全年主营收入力争增长近 2 成。**公司 1 季度 1 级酒产量创历史新高，收入增长预计可达 10%，参考最新公布四川地区前 2 月销售收入增长 14.58%，公司 1 季度收入目标可以实现。2009 年公司主营收入预计增长 2 成，其中有大部分增量是吸收进来公司的包装对外业务，基于 4 月 3 日股东将会通过资产收购方案的假设，我们认为全年 2 成收入增长可以完成。
- **2009 年做好 3 项工作。**具体是：1) **产品结构优化。**体现在五粮液 1618 和五粮液老酒两个方面，五粮液 1618 价格高于普通五粮液近 50 元，规划 2009 年占五粮液销售比例从 08 年的 10% 提升到 30%；五粮液老酒价格是普通五粮液的 3 倍，规划 2009 年从 08 年的 56 吨提升到 200 吨；2) **丰富产品广度和深度。**体现在公司开发酱香型白酒和一款中档白酒，五粮液酱香型白酒规划 2009 年销 1000 吨，目前库存 5000 吨，产能 2 万吨，对茅台暂无冲击；开发六和液系列，定位中档酒，丰富公司产品梯度；3) **弥补销售短板。**公司销售短板体现在团购方面，2008 年团购销售收入增长近 2 倍，2009 年仍是工作重点。
- **管理层薪酬和股权激励有新说法。**公司管理层薪酬报表数量较小与其奖金来自于政府而非上市公司有关，依据不是上市公司支出无需列入公司报表之上；股权激励有意向，但时间和方案仍需观察。
- **进出口公司整体收购仍需等待合适时机。**其与上市公司关联交易的解决方式主要还是靠调整结算价，通过整体收购来解决关联交易的方式仍需等待公司认为的合适时机。
- **目标价 17.50 元，维持“推荐”评级。**预测公司 2009~2011 年 EPS 为 0.70 元、0.82 元和 0.99 元，给予 2009 年 25 倍 PE，目标价 17.50 元，由于公司存在结算价调整的预期，仍然维持“推荐”评级。

6-12 个月目标价： 17.50 元

当前股价： 15.50 元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2375.00
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	2047
流通市值(亿)	355
EPS (TTM)	0.48
每股净资产 (元)	2.54
资产负债率	16.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
五粮液	18.11	20.32	-9.16
上证综合指数	22.25	20.29	-2.50



相关报告

五粮液系列报告 (之一): 酒类注入资产 用平滑年度 PS 估价相对合理

2008/08/26

五粮液系列报告 (之二): 结算价调整幅度 预计在 90 元/瓶

2008/09/08

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	7933	9411	9876	11108
同比(%)	8%	19%	5%	12%
归属母公司净利润(百万元)	1811	2673	3123	3745
同比(%)	23%	48%	17%	20%
毛利率(%)	54.4%	61.9%	62.8%	65.1%
ROE(%)	15.9%	19.0%	19.1%	19.5%
每股收益(元)	0.48	0.70	0.82	0.99
P/E	32.49	22.01	18.84	15.71
P/B	5.17	4.19	3.59	3.07
EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8742	10756	10157	13224	营业收入	7933	9411	9876	11108
现金	5925	7942	7254	10104	营业成本	3618	3584	3674	3878
应收账款	5	8	9	10	营业税金及附加	566	687	612	689
其它应收款	26	46	48	54	营业费用	891	1082	958	1039
预付账款	45	7	7	8	管理费用	589	621	553	605
存货	2077	1951	2001	2112	财务费用	-160	-104	-114	-130
其他	663	801	838	937	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	4755	5290	8192	8061	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	27	27	27	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	4334	4393	4356	4255	营业利润	2431	3541	4192	5028
无形资产	61	57	54	50	营业外收入	1	0	0	0
其他	332	813	3756	3729	营业外支出	33	0	0	0
资产总计	13496	16046	18349	21285	利润总额	2399	3541	4192	5028
流动负债	2040	1896	1856	1958	所得税	569	850	1048	1257
短期借款	0	0	0	0	净利润	1830	2691	3144	3771
应付账款	38	36	37	39	少数股东损益	19	18	21	25
其他	2002	1861	1820	1919	归属母公司净利润	1811	2673	3123	3745
非流动负债	0	3	3	3	EBITDA	2707	3845	4525	5379
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.70	0.82	0.99
其他	0	3	3	3					
负债合计	2040	1899	1859	1961	主要财务比率				
少数股东权益	76	94	115	140	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	3796	3796	3796	3796	成长能力				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	8.2%	18.6%	4.9%	12.5%
留存收益	6631	9304	11625	14434	营业利润	11.3%	45.6%	18.4%	19.9%
归属母公司股东权益	11380	14053	16376	19185	归属于母公司净利润	23.3%	47.6%	16.8%	19.9%
负债和股东权益	13496	16046	18349	21285	获利能力				
					毛利率	54.4%	61.9%	62.8%	65.1%
					净利率	22.8%	28.4%	31.6%	33.7%
					ROE	15.9%	19.0%	19.1%	19.5%
					ROIC	41.8%	56.1%	44.5%	53.5%
					偿债能力				
					资产负债率	15.1%	11.8%	10.1%	9.2%
					净负债比率				
					流动比率	4.28	5.67	5.47	6.75
					速动比率	3.26	4.63	4.38	5.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.64	0.57	0.56
					应收账款周转率	1208	1246	1024	1059
					应付账款周转率	105.81	96.96	101.25	102.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.70	0.82	0.99
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.75	0.88	1.06
					每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.70	4.31	5.05
					估值比率				
					P/E	32.49	22.01	18.84	15.71
					P/B	5.17	4.19	3.59	3.07
					EV/EBITDA	20	14	12	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

黄巍, 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 武汉华中科技大学国际金融专业学士、数量经济学硕士, 加拿大温哥华 UBC (英属哥伦比亚) 数量经济学硕士, 3 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 贵州茅台、五粮液、泸州老窖、水井坊、张裕、青岛啤酒、伊利股份、双汇发展、燕京啤酒等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434