



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 12 月 21 日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

审慎推荐

五粮液(000858.CH)

五粮液经销商大会见闻

主要财务信息

(人民币百万元)	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
主营业务收入	7,386	7,329	7,933	9,258	12,287	14,373
(+/-%)	15.1	-0.8	8.2	16.7	32.7	17.0
主营业务利润	3,213	3,368	3,749	5,107	7,404	9,002
(+/-%)	33.1	4.8	11.3	36.2	45.0	21.6
净利润	1,170	1,469	1,811	3,023	4,597	5,755
(+/-%)	47.9	25.5	23.3	66.9	52.1	25.2
每股收益 (元)	0.43	0.39	0.48	0.80	1.21	1.52
(+/-%)	47.9	-10.3	23.3	66.9	52.1	25.2
每股经营现金流 (元)	0.49	0.44	0.52	0.94	1.30	1.63
市盈率 (倍)	64.3	71.7	58.2	34.8	22.9	18.3
市净率 (倍)	9.1	10.9	9.2	7.3	5.6	4.4
股价/经营现金流	56.3	63.2	53.4	29.4	21.3	17.0
EV/EBITDA (倍)	33.6	28.9	27.3	16.2	10.9	8.9
净资产收益率 (%)	14.2	15.4	15.9	21.3	24.9	24.2
投入资本回报率 (%)	13.9	14.8	15.1	21.1	24.8	24.2
股息收益率 (%)	0.2	0.0	0.2	0.3	0.5	0.6

股票信息

股票代码	000858 CH
当前股价	人民币 27.74
日成交量 (百万股)	32.98
52周最高价/最低价	人民币 30.58/13.3
总市值 (百万元)	105,300
发行股数 (百万股)	3,796
其中: 流通股 (百万股)	3,796
主要股东 (持股比例)	宜宾市国有资产经营有限公司 (56.07%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
五粮液	-7.5%	4.5%	23.6%	107.9%
深证A股指数	-7.4%	-5.0%	9.5%	103.7%
中金食品饮料指数	-6.4%	-1.4%	13.1%	90.8%

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

12/18/2009 2009 年五粮液经销商大会

投资提示:

上调 2010 年盈利预测 17%至每股收益 1.21 元, 强调五粮液的持续投资机会。

理由:

2010 年五粮液酒放量已有基础。2009 年公司一级酒产量大幅度提高至 12000 吨以上, 为 2010 年放量奠定基础。目前公司新增 20 个五粮液品牌的开发酒, 兼顾 52 度五粮液酒渠道价格稳定和五粮液酒持续放量。

提价渠道仍有预期。目前 52 度五粮液酒处于断货状态, 但由于渠道价差较高, 经销商全年利润仍同比大幅增加。目前, 52 度五粮液出厂价与一批价价差高达 100 元/瓶, 经销商普遍预期 52 度五粮液 2010 年提价 50 元/瓶。

五粮液系列酒潜力巨大。2009 年五粮醇收入达到 5.69 亿元, 同比增长 33%, 增长主要来自 09 年下半年推出的淡雅系列。五粮醇的身上我们看到系列酒的巨大潜力:

(1) 借助五粮液平台, 系列酒品牌基础更为敦实, 具全国拓展基础。(2) 利润水平和销售规模具提升潜力。老五粮醇渠道利润和收入已基本稳定, 而淡雅系列新品(终端价在 88 元以上)的推出有效提升五粮醇的价格和规模。2010 年五粮醇目标达到 10 亿元, 同比增速将达到 76%, 增长主要来自淡雅系列。(3) 若五粮醇重新打造成功, 则其他系列酒的重新运作提供参考模式, 完成“老品换新颜”的过程。

2010 年盈利增长仍有惊喜。我们预期销售公司余下 20%的股权将在 2010 年完成注入, 增厚 2010 年盈利 0.053 元。同时, 五粮液将通过体制和激励机制的改革为长期发展奠定机制基础。目前, 公司已引入市值考核等激励措施, 2010 年五粮液销售和管理运作将有更多惊喜。

估值:

上调 2010 年五粮液和中低价位酒销量增速假设至 20%和 20%。上调 2010 年盈利预测 17%至 1.21 元。目前, 09-10 年市盈率为 34.8 倍和 22.9 倍, 维持“审慎推荐”, 强调五粮液的持续投资价值。

