

五粮液(000858): 关联交易解决带来业绩大增 增持(维持)

食品饮料行业/白酒

当前股价: 21.41 元

报告日期: 2009 年 10 月 18 日

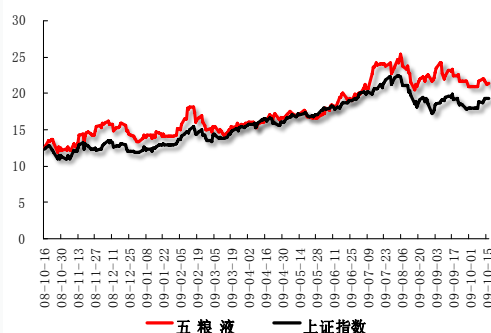
主要财务指标 (单位: 百万元)

白酒业务	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7933	9909	11481	13291
(+/-)	8%	25%	16%	16%
营业利润	2431	2922	3421	3703
(+/-)	11%	20%	17%	8%
归属于母公司的净利润	1811	2004	2361	2544
(+/-)	23%	11%	18%	8%
每股收益 (元)	0.48	0.52	0.63	0.67
市盈率 (倍)	43	39	34	32

公司基本情况 (2009 年 9 月 30 日止)

总股本/已流通股 (万股)	379,597/379,554
流通市值 (亿元)	812.62
每股净资产 (元)	3.55
资产负债率 (%)	27.78

股价表现 (最近一年)



天相消费品组

联系人—王 爽

021-58824282-807 wangs@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2009 年 1-9 月, 公司实现营业收入 80.3 亿元, 同比增长 22.06%, 营业利润 31.51 亿元, 同比增长 47.76%, 实现归属母公司净利润 22.99 亿元, 同比增长 44.67%, 实现每股收益 0.61 元。其中, 第三季度实现营业收入 26.89 亿元, 同比增长 35.7%, 营业利润 10.08 亿元, 同比增长 157.36%, 实现归属母公司净利润 6.95 亿元, 同比增长 136.64%, 实现每股收益 0.18 元。
- 解决关联交易促第三季度业绩大幅提升。**第三季度, 公司营业收入同比大幅提升 35.7%, 同时, 毛利率大幅增长 17.51 个百分点, 达到 62.75%, 推动营业利润同比增长 1.57 倍。单季业绩的大幅提升主要归功于 7 月份关联交易的解决, 五粮液进出口公司这个长期的“出血点”, 多年来造成公司的利润水平明显低于同类上市公司, 关联交易的解决有助于公司利润的提升。因原进出口公司尚有几亿已经签订的合同, 所以关联交易解决给公司带来的利润上升尚未完全体现, 但所有新订单已由新供销公司 (公司占股权 80%) 接手, 后续解决关联交易对公司利润的贡献将会进一步体现。
- 消费税从严征收对公司利润影响尚难判断, 出厂价上调或已搁置。**报告期内, 公司营业税及附加/收入的比例为 6.75%, 同比仍有下降 0.56 个百分点, 但环比有 0.57 个百分点的提升。综合来看, 由于公司非酒类收入的增加, 消费税从严征收对公司利润的影响尚难判断。而因此前已经上调终端价格和经销商的价格, 市场对公司上调出价的预期最大, 但随后公司因“亚洲证券”事件被证监会立案调查, 陷入相对尴尬的处境, 虽然目前立案调查一事已经基本明了, 但公司提价一事可能已被搁置。
- 报告期内, 多项指标出现较大幅度波动。**报告期内, 公司完成了酒类相关资产的收购, 引起公司多项指标同比大幅波动: (1) 存货及固定资产大幅度增加, 并导致公司总资产增长 40.14% (其中, 存货同比增长 57%, 固定资产同比增长 55%); (2) 公司的预收账款较年初增加了近 20 亿元, 同比增长 1.88 倍 (以前放在进出口公司的预收账款回流), 当然资产负债率也同比上升 12.66 个百分点, 达到了 27.78%。另外, 虽然报告期内公司支付了 38 亿收购资产款, 但货币资金仍比年初增长了 6.39 亿元 (经营性现金流净额同比增长 1.61 倍), 增幅为 10.78%。

