

小幅提价符合预期

五粮液提价公告点评

报告关键点：

- 小幅提价符合预期；
- 业绩增长主要源自关联交易改善；
- 提高盈利预测，维持投资评级

报告摘要：

- 小幅提价符合预期：**今天五粮液发布公告宣布自元月十六日公司上调“五粮液”的出厂价，上调幅度为8%-10.3%。此次调价无论从时点还是提价幅度都完全符合我们前期的判断，即在茅台宣布提价后不久又在春节销售旺季到来之前，提价幅度小于茅台。尽管此次提价的幅度较小，但由于2010年解决大部分关联销售问题，冲抵消费税新政的影响后，我们计算对业绩的贡献约为0.14元。
- 业绩增长主要源自关联交易的改善：**09年是公司发展的重要一年，先是4月份将普什3D，普光以及环球格拉斯的酒业相关资产注入股份公司；7月份宣布成立合资的销售公司取代饱受市场诟病的进出口公司销售五粮液酒，股份公司占80%的股份；“调查门”事件后宣布股份公司单方面增资，持股比例上升至95%。经我们测算，在2010年上述关联交易的改善可为公司增加上市公司的利润在16亿元以上，因此我们认为公司2010年业绩的增长主要源自关联交易的改善。
- 提高原盈利预测维持投资评级：**公司在2009年末出的提出的《进一步完善公司内部治理结构的整改方案》解决了大部分市场所关注的关联交易问题，同时也给市场以公司进一步完善内部治理结构，提高公司经营管理水平的积极信号。但我们不认为公司在2010年能够实现五粮液产品销量的大幅提升，公司的业绩增长主要源自关联交易的改善。我们小幅提高公司的盈利预测，09-11年的EPS分别为0.78、1.20和1.47元，给予公司30 X PE，6个月的目标价为36元，维持增持-A的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

36.00 元

期限：6 个月 上次预测：34.80 元

现价：31.44 元

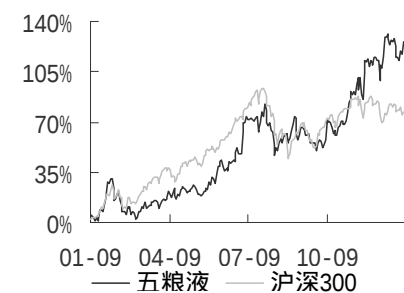
报告日期：

2010-01-15

市场数据

总市值(百万元)	119,345.19
流通市值(百万元)	119,331.65
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.54
12 个月最高/最低	13.88/32.65 元
十大流通股股东(%)	59.64%
股东户数	506,627

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.12	41.22	48.41
绝对收益	5.93	48.30	125.87

研究员

李铁

行业分析师

010-66581633 litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,328.6	7,933.1	8,767.3	13,287.0	15,529.4
Growth(%)	-0.9%	8.2%	10.5%	51.6%	16.9%
净利润	1,472.8	1,829.7	2,983.2	4,586.4	5,595.9
Growth(%)	25.8%	23.3%	63.8%	53.7%	22.0%
毛利率(%)	53.9%	54.4%	65.5%	72.6%	74.5%
净利润率(%)	20.0%	22.8%	33.8%	34.3%	35.8%
每股收益(元)	0.39	0.48	0.78	1.20	1.47
每股净资产(元)	2.54	3.02	3.80	5.01	6.49
市盈率	81.2	65.9	40.2	26.2	21.5
市净率	12.4	10.4	8.3	6.3	4.8
净资产收益率(%)	15.3%	16.0%	20.7%	24.1%	22.7%
ROIC(%)	23.1%	27.8%	45.7%	74.1%	63.3%
EV/EBITDA	45.3	42.2	28.3	18.3	14.5
股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

