

阴霾逐步散去，维持买入评级

事件：新华网 9 月 23 日电：中国证监会 23 日对宜宾五粮液股份有限公司涉嫌违法违规案的案情进行了通报。据了解，证监会于 2009 年 7 月 28 日对宜宾五粮液股份有限公司涉嫌违法违规行为立案稽查。经初步调查，发现五粮液涉嫌未按规定披露重大证券投资行为及较大投资损失、未如实披露重大证券投资损失且披露的主营业务收入数据存在差错。

我们的观点：

- **停牌事项指向投资失误，对公司造成的负面影响最小：**09 年中报已披露存放于中科证券的 8295 万存款金额已被证券投资者保护基金公司托管；而媒体所质疑的与亚洲证券（已破产）委托理财金额为 5500 万，如此次停牌原因由未披露投资损失所导致，即使将委托理财损失一次性计入损益，8500 万元的投资损失占公司 08 年 18.3 亿净利润的 4.64%。影响较小。

立案调查不会影响五粮液的品牌价值：推荐公司的逻辑仍然存在，

- **考核机制面临本质的变革：**公司近年相对茅台发展的滞后很大程度上源于宜宾市和四川省政府双重交叉管制下的体制束缚，去年至今随着包装、进出口公司资产的陆续注入，以及股权激励提上日程，治理结构正发生本质的变革。随着考核制度逐步由集团过度到上市公司，利润和资源将进一步向上市公司倾斜。
- **渠道结构逐步改善：**近年五粮液的销售模式也在积极变化，直接帮助经销商深入一线，承担一些促销费用，并设置配送中心。在新模式的探索下，五粮醇上半年销量录得较大幅度的增长。此外，公司和经销商均表示团购业务基数较低，增长很快；尤其针对海陆空军、国防大学等现有和潜在军务市场的发展势头良好。国庆期间亦针对阅兵方阵专门设计了一款阅兵酒，将进一步加大军务消费中的影响力。
- **发力中端，高端放量可期：**上半年中端酒销量增长了 10%-20%，中端市场的逐步成长为高端酒的放量提供了支持。中端酒的集中度低，无强势的全国性品牌，公司自身的品牌建设面临区域强势白酒企业的激烈竞争和漫长的品牌培育期，因此有动力迈开扩张的步伐。。
- **维持买入评级：**公司 21.6 元的收盘价较 9 月 7 日收盘价下跌了 10.7%，亦到了前期抄底资金的成本线。随着事态的逐步明朗，市场的担忧将逐步散去；10 年对应 21x 的市盈率位于白酒行业上市公司的低位，维持买入的评级，目标价 30.7 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 9 月 23 日) 21.6 元

目标价格 (6 个月) 30.7 元

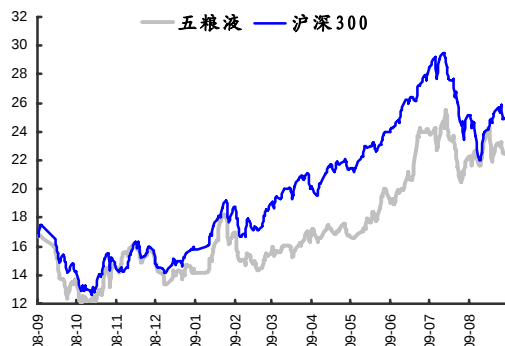
总股本/A 股 (万股) 379597/379554

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告日期 2009 年 9 月 23 日

股价表现



财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7933	11537	14940	16914
主营业务利润	3,749	5,852	7,731	9,089
净利润 (百万)	1829.7	3067.4	4154.2	5021.1
每股收益 (元)	0.477	0.756	1.023	1.237
每股经营现金	0.520	0.591	1.062	1.339
市盈率(X)	45.3	28.6	21.1	17.5
市净率(X)	7.2	6.0	4.9	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《五粮液——安全边际+改善空间》	2009-8-18
《五粮液——质疑中的投资机遇》	2009-9-13

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7933	11537	14940	16914
增长率	8.2%	45.4%	29.5%	13.2%
主营业务成本	3618.07	4777.29	5843.50	6233.61
%销售收入	54%	59%	61%	63%
毛利	4,315	6,760	9,096	10,680
%销售收入	45.61%	41.41%	39.11%	36.86%
营业税金及附加	565.75	908.00	1365.18	1590.80
%销售收入	7.1%	7.9%	9.1%	9.4%
营业费用	890.83	1036.78	1299.74	1454.59
%销售收入	11.2%	9.0%	8.7%	8.6%
管理费用	588.99	801.49	1037.83	1158.07
%销售收入	7.4%	6.9%	6.9%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	2271.01	3973.74	5379.43	6469.87
%销售收入	28.6%	34.4%	36.0%	38.3%
财务费用	-159.95	-116.08	-159.51	-225.00
%销售收入	-2.0%	-1.0%	-1.1%	-1.3%
营业利润	2431.1	4089.8	5538.9	6694.9
营业利润率	30.6%	35.4%	37.1%	39.6%
营业外收支	-31.97	0.00	0.00	0.00
税前利润	2399.2	4089.8	5538.9	6694.9
利润率	30.2%	35.4%	37.1%	39.6%
所得税	569.46	1022.46	1384.73	1673.72
所得税率	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1829.7	3067.4	4154.2	5021.1
少数股东损益	19.01	199.38	270.02	326.37
归属于母公司的净利	1810.7	2868.0	3884.2	4694.8
净利率	22.8%	24.9%	26.0%	27.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1810.7	2868.0	3884.2	4694.8
非现金支出	435.9	486.0	462.7	458.7
非经营收益	1.3	-116.1	-159.5	-225.0
营运资金变动	-294.3	-1193.5	-427.6	-173.9
经营活动现金净流	1972.6	2243.8	4029.8	5080.9
资本开支	-106.0	-60.0	-60.0	-60.0
投资	0.5	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-105.5	-60.0	-60.0	-60.0
股权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
债权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资有关现金	-2.5	0.0	0.0	0.0
股利、偿付利息	0.0	-457.5	-617.3	-714.0
筹资活动现金净流	-2.5	-457.5	-617.3	-714.0
现金净流量	1864.6	1726.3	3352.5	4307.0

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	5925.4	7651.7	11004.2	15311.1
应收款项	633.8	1990.3	2577.2	2917.7
存货	2076.9	2498.9	2903.8	2950.1
其他流动资产(预付)	106.4	145.4	179.5	199.2
流动资产总计	87.4	122.9	166.6	213.8
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	27.5	27.5	27.5	27.5
固定资产	4662.1	4267.8	3870.8	3471.1
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	60.9	55.5	63.7	71.6
其他非流动资产	4.4	4.4	4.4	4.4
非流动资产总计	47.5	43.6	39.7	35.7
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	13497	16642	20631	24953
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	1175.2	1551.7	1898.1	2024.8
其他流动负债	865.3	1122.9	1388.6	1501.5
流动负债总计	20.4	26.7	32.9	35.3
长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总计	2040.5	2674.6	3286.7	3526.3
普通股股东权益	11380.1	13674.5	16781.8	20537.6
少数股东权益	75.9	275.2	545.3	871.6
负债股东权益合计	13496	16624	20614	24936
	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标				
每股收益	0.477	0.756	1.023	1.237
每股净资产	5.176	2.998	3.602	4.421
每股经营现金净流	0.520	0.591	1.062	1.339
回报率				
净资产收益率	15.91%	20.97%	23.15%	22.86%
总资产收益率	13.42%	17.23%	18.83%	18.81%
增长率				
主营业务收入增长率	8.25%	45.43%	29.49%	13.21%
EBIT 增长率	8.65%	74.98%	35.37%	20.27%
净利润增长率	23.27%	67.64%	35.43%	20.87%
总资产增长率	16.63%	23.29%	23.97%	20.95%
资产管理能力				
应收账款周转率	230.7	19.4	11.3	10.6
存货周转率	1.7	1.9	2.0	2.1
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
偿债能力				
资产负债率	15.12%	16.07%	15.93%	14.13%

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静 食品饮料行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力以勤勉的职业态度独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因不因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn