

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年7月13日

五粮液(000858.SZ)/20.63元

与进出口公司关联交易解决速度快于预期

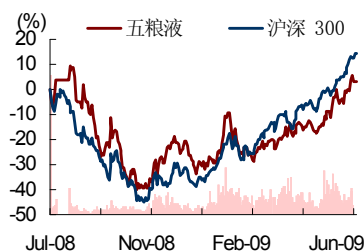
日用消费·食品饮料
审慎推荐-B(上调)

基础数据

上证综指	3114
总股本(万股)	379597
已上市流通股(万股)	379552
总市值(亿元)	783
流通市值(亿元)	783
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	16.3
资产负债率	11.5%
主要股东	宜宾市国资经营公司
主要股东持股比例	56.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	48	-1
相对表现	-1	-29	-15



相关报告

- 《食品饮料业 2009 年 6 月月报 - 高端品行情淋漓尽致, 大众品中报值得期待》2009/7/1
- 《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金时期, 高端品承压通胀预期》2009/6/15
- 《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4
- 《糖酒会见闻录之二 - 五粮液(000858)发力酱香, 加强团购》2009/3/30
- 《五粮液(000858) - 总代品牌贡献增量, 资产注入确定日程》2009/2/18

事件: 五粮液于今日发布公告, 将与集团公司共同以现金方式出资设立“宜宾五粮液酒类销售有限责任公司”, 注册资本 5000 万元, 上市公司控股 80% 股份, 集团公司占 20%。酒类销售公司设立后, 股份公司原来通过进出口公司销售的内销、出口酒产品全部归入酒类销售公司统一管理和销售, 集团公司承诺不再设立与进出口公司酒类业务类似的公司, 不再承担酒类产品的销售。出资双方约定, 酒类销售公司设立后自正式运行(预计 2009 年 7 月)起的收益即并入股份公司会计报表。

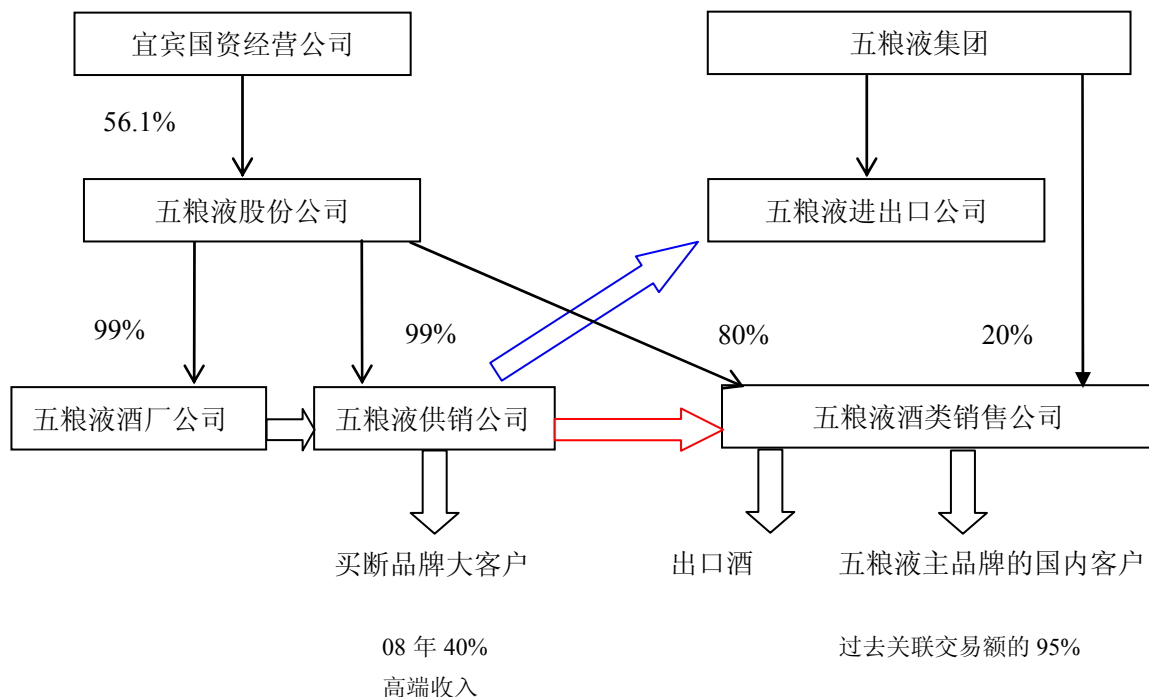
- **与进出口公司关联交易的解决速度快于预期。**五粮液与集团成立合资公司以取代集团进出口公司业务一事的消息早先在市场有流传, 不过与前次解决普什集团关联交易的进度相比, 这次快了很多, 公司能够积极改进的态度值得肯定, 当然这也与外部舆论、监管机构给予的压力分不开。不过公司选择白酒消费税严格征管尚未落槌之前进行, 有些难解。
- **公司有望截回 8 亿元漏出利润, 我们调高今明两年盈利预测。**公司尚没有披露集团进出口公司历史盈利情况, 我们一直估计为 10 亿元水平, 80% 权益就能享有 8 亿元, 今年从 7 月份起并表, 能贡献公司 EPS0.10 元, 我们调高公司 09 年 EPS 到 0.73 元, 同时将公司 2010 年 EPS 由 0.78 元提高到 0.89 元, 维持 2011 年 1.00 元 EPS 不变。我们过去的预测是按照明后两年每年对进出口公司提高 50 元结算价的方式来增厚 EPS, 显然比此次调整要慢。
- **我们上调公司投资评级由“中性-B”到“审慎推荐-B”。**目前 PE 估值 30 倍较为合理, 考虑一是该方案的出台, 二是今年全年业绩增速将超过 50%, 市场必然会有所追捧, 带来交易性机会。不过公司关联交易的改善并不意味着经营能力的改善, 我们近期调研了解到, 公司高端酒销售恢复情况一般, 中档酒遭遇地产酒竞争, 也没有享受到本轮发展机遇, 公司的大经销商代理制短期之内还不能为符合行业发展规律的深度分销模式所取代, 所以我们维持长期评级 B 不变。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7329	7933	11104	13781	14936
同比增长	-1%	8%	40%	24%	8%
营业利润(百万元)	2183	2431	3774	4684	5288
同比增长	22%	11%	55%	24%	13%
净利润(百万元)	1469	1811	2759	3390	3807
同比增长	26%	23%	52%	23%	12%
每股收益(元)	0.39	0.48	0.73	0.89	1.00
PE	53.3	43.2	28.4	23.1	20.6
PB	8.2	6.9	5.9	5.0	4.3