五粮液：内部结构已完善，外拓期待高端放量	2010-01-03
五粮液：业绩增长符合预期	2009-10-19
五粮液：明天会更好	2009-08-18

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2010-1-14

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,328.6	7,933.1	8,767.3	13,287.0	15,529.4	成长性					
减: 营业成本	3,378.0	3,618.1	3,023.5	3,635.1	3,960.5	营业收入增长率	-0.9%	8.2%	10.5%	51.6%	16.9%
营业税费	582.6	565.7	701.4	1,328.7	1,552.9	营业利润增长率	21.6%	11.3%	61.5%	53.8%	22.0%
销售费用	782.8	890.8	964.4	1,660.9	1,941.2	净利润增长率	25.8%	23.3%	63.8%	53.7%	22.0%
管理费用	497.9	589.0	569.9	1,182.5	1,382.1	EBITDA 增长率	15.6%	5.8%	44.9%	51.9%	20.5%
财务费用	-92.2	-160.0	-224.8	-309.1	-421.5	EBIT 增长率	19.9%	8.6%	62.9%	54.8%	21.2%
资产减值损失	-0.9	-0.2	-2.4	2.1	1.1	NOPLAT 增长率	23.4%	21.1%	64.7%	54.7%	21.2%
加: 公允价值变动收益	-0.2	-	0.0	-	-	投资资本增长率	0.8%	0.2%	-4.6%	41.9%	9.2%
投资和汇兑收益	3.2	1.6	190.0	250.0	250.0	净资产增长率	16.0%	19.0%	26.0%	31.8%	29.4%
营业利润	2,183.4	2,431.1	3,925.3	6,036.8	7,363.1	利润率					
加: 营业外净收支	-5.1	-32.0	-	-2.0	-	毛利率	53.9%	54.4%	65.5%	72.6%	74.5%
利润总额	2,178.3	2,399.2	3,925.3	6,034.8	7,363.1	营业利润率	29.8%	30.6%	44.8%	45.4%	47.4%
减: 所得税	705.6	569.5	942.1	1,448.3	1,767.1	净利率	20.0%	22.8%	33.8%	34.3%	35.8%
净利润	1,472.8	1,829.7	2,983.2	4,586.4	5,595.9	EBITDA/营业收入	34.9%	34.1%	44.7%	44.8%	46.2%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	28.5%	28.6%	42.2%	43.1%	44.7%
货币资金	4,060.8	5,925.4	9,560.1	12,048.6	17,054.3	运营效率					
交易性金融资产	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1	固定资产周转天数	242	204	177	114	95
应收帐款	34.4	31.1	34.3	52.1	60.8	流动营业资本周转天数	45	56	55	71	102
应收票据	523.9	601.7	665.1	1,008.0	1,178.1	流动资产周转天数	283	345	428	374	421
预付帐款	7.6	45.5	77.2	115.4	157.0	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
存货	1,805.9	2,076.9	1,728.9	2,078.7	2,264.8	存货周转天数	82	89	79	52	51
其他流动资产	43.2	52.8	55.6	140.1	182.0	总资产周转天数	538	569	620	495	521
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	301	279	247	192	202
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26.4	27.5	27.5	27.5	27.5	ROE	15.3%	16.0%	20.7%	24.1%	22.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.7%	13.6%	17.9%	23.1%	22.3%
固定资产	4,670.7	4,334.4	4,275.2	4,162.1	4,012.7	ROIC	23.1%	27.8%	45.7%	74.1%	63.3%
在建工程	322.9	327.7	197.2	118.9	72.0	费用率					
无形资产	62.5	60.9	61.0	61.1	61.2	销售费用率	10.7%	11.2%	11.0%	12.5%	12.5%
其他非流动资产	5.3	4.4	10.0	10.4	10.6	管理费用率	6.8%	7.4%	6.5%	8.9%	8.9%
资产总额	11,571.7	13,496.4	16,700.3	19,830.8	25,089.0	财务费用率	-1.3%	-2.0%	-2.6%	-2.3%	-2.7%
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0	三费/营业收入	16.2%	16.6%	14.9%	19.1%	18.7%
应付帐款	96.2	122.3	41.7	50.1	54.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	16.8%	15.1%	13.5%	4.1%	1.9%
其他流动负债	1,846.7	1,918.2	1,922.9	477.1	144.0	负债权益比	20.2%	17.8%	15.7%	4.2%	1.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.34	4.28	5.36	18.68	41.93
其他非流动负债	2.5	-	-3.4	-22.0	-31.1	速动比率	2.40	3.26	4.59	16.15	37.36
负债总额	1,945.4	2,040.5	2,261.1	805.2	467.5	利息保障倍数	#####	-14.20	-16.46	-18.53	-16.47
少数股东权益	56.9	75.9	93.5	120.5	153.5	分红指标					
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	DPS(元)	0.04	-	-	-	-
留存收益	5,773.4	7,584.1	10,549.7	15,109.1	20,672.0	分红比率	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	9,626.2	11,455.9	14,439.2	19,025.6	24,621.5	股息收益率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,472.8	1,829.7	2,983.2	4,586.4	5,595.9	EPS(元)	0.39	0.48	0.78	1.20	1.47
加: 折旧和摊销	468.7	436.1	220.2	227.2	232.2	BVPS(元)	2.54	3.02	3.80	5.01	6.49
资产减值准备	-0.9	-0.2	-2.4	2.1	1.1	PE(X)	81.2	65.9	40.2	26.2	21.5
公允价值变动损失	0.2	-	0.0	-	-	PB(X)	12.4	10.4	8.3	6.3	4.8
财务费用	-	-	-	-224.8	-309.1	P/FCF	-	66.4	33.6	56.8	24.9
投资收益	-3.2	-1.6	-190.0	-250.0	-250.0	P/S	16.3	15.0	13.6	9.0	7.7
少数股东损益	3.9	19.0	17.6	27.1	33.0	EV/EBITDA	45.3	42.2	28.3	18.3	14.5
营运资金的变动	-743.2	-577.0	156.9	-2,291.0	-787.4	PEG(%)	46.0%	45.2%	28.1%		
经营活动产生现金流量	1,665.5	1,972.6	2,960.8	1,992.6	4,403.3	CAGR(%)	1.8	1.5	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-243.4	-105.5	157.9	217.9	217.9	ROIC/WACC	2.4	2.8	4.7	7.6	6.5
融资活动产生现金流量	-147.7	-2.5	524.8	309.1	421.5	REP	8.0	6.5	4.0	1.7	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn
南方	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn
李昕	北京联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人
0755-82558084	lijin@essence.com.cn

凌洁	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
马正南	北京联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034