风险: 证监会调查一事仍有变动。

图表 1：盈利预测调整表

(人民币：百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	同比变化	调整前	调整后	同比变化
销售收入	9367	9258	-1.2%	10920	12287	12.5%
毛利率	64.4%	63.3%	-1.1%	68.4%	69.4%	1.1%
主营业务税金	749	754	0.6%	974	1129	15.9%
营销费用	675	670	-0.6%	770	828	7.6%
营销费用/销售收入	7.2%	7.2%	0.0%	7.0%	6.7%	-0.3%
管理费用	450	448	-0.4%	502	497	-1.1%
管理费用/销售收入	4.8%	4.8%	0.0%	4.6%	4.0%	-0.6%
息税前利润	4159	3988	-4.1%	5223	6079	16.4%
息税前利润率	44.4%	43.1%	-1.3%	47.8%	49.5%	1.6%
所得税率	25.0%	25.0%	0.0%	25.0%	25.0%	0.0%
净利润	3149	3023	-4.0%	3924	4597	17.1%
净利润率	33.6%	32.7%	-1.0%	35.9%	37.4%	1.5%
每股收益 (人民币元)	0.83	0.80	-4.0%	1.03	1.21	17.1%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	7386	7329	7933	9258	12287	14373
主营业务利润	3213	3368	3749	5107	7404	9002
营业费用	(1005)	(783)	(891)	(670)	(828)	(875)
管理费用	(472)	(498)	(589)	(448)	(497)	(530)
营业利润	1739	2087	2269	3988	6079	7597
财务费用	50	92	160	100	114	156
税前利润	1786	2178	2399	4088	6193	7753
净利润	1,170	1,469	1,811	3,023	4,597	5,755
每股盈利 (元)	0.43	0.39	0.48	0.80	1.21	1.52
每股股利 (元)	0.06	-	0.05	0.08	0.13	0.16
现金流量表						
经营活动现金流净额	1336	1666	1973	3579	4940	6180
投资活动现金流净额	(250)	(243)	(106)	(3818)	0	0
融资活动现金流净额	(271)	(148)	(3)	(190)	(317)	(482)
货币资金增加额	815	1275	1865	(428)	4623	5698
货币资金期初余额	1971	2786	4061	5925	5497	10120
货币资金期末余额	2786	4061	5925	5497	10120	15818
资产负债表						
货币资金	2786	4061	5925	5497	10120	15818
应收款项	676	531	602	702	932	1090
存货	1508	1806	2077	1955	2263	2553
长期投资合计	26	26	27	27	27	27
固定资产合计	5212	4994	4662	7916	7204	6493
无形资产及其他资产	65	62	61	59	58	56
资产合计	10,334	11,572	13,496	16,299	20,746	26,179
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付帐款	36	30	38	36	40	43
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	1,211	942	828	828	828	828
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	2,711	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备和未分配利润	5,546	5,773	7,584	10,417	14,697	19,970
负债和所有者权益合计	10,334	11,572	13,496	16,299	20,746	26,179

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及其主要假设

(人民币: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	7,329	7,933	9,258	12,287	14,373
五粮液	4,938	5,936	6,415	8,568	9,896
中低价酒	2,284	1,880	2,736	3,612	4,370
销量(吨)	98,000	76,000	95,685	114,822	125,701
平均单价(元/吨)	74,934	104,658	96,753	107,008	114,345
五粮液	n.a.	n.a.	638,291	710,474	781,521
中低价酒	n.a.	n.a.	31,950	35,145	38,659
毛利率	53.9%	54.4%	63.3%	69.4%	71.8%
五粮液	72.0%	66.7%	77.0%	79.0%	79.0%
中低价酒	16.5%	16.7%	22.0%	40.0%	50.0%
营业费用	783	891	670	828	875
营业费用率	10.7%	11.2%	7.2%	6.7%	6.1%
管理费用	498	589	448	497	530
管理费用率	6.8%	7.4%	4.8%	4.0%	3.7%
税前利润	2,178	2,399	4,088	6,193	7,753
税前利润率	29.7%	30.2%	44.2%	50.4%	53.9%
所得税率	32.4%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,469	1,811	3,023	4,597	5,755
净利润率	20.0%	22.8%	32.7%	37.4%	40.0%