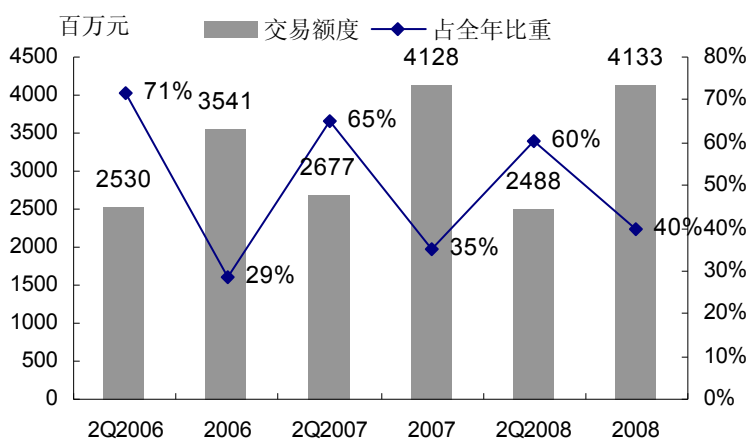
资料来源: 招商证券

图 1、五粮液与酒类销售公司股权结构图



资料来源：公司资料、招商证券，注：细箭头为股权关系，粗箭头为产品销售路径，每过一个环节都有加价，其中蓝色粗箭头为过去对五粮液进出口公司的销售，红色粗箭头为现在对控股子公司五粮液酒类销售公司的销售。

图 2、五粮液与进出口公司关联交易额及各半年度占比

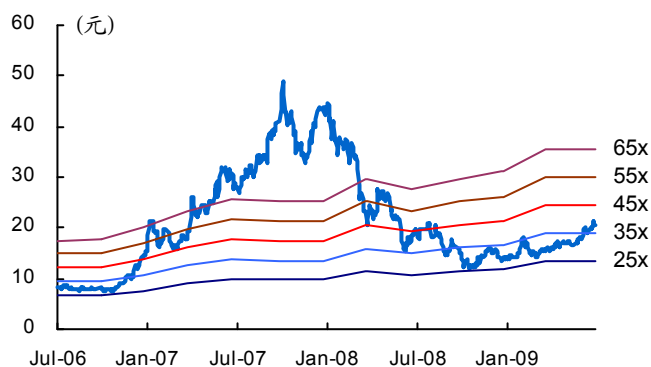


资料来源：公司资料、招商证券

表 1、五粮液销售收入结构预测表

单位: 百万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入合计	7386	7329	7933	11104	13781	14936
高档酒收入	4358	4938	5936	7282	8621	9483
中低档酒收入	2976	2284	1880	2193	2368	2605
其他	53	107	117	1629	2792	2848
合计收入增长率	15.1%	-0.8%	8.2%	40.0%	24.1%	8.4%
高档酒收入增长率	39.2%	13.3%	20.2%	22.7%	18.4%	10.0%
中低档酒收入增长率	-0.7%	-23.2%	-17.7%	16.7%	8.0%	10.0%
主营业务税金及附加	686	583	566	742	920	1045
税金/销售收入	9.29%	7.95%	7.13%	6.68%	6.68%	7.00%
毛利合计	3213	3368	3749	5348	6580	7065
高档酒毛利	2673	3210	3576	4730	5741	6201
中低档酒毛利	514	137	132	292	281	294
其他	26	21	40	326	558	570
毛利增长率	33.1%	4.8%	11.3%	42.6%	23.0%	7.4%
高档酒	56.4%	20.1%	11.4%	32.3%	21.4%	8.0%
中低档酒	-26.7%	-73.4%	-3.3%	120.6%	-3.9%	4.7%
毛利率	43.5%	46.0%	47.3%	48.2%	47.7%	47.3%
高档酒	61.3%	65.0%	60.2%	65.0%	66.6%	65.4%
中低档酒	17.3%	6.0%	7.0%	13.3%	11.9%	11.3%

资料来源: 招商证券

图 3: 五粮液历史 PE Band


资料来源: 招商证券

图 4: 五粮液历史 PB Band


资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2009 年 6 月月报 - 高端品行情淋漓尽致, 大众品中报值得期待》
2009/7/1
- 2、《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金阶段, 高端品承通胀预期》
2009/6/15
- 3、《食品饮料业 2009 年 2 季度投资策略 - 寻找补涨机会》2009/5/4
- 4、《糖酒会见闻录之二 - 五粮液 (000858) 发力酱香, 加强团购》2009/3/30
- 5、《五粮液 (000858) - 总代品牌贡献增量, 资产注入确定日程》2009/2/18
- 6、《五粮液 (000858) - 明年将新推酱香型酒搅动产业格局》2008/12/29

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	6484	8742	7898	11455	15072
现金	4061	5925	3960	6473	9594
交易性投资	8	8	8	8	8
应收票据	524	602	842	1045	1133
应收款项	7	5	6	8	9
其它应收款	28	26	36	45	49
存货	1806	2077	2908	3705	4094
其他	51	98	137	171	185
非流动资产	5088	4755	8165	7542	6976
长期股权投资	26	27	27	27	27
固定资产	4671	4334	7751	7133	6572
无形资产	62	61	55	49	44
其他	328	332	332	332	332
资产总计	11572	13496	16064	18997	22048
流动负债	1943	2040	2561	2944	3108
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	30	38	53	66	72
预收账款	712	1053	1459	1828	1986
其他	1201	949	1049	1049	1049
长期负债	3	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	0	0	0	0
负债合计	1945	2040	2561	2944	3108
股本	3796	3796	3796	3796	3796
资本公积金	953	953	953	953	953
留存收益	4820	6631	8562	10935	13600
少数股东权益	57	76	191	369	591
母公司所有者权益	9569	11380	13311	15684	18349
负债及权益合计	11572	13496	16064	18997	22048

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1666	1973	2663	3419	4041
净利润			2759	3390	3807
折旧摊销			589	724	666
财务费用			(198)	(209)	(321)
投资收益			(2)	(2)	(2)
营运资金变动			(607)	(668)	(334)
其它			121	184	224
投资活动现金流	(243)	(106)	(4000)	(100)	(100)
资本支出			(4000)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(148)	(3)	(628)	(807)	(819)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(828)	(1017)	(1142)
其他			199	210	323
现金净增加额	1275	1865	(1965)	2513	3122

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7329	7933	11104	13781	14936
营业成本	3378	3618	5014	6281	6826
营业税金及附加	583	566	666	758	747
营业费用	783	891	1080	1327	1408
管理费用	498	589	769	940	989
财务费用	(92)	(160)	(198)	(209)	(321)
资产减值损失	(1)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	3	2	2	2	2
营业利润	2183	2431	3774	4684	5288
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	7	33	7	7	7
利润总额	2178	2399	3768	4679	5283
所得税	706	569	894	1111	1254
净利润	1473	1830	2874	3568	4029
少数股东损益	4	19	115	178	222
母公司所有者净利润	1469	1811	2759	3390	3807
EPS (元)	0.39	0.48	0.73	0.89	1.00

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	-0.9%	8.2%	40.0%	24.1%	8.4%
营业利润	21.6%	11.3%	55.2%	24.1%	12.9%
净利润	25.8%	23.3%	52.4%	22.9%	12.3%
获利能力					
毛利率	53.9%	54.4%	54.8%	54.4%	54.3%
净利率	20.0%	22.8%	24.8%	24.6%	25.5%
ROE	15.4%	15.9%	20.7%	21.6%	20.7%
ROIC	14.7%	15.1%	20.2%	21.3%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	16.8%	15.1%	15.9%	15.5%	14.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.3	4.3	3.1	3.9	4.9
速动比率	2.4	3.3	1.9	2.6	3.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.0	1.9	2.0	1.9	1.8
应收帐款周转率	1123	1327	1914	1911	1795
应付帐款周转率	101.4	105.8	110.4	105.7	99.0
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.48	0.73	0.89	1.00
每股经营现金	0.44	0.52	0.70	0.90	1.06
每股净资产	2.52	3.00	3.51	4.13	4.83
每股股利	0.00	0.05	0.22	0.27	0.30
估值比率					
PE	53.3	43.2	28.4	23.1	20.6
PB	8.2	6.9	5.9	5.0	4.3
EV/EBITDA	16.6	15.7	10.2	8.2	7.6

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。