

五粮液(000858)

资产注入渐行渐近

——五粮液停牌公告点评

胡春霞 洪婷
 021-38676186 021-38676550
 huchunxia@gtjas.com hongting@gtjas.com

本报告导读:

- 五粮液因筹划设立“宜宾五粮液酒类销售公司”事宜而停牌，我们预计公司与进出口公司的大额关联交易可能在短期内获得一定的解决，增厚公司业绩。

事件:

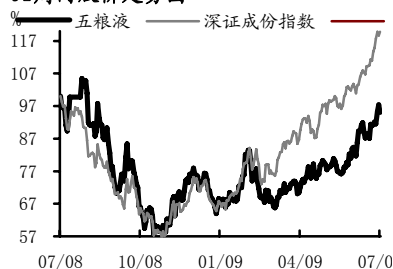
- 五粮液公司于7月8日停牌并发布停牌公告：公司目前正与四川省宜宾五粮液集团有限公司筹划合资设立“宜宾五粮液酒类销售有限责任公司”事宜，以彻底解决公司与五粮液集团进出口公司之间存在的五粮液系列酒内销、出口关联交易，相关事宜正在办理，尚存在不确定性。

评级: **增持**
 上次评级: 谨慎增持
目标价格: **¥24.00**
 上次预测: ¥19.00
当前价格: **¥20.63**
 2009.07.09

交易数据

52周内股价区间(元)	11.69~22.66
总市值(百万元)	78,311
总股本/流通A股(百万股)	3,796/3,796
流通B股/H股	
流通股比例	100.0%
日均成交量(百万股)	35.4
日均成交值(百万元)	588.1

52周内股价走势图



相关报告

结算价格提高，销售毛利率上升
 (09.04.21)
 基本符合预期，即将结束资产注入等待
 (09.02.18)

评论:

- 公司公告称其目前正与四川省宜宾五粮液集团有限公司筹划合资设立“宜宾五粮液酒类销售有限责任公司”事宜，以彻底解决公司与五粮液集团进出口有限公司之间存在的五粮液系列酒内销、出口关联交易，相关事宜正在办理，尚存在不确定性。因此公司决定于7月8日中午开始停牌，待相关事宜确定后再复牌。
- 公告符合我们之前对进出口公司可能在近期注入上市公司的预期。我们之前预期公司近期可能通过某种方案将隶属于集团的进出口公司注入上市公司以彻底解决五粮液集团与上市公司之间的关联交易，此举将有可能增厚五粮液股份公司的业绩。本次的停牌和公告在一定程度上验证了这一点：上市公司和集团可能会通过设立新的合资子公司的形式将进出口公司注入上市公司，具体方案和细节目前尚未披露。
- 上市公司与进出口公司的大额关联交易削弱了公司的盈利能力。进出口公司是上市公司销售其五粮液系列高档酒的主要渠道，07和08年进出口公司与上市公司之间的关联交易额达到41.28和41.33亿元，占公司白酒总收入的57%和53%。公司大部分高档产品都是以一个较低的价格先销售给进出口公司然后再由进出口公司以469元/瓶的价格出售，这种销售模式使得部分公司的利润流入了进出口公司，削减了公司的盈利能力。

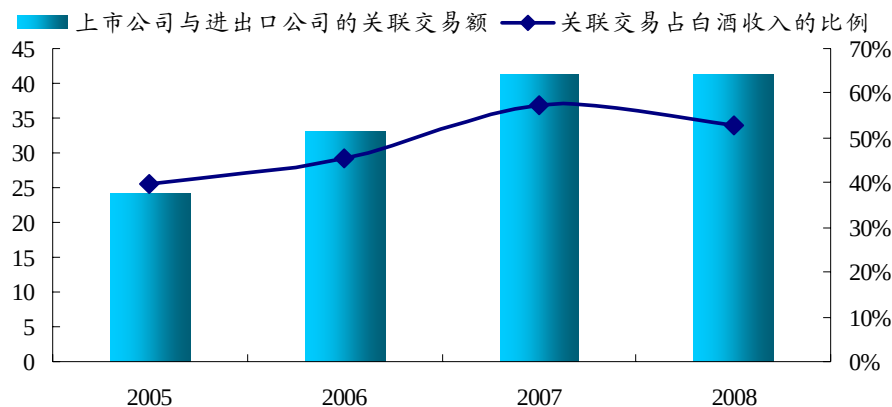
近年来投资者一直希望公司可以尽快解决这一关联交易，公司分别于2008年10月和2009年1月将与进出口公司的协议价格调高到了约388元/瓶将部分进出口公司的部分利润注入了上市公司。按目前与进出口公司388元/瓶的协议价格计算，同时假设公司09年通过进出口公司销售的高档白酒在8000吨左右，平均售价为469元/瓶，预计09年进出口公司的净利润约为8亿元左右。

- 本次资产注入如果实现将解决长期困扰公司的大额关联交易问题，增厚公司业绩。如果上市公司在短期内通过与集团合资设立子公司，并将进出口公司装入新设立的子公司，并且持股比例达到100%的话，相当于将进

出口公司 8 亿多的利润注入上市公司，不考虑消费税的影响，我们预计将增厚公司 09 年 EPS 约 0.1 元，2010 年 EPS 约 0.20 元，公司 2009-2010 年的业绩预测就相应的提高到 **0.81、0.93** 元。给予公司 09 年 30 倍市盈率，调高目标价到 **24 元**，复牌后股价还有一定的上涨空间，调高评级到增持。

- **风险：**目前具体方案公司和相关细节尚未公布，以何种形式设立子公司，进出口公司如何装入新建的子公司，上市公司对新建子公司的持股比例等问题尚不确定，本次重组对公司盈利的增厚量也存在一定的不确定性，提请投资者注意相关风险。

图 1：上市公司与进出口公司的关联交易情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com