

五粮液 (000858.SZ)

改善价值提升公司业绩

——五粮液点评

✍ 闫亚磊
☎ 86-22-2845 1975
✉ yanyl@bhqz.com

核心观点:

- 与集团合资设立酒类销售公司解决关联交易
- 解决关联交易提高盈利水平, 提升资本市场形象
- 上调公司评级至“买入”

投资要点:

● 成立合资公司解决关联交易

五粮液公告: 股份公司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 5,000 万元, 法定代表人唐桥, 本公司占 80% 股份, 集团公司占 20%, 股份公司控股酒类销售公司。酒类销售公司设立后, 本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。

● 解决与进出口公司存在的关联交易可以增厚公司业绩

之前五粮液股份公司的五粮液主品牌主要是通过进出口公司进行内外销, 进出口公司隶属于集团, 但是五粮液股份公司与进出口公司的结算价要显著低于进出口公司对经销商的结算价。按照新的方案, 股份公司将拥有销售有限责任公司 80% 的权益, 增后 09 年和 10 年每股收益分别为 0.12 元和 0.26 元。

● 向资本市场传达积极信号, 为之后的管理层激励奠定基础

五粮液品牌实力雄厚, 但是股份公司与集团之间的关联交易一直影响公司股价。今年年初, 股份公司收购集团旗下的酒类相关资产之后, 与进出口公司之间关联交易的解决就成为重点。我们认为与进出口公司之间的关联交易能够解决, 将会彻底改变资本市场对五粮液的投资态度。另外, 我们认为关联交易的彻底解决为之后的管理层激励奠定了良好的基础, 对管理层的激励有望提速。

● 上调五粮液的投资评级至“买入”

上调公司 09 年-10 年每股收益至 0.79 元和 1.06 元, 目前股价对应的市盈率分别为 26.2 倍和 19.5 倍。一直以来我们对五粮液的投资评级都为中性, 原因无它, 就是因为其与集团之间的关联交易有损股东利益。本次五粮液彻底解决与进出口公司之间的关联交易, 我们上调公司评级至“买入”, 给予公司股票 28-30 元的目标价。

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	7329	7933	8884	10616	12739
EBITDA(百万元)	2556	2705	3578	4098	4894
净利润(百万元)	1469	1811	2991	4015	4746
摊薄 EPS(元)	0.39	0.48	0.79	1.06	1.25
PE(X)	53.3	43.2	26.2	19.5	16.5
EV/EBITDA(X)	29.1	26.8	20.1	16.5	12.7
PB(X)	8.14	6.84	5.49	4.28	3.40
ROIC	14.66%	15.11%	15.72%	14.05%	13.62%
总资产周转率	0.67	0.63	0.60	0.58	0.55

评级:

买入

上次评级

中性

目标价格:

¥ 28-30

上次预测

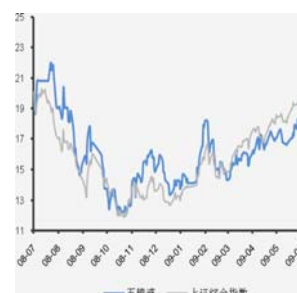
¥ 14.74-17.6

当前价格:

¥ 20.63

2009.7.12

单季度业绩	元/股
1Q/2009	0.3321
2Q/2009	0.1358
3Q/2009	0.1373
4Q/2009	0.1848



公司简介

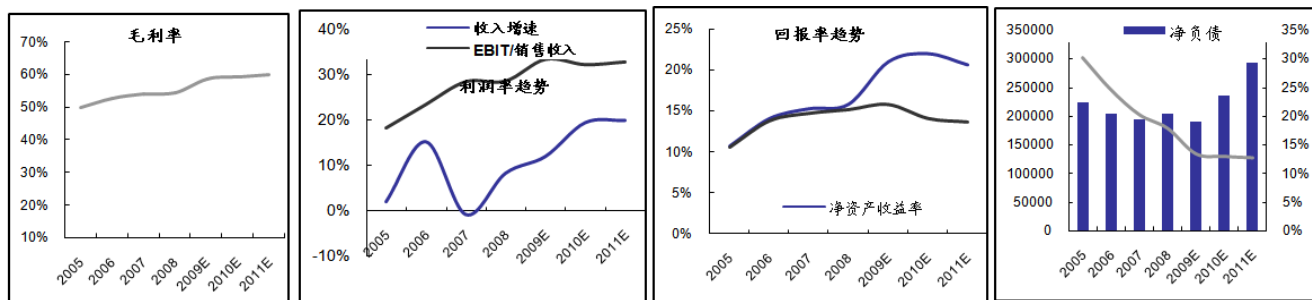
公司以五粮液及其系列酒的生产、销售为主要产业, 系统研制开发了五粮春、五粮醇、五粮神等不同档次不同口味的系列产品。五粮液品牌连续在中国白酒制造业和食品行业“最有价值品牌”中排位居前, 具有市场领导力。

相关报告

《中档酒发展超预期 关联交易解决有望提速》

《白酒主业仍处调整期 关注改善价值》

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	4061	5925	6331	10901	16380	营业收入	7329	7933	8884	10616	12739
应收票据	524	602	1217	1454	1745	营业成本	3378	3618	3668	4319	5108
应收账款	7	5	6	7	8	营业税金及附加	583	566	634	757	908
预付款项	8	45	47	49	52	销售费用	783	891	953	1327	1592
其他应收款	28	26	29	35	42	管理费用	498	589	660	788	946
存货	1806	2077	181	213	252	财务费用	-92	-160	-83	-116	-184
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0	0
长期股权投资	26	27	27	27	27	投资收益	3	2	918	1825	1975
固定资产	4671	4334	5994	6608	6644	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	323	328	2264	1282	741	营业利润	2183	2431	3970	5366	6343
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-5	-32	0	0	0
无形资产	62	61	62	62	62	税前利润	2178	2399	3970	5366	6343
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	706	569	973	1341	1586
资产总计	11572	13496	16167	20648	25963	净利润	1473	1830	2998	4024	4757
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	1469	1811	2991	4015	4746
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	4	19	7	10	11
应付账款	30	38	45	45	54	基本每股收益	0.39	0.48	0.79	1.06	1.25
预收款项	712	1053	1435	1892	2440	稀释每股收益	0.39	0.48	0.79	1.06	1.25
应付职工薪酬	193	37	37	37	37	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	942	828	300	300	300	成长性					
其他应付款	66	84	84	84	84	营收增长率	-0.9%	8.2%	12.0%	19.5%	20.0%
其他流动负债	0	0	0	1	2	EBIT 增长率	20.4%	8.7%	30.9%	15.3%	22.2%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	25.8%	23.3%	65.2%	34.2%	18.2%
负债合计	1945	2040	1903	2360	2918	盈利性					
股东权益合计	9626	11456	14264	18288	23045	销售毛利率	53.9%	54.4%	58.7%	59.3%	59.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	20.0%	22.8%	33.7%	37.8%	37.3%
净利润	1473	1830	2998	4024	4757	ROE	15.3%	15.8%	21.0%	22.0%	20.6%
折旧与摊销	469	436	608	673	710	ROIC	14.66%	15.11%	15.72%	14.05%	13.62%
经营活动现金流	1666	1973	3800	2935	3525	估值倍数					
投资活动现金流	-243	-106	-3287	1520	1770	PE	53.3	43.2	26.2	19.5	16.5
融资活动现金流	-148	-3	-107	116	184	P/S	10.7	9.9	8.8	7.4	6.1
现金净变动	1275	1865	406	4571	5478	P/B	8.14	6.84	5.49	4.28	3.40
期初现金余额	2786	4061	5925	6331	10901	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	4061	5925	6331	10901	16380	EV/EBITDA	29.1	26.8	20.1	16.5	12.7



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	石油化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮编 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn