

治理机制进一步完善，措施超预期

事件：

23 日，公司公告进一步完善治理结构的整改方案。方案主要包括五大措施，其中对“调查门”所涉及的证券投资做出了措施回应。

研究结论：

- 我们一直期盼公司在完善治理结构方面做出重大整改方案，但今次的整改方案出台的时间和措施的完善程度是超预期的，我们认为随着治理结构的不断完善，市场应修正公司一直以来因治理结构不完善造成的估值折价。
- 完善法人治理结构，并规范高管人员薪酬管理。
 1. 宜宾市国资委收回股东权利，集团公司将不再拥有国资委授权其对上市公司的管理权，这从根本上结束了集团对上市公司的治理影响，公司和相关领导层将变得更为独立，另外也对公司和集团的办公场所做了相对分开的处理，可进一步保障上市公司的独立性；
 2. 国资委对公司单列考核，在集团公司兼职的高管只能在上市公司参加考核并领取薪酬，这项措施有助于高管注重公司业绩，对股东利好。
- 增资销售公司至 95%，切实解决关联交易问题。
 1. 09 年 4 月公司收购了“酒类相关资产”，解决了大额采购关联交易；7 月设立公司占 80% 股权的酒类销售公司，关联交易已经大部分解决。公司将在年底前通过单方面增资，使公司取得酒类销售公司 95% 的股权，据我们测算，多出的 15% 股权可以增加 2010 年 EPS 0.1 元左右。
 2. 公司对集团的厂徽标识继续有偿非独占使用，对几十个有偿使用的商标将进行大幅度整合和删减，在 2011 年 12 月 31 日前完成商标的转让。结束商标的关联交易。另外，将整改跟集团存在的土地租赁和综合服务费的关联交易，完成时间和上述一致。
- 回应“调查门”，整体观察对公司无大影响。对前期证监会指出的三方面违规均作出了进一步整改措施：一是集团免除投资公司负责追回 8000 万元借款（其中含亚洲证券 5500 万元资金）的责任；二是宜宾市国资委收购投资公司对中国科技证券公司享有的 8300 万元债权，国资委已支付投资公司该款项；三是再次就 07 年年报中供销公司主营业务收入录入错误的事宜进行了道歉。我们认为所谓“调查门”所涉及的前两项事宜均与上市公司无关，即使相关，目前的解决方案已属上策。
- 维持盈利预测，维持“买入”评级。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.82 元、1.24 元和 1.55 元，以当前 28.95 元的价格计算，对应的动态 PE 分别为 35X、23X 和 19X，考虑到公司治理结构的进一步完善、业绩快速增长和估值较低的因素，维持“买入”的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

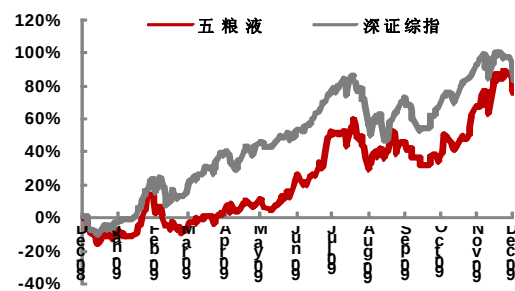
何浪

研究主管

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（维持）

股价（2009 年 12 月 22 日）	28.95
目标价格（6 个月）	40.00
总股本/A 股（亿股）	37.96/37.96
国家/地区	中国
行业	白酒
报告日期	2009 年 12 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现%	4.96%	27.73%	82.25%
相对表现%	11.42%	25.57%	17.26%

财务预测（百万）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7933	10035	13360	16303
同比%	8.2%	26.5%	33.1%	22.0%
归属母公司净利润	1811	3114	4697	5877
同比%	23.3%	72.0%	50.8%	25.1%
毛利率%	54.4%	62.0%	68.8%	69.9%
ROE%	15.9%	25.9%	32.9%	33.3%
EPS	0.48	0.82	1.24	1.55
PE	58	34	23	19

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

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。

表 1：五粮液完善治理结构措施的公告原文摘录

事项	整改	时间
完善公司法人治理结构	解除原宜宾市国有资产管理局对集团公司的授权，对宜宾市国有资产经营有限公司持有的股份公司的国有股权，由宜宾市国有资产经营有限公司行使股东权利	2010 年3 月31 日
规范高管人员薪酬管理	宜宾市政府对股份公司实行单列考核、管理层分开计算奖励，在集团公司兼职的股份公司高管人员只能在股份公司参加考核并领取薪酬	2009 年度报告中进行披露
切实解决关联交易	1. 酒类销售公司的关联交易。股份公司向宜宾五粮液酒类销售有限责任公司单方增加注册资本 1.5 亿元（注册资本总额增加至 2 亿元），使股份公司达到持股 95%、集团公司持股 5%	2009 年 12 月 31 日
	2. 商标、标识许可使用费的关联交易。“厂徽标识”只能提供给股份公司有偿非独占使用。股份公司拟在现有几十个酒类产品品牌基础上再进一步大幅度整合和减少酒类品牌，由股份公司和集团公司协商一致后，对酒类商标进行审计、评估、论证、报批并提交股东大会审议。	2011 年 12 月 31 日前
	3. 土地租赁的关联交易。由股份公司和集团公司协商一致后，将尽快着手调研，拟订解决方案，聘请中介机构对所涉土地进行审计、评估。	2011 年 12 月 31 日前
	4. 综合服务费的关联交易。由股份公司和集团公司协商一致基础上，尽快拟订解决方案，聘请中介机构对所涉辅助性资产进行审计、评估、论证，并提交股东大会审议。	2011 年 12 月 31 日前
关于证券投资	1. 亚洲证券 5500 万元资金。经集团公司 2009 年 12 月 22 日董事会会议决定，免除投资公司负责追回 8000 万元借款的责任	2009 年 12 月 22 日
	2. 中科证券约 8300 万元资金。由宜宾市国有资产经营有限公司收购投资公司对中国科技证券有限责任公司享有的 82,945,971.49 元债权。2009 年 12 月 17 日宜宾市国资公司已将 82,945,971.49 元资金划入投资公司帐户。	2009 年 12 月 31 日
增强公司独立性，办公场所相对分开	将集团公司办公大楼进行楼层相对划分，保障股份公司办公场所独立性	2010 年 6 月 30 日前
规范信息披露	在公司《信息披露管理制度》和《重大事项报告制度》的基础上，再进一步细化制定《信息披露管理制度补充规定》。	2010 年 3 月 31 日前
加强规章制度建设	对现有内控制度进行全面清理、修订、补充、完善，强化制度的执行力，从制度层面保障公司更好的运作。	2010 年 12 月 31 日
加强法制学习教育	1、公司将加强对各职能部门和控股子公司管理人员学习上市公司法律法规的培训，增强员工学法守法意识。 2、每年举办一至两次法律法规培训，提升管理人员证券法律法规水平，保障公司严格按照上市公司法律法规规范运作。	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
单位:百万元					单位:百万元				
流动资产	8742	11089	14224	17234	营业收入	7933	10035	13360	16303
现金	5925	8028	10688	13043	营业成本	3618	3810	4174	4903
应收账款	5	7	9	11	营业税金及附加	566	682	1002	1223
其他应收款	26	33	44	54	营业费用	891	973	1309	1598
预付账款	45	38	42	49	管理费用	589	702	935	1141
存货	2077	2157	2363	2775	财务费用	-160	-129	-149	-199
其他流动资产	663	826	1078	1302	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
非流动资产	4755	4464	4153	3827	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	27	27	27	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	4334	4207	3979	3697	营业利润	2431	3998	6091	7639
无形资产	61	57	53	49	营业外收入	1	18	3	3
其他非流动资产	332	174	94	55	营业外支出	33	2	2	2
资产总计	13496	15553	18377	21062	利润总额	2399	4014	6092	7640
流动负债	2040	1999	2335	2637	所得税	569	923	1401	1757
短期借款	0	0	0	0	净利润	1830	3091	4691	5883
应付账款	38	40	44	51	少数股东损益	19	32	49	61
其他流动负债	2002	1959	2291	2585	归属母公司净利润	1811	3114	4697	5877
非流动负债	0	2	2	2	EBITDA	2707	4268	6361	7874
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.82	1.24	1.55
其他非流动负债	0	2	2	2					
负债合计	2040	2001	2337	2639	主要财务比率				
少数股东权益	76	108	157	218		2008	2009E	2010E	2011E
股本	3796	3796	3796	3796	成长能力				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	8.2%	26.5%	33.1%	22.0%
留存收益	6631	7277	9507	12917	营业利润	11.3%	64.5%	52.3%	25.4%
归属母公司股东权益	11380	12032	14261	17671	归属于母公司净利润	23.3%	72.0%	50.8%	25.1%
负债和股东权益	13496	14140	16755	20528	获利能力				
					毛利率(%)	54.4%	62.0%	68.8%	69.9%
现金流量表					净利率(%)	22.8%	31.0%	35.2%	36.0%
	2008	2009E	2010E	2011E	ROE(%)	15.9%	25.9%	32.9%	33.3%
单位:百万元					ROIC(%)	31.9%	54.9%	87.0%	108.4%
经营活动现金流	1973	3131	4875	5818	偿债能力				
净利润	1830	3091	4691	5883	资产负债率(%)	15.1%	14.1%	13.9%	12.9%
折旧摊销	436	399	419	434	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-160	-129	-149	-199	流动比率	4.28	5.55	6.09	6.54
投资损失	-2	-2	-2	-2	速动比率	3.26	4.46	5.07	5.48
营运资金变动	-294	-283	-141	-357	营运能力				
其他经营现金流	163	55	57	58	总资产周转率	0.63	0.69	0.79	0.83
投资活动现金流	-106	-103	-106	-106	应收账款周转率	1326	1646	1632	1570
资本支出	109	110	110	110	应付账款周转率	105.81	97.59	99.58	102.89
长期投资	0	-1	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	4	7	4	4	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.82	1.24	1.55
筹资活动现金流	-3	-5	-4	-6	每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.82	1.28	1.53
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.00	3.17	3.76	4.66
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	58.15	33.82	22.42	17.92
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	9.25	8.75	7.38	5.96
其他筹资现金流	-3	-5	-4	-6	EV/EBITDA	37	23	16	13
现金净增加额	1865	2103	2660	2355					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

施剑刚：食品饮料、农业高级分析师

何浪：研究主管

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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn