

五粮液(000858)**转危为机，整改推动五粮液价值回归****——五粮液整改方案公告点评**

✍ **洪婷**
 ☎ 021-38676550
 ✉ hongting@gtjas.com

胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com

本报告导读：

- 上市公司增持销售公司股权到95%，推升公司明年业绩。
- 妥善解决证券投资损失，对上市公司业绩不构成负面影响。

事件：

- 公司今日公告：为进一步完善五粮液治理结构，促进公司更好更快发展，公司以中国证监会“立案调查”为契机，对公司进行全面整改。
- 整改的具体内容包括完善公司法人治理结构，规范高管人员薪酬管理；从注资销售公司、商标和标识许可使用费、土地租赁、综合服务费等角度进一步解决上市公司与集团之间的关联交易；解决证券投资的历史损失；增加公司独立性，办公场所相对分开；规范信息披露和规章制度建设，加强法制学习教育。

评论：

我们在之前的报告中提到证监会调查对于五粮液上市公司来说既是危也是机，我们预计公司将以调查为契机对公司的内部管理体制进行改革以推动公司更快更好发展，这也是我们四季度以来一直将五粮液作为首推品种的原因之一。公司今日发布的整改公告也印证了这一点。

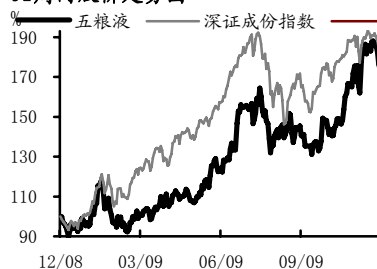
- **增资销售公司，推升上市公司业绩。**继 2009 年 6 月上市公司与集团公司一起建立合资销售公司（上市公司持股 80%），将进出口公司的业务注入到上市公司之后，本次整改方案中上市公司再次宣布向销售公司增加注册资金 1.5 亿元，使股份公司的持股比例从原来的 80%增长到 95%，根据我们测算将增加公司 2010 年 EPS 约 0.04 元。
- **完善法人治理结构，减少集团公司与上市公司之间的联系，保障其独立运行。**公司控股股东宜宾市国资公司正式发文明确：“解除原宜宾市国有资产管理局对五粮液集团公司的授权，对宜宾国有资产公司持有的股份公司的国有股权，由宜宾市国资公司行使股东权利”该声明解除了集团公司与上市公司之前存在的上下级管理关系，使股份公司与集团在组织结构设置上分开，保障了上市公司独立运行和决策的能力。
- **妥善解决证券投资的历史损失，预计对上市公司业绩不会有影响。**五粮液集团经 09 年 12 月 22 日董事

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： **增持**
 上次评级： 增持
目标价格： **¥36.00**
 上次预测： ¥27.00
当前价格： **¥29.97**
 2009.12.24

交易数据

52 周内股价区间（元）	13.30 ~ 30.58
总市值（百万元）	105,300
总股本/流通 A 股（百万股）	3,796/3,796
流通 B 股/H 股	
流通股比例	100.0%
日均成交量（百万股）	47.7
日均成交值（百万元）	960.3

52 周内股价走势图**相关报告**

资产注入是 3 季度业绩增速提升的主因
 (09.10.19)
五粮液风云再起，静待事件明确
 (09.09.09)
提价预期强烈，期待销售公司释放业绩
 (09.08.18)
调研报告：多元驱动，攻守兼备
 (09.06.05)

会议决定免除投资公司 8000 万元借款（其中包含在亚洲证券投资的 5500 万元）的责任，另一方面宜宾市国资公司注资收购投资公司对中科证券 8294.6 万元的债权。该两项行为免除了投资公司之前的违规证券投资行为可能给上市公司带来的损失，解除投资者的担忧。

- **未来公司将继续解决历史遗留的关联交易，上市公司业绩逐步体现五粮液真实业绩。**公司在整改方案中还提出计划在 2011 年年底之前解决上市公司和集团公司之间在商标、标识许可使用费，土地租赁和综合服务费上的关联交易，我们判断上市公司可能通过出资收购等形式以切实解决与集团之间的关联交易。虽然公告中并未披露解决以上关联交易的具体方法和具体时间表，但我们认为公告显示上市公司对于彻底解决关联交易，将白酒业务整体装入上市公司的决心，通过这些整改上市公司的业绩将接近五粮液白酒业务的真实业绩，其市值也将有所提升。
- **部分五粮液产品出厂价已提高 20 元，预计明年继续提价可能性较大。**临近春节旺季，贵州茅台等白酒公司纷纷公告提高出厂价，据我们了解公司已经将部分普通五粮液的出厂价提高 20 元，预计明年春节前提价的可能性较大，总提价幅度约为 50 元，出厂价可能提高到 519 元，推动公司明年业绩增长。
- **看好明年白酒消费复苏，公司一级酒实现销量增长 20%的可能性较大。**一方面国内经济回暖之势渐趋确定；另一方面政府通过扩大内需推动经济增长的政策将持续。我们预计白酒消费明年将迎来复苏。公司 09 年 1 级酒产量实现 20%的增长达到 1.2 万吨，我们预计在白酒消费复苏的背景下，2010 年公司一级酒的销量也有望达到 1.2 万吨。
- **内部治理和关联交易问题逐步解决，预计明年五粮液将迎来价值回归。**考虑到上市公司对销售公司的控股比例升高以及明年的提价可能，我们将公司 2009-2010 年的业绩调高到 0.79 和 1.20 元，目标价调高到 36 元。自 9 月公司遭受证监会调查以来，公司积极配合调查并进行内部整改，转危为机，上市公司的基本面也持续向好，明年随着关联交易的进一步解决，上市公司业绩将还原五粮液白酒的真实业绩，我们看好公司的长期增长潜力和投资价值。

作者简介:

胡春霞: 武汉大学金融学硕士, 国泰君安证券食品饮料行业研究员, 从业五年。2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师。

洪婷: 浙江大学金融学硕士, 2007 年 7 月加入国泰君安研究所, 目前从事食品饮料的研究工作。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com