

食品饮料行业

报告原因: 公告点评

2009 年 7 月 13 日

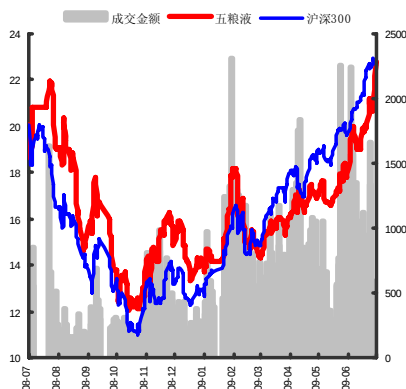
市场数据: 2009 年 7 月 13 日

收盘价(元)	22.69
一年内最高/最低(元)	40.30/11.69
市净率	6.81
市盈率	47.6
流通 A 股市值(百万元)	86120

基础数据: 2009 年 3 月 31 日

每股收益(元)	0.33
营业收入(百万元)	3338.85
净利润(百万元)	1260.66
总股本/流通 A 股(百万)	3795/3795

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

五粮液

(000858)

增持

大步向前解决关联交易, 增厚业绩 0.10 元

维持评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	7,933	8.2	1,811	23.3	0.48	22.8	15.8	47.6
2009E	10,266	29.4	2,715	49.9	0.72	26.4	19.2	31.7
2010E	12,610	22.8	3,650	34.5	0.96	28.9	20.5	23.6
2011E	13,576	7.7	4,056	11.1	1.07	29.9	18.5	21.2

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

主要事件:

公司与五粮液集团协商决定, 共同出资设立“宜宾五粮液酒类销售有限责任公司”, 注册资本 5,000 万元, 其中公司占股 80%, 集团公司占股 20%, 酒类销售公司设立后, 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。

投资要点:

● **大踏步向前, 关联交易解决速度远超预期。**公司特殊的股权关系使得公司的关联交易问题一直为市场所诟病, 向集团转移利润的猜测也一直没有停息。虽然早从 2001 年起, 公司就曾通过实施“资产置换”, 收购酿酒生产车间资产, 减少基酒关联交易, 06 年以来也曾多次在公告中强调: 公司将积极与五粮液集团公司协商, 逐步将五粮液集团公司与公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来。但是, 由于五粮液集团与上市公司等各方利益难以平衡, 公司其他酒类资产整合注入的步调和节奏一直比较缓慢, 直至 2008 年 8 月公司发布《资产购买暨关联交易预案公告》, 才将有关资产整合的具体工作再次提上日程。不过, 对于占公司销售收入过半, 对公司业绩具有重要影响的进出口公司问题, 则仅是做出理顺价格的承诺, 未有实质进展。岂料仅仅几月之后, 此次解决进出口公司关联交易的方案横空出世, 公司对关联销售交易的处理已不再只是停留在结算价格的小幅调整上, 而是通过另立新公司作为上市公司子公司, 将原有进出口公司完全摆脱, 彻底解决了公司巨额的关联销售问题, 其速度之快及步调之大远超预期, 极大地体现了公司解决关联交易问题的决心。至此为止, 五粮液集团内大部分酒类相关资产已基本注入上市公司, 远早于 07 年提出的 2010 年底前的预定期限, 未来公司白酒业务的市场价值将得到进一步体现。

● **利润流回, 增厚公司业绩。**此前, 五粮液集团下属的进出口公司是公司五粮液等高端酒品的主要销售渠道, 公司将产品以较低的价格销售给

进出口公司，再由进出口公司以正常出厂价销售给经销商，使得部分利润由上市公司流入到进出口公司中去。此次，通过成立公司控股的酒类销售公司替代进出口公司进行酒类产品的销售管理，按持股比例，原本进出口公司的利润将有 80%重新流回上市公司，公司业绩将得到明显增厚。假设公司销售给销售公司的价格与原来进出口公司的结算价格相当，则销售公司进销价差约为 81 元/瓶，按内销 9000 吨计算，销售公司利润约为 9.35 亿元，按公司控股 80%计算，公司利润约增加 7.48 亿元，将使得 2010 年的每股收益增加约 0.20 元。根据出资双方约定，酒类销售公司设立后自正式运行起的收益即并入本公司会计报表，预计在 2009 年 7 月，则关联销售解决可增厚 09 年业绩 0.10 元。

●**投资建议：**不考虑消费税调整影响，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.72、0.96、1.07 元，对应动态市盈率分别为 31.7、23.6、21.2 倍，目前估值处于合理水平，关联交易解决带来的业绩增长、宏观经济好转带来的销售向好以及提价预期，将可为公司带来一定的交易性机会，维持“增持”评级。

●**风险提示：**宏观经济再次探底；消费税调整。

表 1：关联交易处理进程表

时间	方式	内容
2001 年		实施“资产置换”，收购酿酒生产车间资产。
2006 年	年报	根据规划，公司将积极与五粮液集团公司协商， 逐步 将五粮液集团公司中与上市公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来。
2007 年	年报	整合五粮液集团所属的部份酒类相关资产， 三年内逐步 将五粮液集团公司中与上市公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来， 预计 2010 年底内整合完成 ，约需资金 60 余亿元。该项目 2008 年内约需资金 19 亿元。
2008 年 8 月 18 日	公告	公司拟以现金向普什集团、环球集团购买其直接及间接持有酒类经营性资产及负债（按 2008 年 6 月 30 日净资产计算需资金约 28.67 亿元）。 与进出口公司共同承诺：在公司与普什集团等的资产整合交易完成后，将按相应程序修改公司与进出口公司于 2007 年 11 月 8 日签订的《内销商品购销协议》，以按市场定价原则重新约定公司向进出口公司销售酒类的价格。
2009 年 2 月 18 日	公告	资产评估已完成（根据评估报告，交易标的净资产评估值合计为 3,817,773,564.89 元），资产购买议案确定，提请股东大会审议通过后方可实施；同时，本次交易属国有资产转让，公司及五粮液集团将按国有资产管理的有关规定履行相应审批程序。
2009 年 2 月 24 日	公告	发布《资产购买暨关联交易公告》，对具体资产评估结果进行说明。
2009 年 7 月 13 日	公告	2009 年 7 月 8 日，公司与五粮液集团协商决定，共同出资设立“宜宾五粮液酒类销售有限责任公司”，以彻底解决与进出口公司间销售方面存在的关联交易，其中公司占 80%股份，五粮液集团公司占 20%。预计销售公司自 2009 年 7 月即可正式运行，且收益并入公司会计报表。

资料来源：公司公告 山西证券研究所

表 2：进出口公司关联交易情况

	2008	2007	2006
与进出口公司关联交易额（万元）	413,631.42	413,234.86	355,012.97
关联销售总额（万元）	416,486.35	417,186.11	357,710.00
与进出口公司关联交易占关联销售比重（%）	99.31	99.05	99.25
高价位酒营业收入（万元）	593,609.67	493,786.91	435,759.36
与进出口公司关联交易占高价酒收入比重（%）	69.68	83.69	81.47
营业收入总额（万元）	793,306.87	732,855.58	739,700.65
与进出口公司关联交易占总营业收入比重（%）	52.14	56.39	47.99

资料来源：公司年报 山西证券研究所

表 3：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	7,933.07	10,266.40	12,610.00	13,576.00
营业收入	7,933.07	10,266.40	12,610.00	13,576.00
二、营业总成本	5,503.52	6,649.90	7,750.23	8,176.77
营业成本	3,618.07	4,309.16	4,875.15	5,081.44
营业税金及附加	565.75	728.91	895.31	963.90
销售费用	890.83	1,129.30	1,387.10	1,493.36
管理费用	588.99	667.32	819.65	882.44
财务费用	-159.95	-184.80	-226.98	-244.37
资产减值损失	-0.17	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
投资净收益	1.58	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	2,431.13	3,616.50	4,859.77	5,399.23
加：营业外收入	1.45	1.50	1.50	1.50
减：营业外支出	33.42	10.00	10.00	10.00
五、利润总额	2,399.16	3,608.00	4,851.27	5,390.73
减：所得税	569.46	865.92	1,164.30	1,293.78
六、净利润	1,829.70	2,742.08	3,686.96	4,096.96
减：少数股东损益	19.01	27.42	36.87	40.97
归属于母公司所有者的净利润	1,810.69	2,714.66	3,650.09	4,055.99
七、每股收益：	0.48	0.72	0.96	1.07
净利润增长率(%)	23.27	49.92	34.46	11.12

资料来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。