- **全年业绩预增50%，符合我们的预期。**公司预计全年净利润增速在50%或以上，我们以50%的增长率测算，公司2009年归属母公司净利润将达到27亿元，合计EPS为0.72元，目前符合我们年初对公司业绩的预测。
- **盈利预测和评级。**对于公司被证监会立案一事，我们认为，由于“三宗罪”已经拨开云雾，公司的基本经营并未受到影响，公司负面的影响应该是短期的。从关联交易解决对公司利润大幅增厚的角度来看，历史遗留的“出血点”已经渐渐瓦解，公司依然存在长期的投资价值。我们预计公司2009-2010年EPS分别为0.72元和1.08元，当前21.41元股价对应的PE分别为30X和20X，估值水平已经具备一定的吸引力，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**(1) 大盘系统性风险；(2) 食品安全风险；(3) 白酒消费税征收力度加大对公司业绩造成的进一步的损失。

附表1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008'1-9月	2009'1-9月
综合毛利率(%)	53.91%	54.39%	54.48%	62.25%
归属母公司净利润率(%)	20.04%	22.82%	24.16%	28.63%
净资产收益率(%)	15.35%	15.91%	14.24%	17.05%

附表2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008'1-9月	2009'1-9月
营业费用(万元)	78,276	89,083	64,206	77,295
营业费用率(%)	10.68%	11.23%	9.76%	9.63%
管理费用(万元)	49,806	58,899	43,823	60,413
管理费用率(%)	6.80%	7.42%	6.66%	7.52%
财务费用(万元)	-9,223	-15,995	-8,772	-6,602
财务费用率(%)	-1.26%	-2.02%	-1.33%	-0.82%
期间费用(万元)	118,859	131,986	99,256	131,106
期间费用率(%)	16.22%	16.64%	15.09%	16.33%

附表3：季度报表比较

	2007Q3	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q3
营业收入	170,018	308,615	151,113	198,140	135,439	268,879
增长率(%)	9.02%	8.19%	32.49%	35.70%	5.36%	35.70%
减：营业成本	96,585	121,086	69,907	108,477	62,338	100,132
毛利率(%)	43.19%	60.76%	53.74%	45.25%	53.97%	1750.69%
减：营业税金及附加	13,369	19,322	12,142	14,484	10,628	18,144
销售费用	20,753	19,126	22,101	22,979	24,878	28,827
管理费用	12,122	15,563	13,937	14,323	15,076	23,521
财务费用	-453	-1,561	-5,920	-1,291	-7,223	-2,537
期间费用率	19.07%	10.73%	19.93%	18.17%	24.17%	18.53%
资产减值损失	0	-56	-75	0	114	-8
投资净收益	51	0	-93	0	251	3
营业利润	27,690	135,136	38,928	39,168	29,880	100,804
增长率(%)	-9.36%	22.79%	24.19%	157.36%	-100.00%	157.36%
加：营业外收入	-885	21	41	60	22	0
减：营业外支出	0	4	2,951	192	195	20
利润总额	26,804	135,153	36,018	39,037	29,708	100,784
增长率(%)	-12.53%	22.86%	38.09%	158.18%	46.17%	158.18%
利润率(%)	15.77%	43.79%	23.84%	19.70%	21.93%	37.48%
减：所得税	8,647	33,582	6,774	9,443	7,147	24,503
实际税负比率(%)	32.26%	24.85%	18.81%	24.19%	24.06%	24.31%
净利润	18,157	101,571	29,244	29,594	22,561	76,281
归属于母公司所有者	17,983	100,811	28,765	29,359	22,134	69,477
净利润						
增长率(%)	-10.28%	25.05%	19.54%	136.64%	52.93%	136.64%
净利润率(%)	10.58%	32.67%	19.04%	14.82%	16.34%	25.84%
少数股东损益	174	760	479	235	427	6,803

附表4：五粮液盈利预测

单位：元	2007A	2008A	2009E	2010E
内部增长	0.39	0.48	0.52	0.63
普什集团	0	0	0.09	0.11
解决进出口公司	0	0	0.11	0.34
合计 EPS	0.39	0.48	0.72	1.08

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100