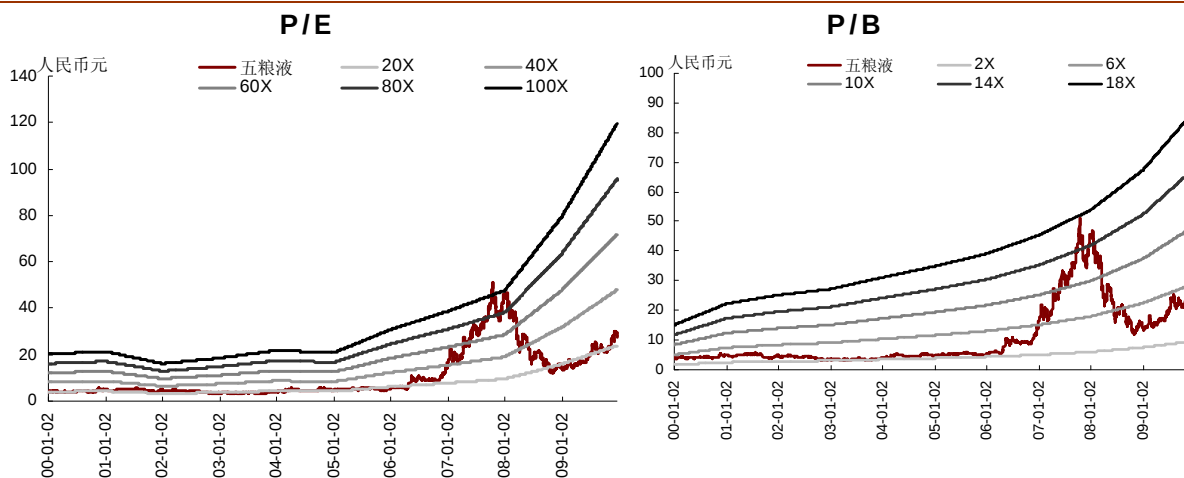
资料来源: 中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

公司 (截至2009-12-18)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008	2009E	2010E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	41.1	33.0	24.9	13.6	10.1	7.6	33.8	31.8	31.6	0.5	0.7	0.9	27.2	21.7	16.5
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	58.2	34.8	22.9	9.2	7.3	5.6	15.9	21.3	24.9	0.2	0.3	0.5	27.3	16.2	10.9
泸州老窖	000568.SZ	推荐	39.5	34.3	25.8	14.3	12.7	11.1	36.4	37.3	43.1	2.9	3.3	4.3	31.0	28.7	23.0
水井坊	600779.SH	审慎推荐	31.6	29.6	26.2	6.9	6.4	6.0	21.9	21.9	23.0	2.6	2.4	2.7	14.8	20.9	18.1
山西汾酒	600809.SH	推荐	71.5	43.4	24.0	11.0	9.2	7.3	16.7	23.8	34.0	1.0	1.6	2.9	31.6	23.9	15.2
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	41.0	33.3	28.0	14.4	12.2	10.4	35.2	36.5	36.9	1.7	2.1	2.5	29.6	23.7	19.9
金枫酒业	600616.SH	中性	29.0	30.2	28.1	6.7	5.9	5.2	23.0	19.4	18.3	1.2	1.2	1.2	21.0	21.1	19.3
古越龙山	600059.SH	中性	35.0	48.8	50.5	2.7	3.8	3.7	7.8	8.1	7.5	0.0	2.5	2.4	20.6	18.8	18.9
可选消费类平均			43.4	35.9	28.8	9.8	8.5	7.1	23.8	25.0	27.4	1.3	1.8	2.2	25.4	21.9	17.7
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	中性	47.4	40.2	32.7	2.2	4.0	3.6	9.2	10.0	10.9	1.3	0.0	0.0	13.8	11.6	9.2
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	40.9	36.3	26.7	7.5	6.8	6.2	18.9	19.6	24.1	1.7	1.7	2.2	20.6	18.6	14.8
青岛啤酒	600600.SH	中性	64.7	34.0	26.8	7.4	5.5	4.8	11.5	16.1	18.1	0.7	1.4	1.7	24.7	14.8	12.6
燕京啤酒	000729.SZ	审慎推荐	46.4	33.0	28.4	3.5	3.1	2.9	6.7	8.8	9.6	0.8	1.2	1.4	18.0	12.7	11.3
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	40.8	31.3	29.1	11.9	9.7	8.3	29.2	31.0	28.5	1.3	1.7	1.8	23.1	18.1	16.5
*ST伊利	600887.SH	审慎推荐	n.m.	30.2	23.9	7.1	6.0	5.0	n.m.	19.8	20.9	0.0	0.7	0.8	n.m.	14.4	11.5
光明乳业	600597.SH	回避	n.m.	66.4	49.5	4.7	4.4	4.1	n.m.	6.6	8.2	0.0	0.2	0.6	n.m.	17.2	14.6
低价快消类平均			48.0	38.8	31.0	6.3	5.6	5.0	15.1	16.0	17.2	0.8	1.0	1.2	20.0	15.3	12.9
A股覆盖总体平均			45.2	37.3	29.8	8.2	7.1	6.1	20.5	20.8	22.6	1.1	1.4	1.7	23.3	18.8	15.5

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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及完整性不作任何保证。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。