



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

公司动态
研究报告

2010年3月18日

食品饮料

研究部

袁霏阳

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010007

yuanfy@cicc.com.cn

孙轶佳

联系人

sunyj@cicc.com.cn

审慎推荐

五粮液(000858.CH)

糖酒会信息跟踪

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	13,005	15,203
(+/-%)	15.1	-0.8	8.2	16.7	40.5	16.9
主营业务利润	3,213	3,368	3,749	5,107	7,962	9,648
(+/-%)	33.1	4.8	11.3	36.2	55.9	21.2
净利润	1,170	1,469	1,811	3,023	5,006	6,232
(+/-%)	47.9	25.5	23.3	66.9	65.6	24.5
每股收益(元)	0.43	0.39	0.48	0.80	1.32	1.64
(+/-%)	47.9	-10.3	23.3	66.9	65.6	24.5
每股经营现金流(元)	0.49	0.44	0.52	0.94	1.39	1.75
市盈率(倍)	63.5	70.8	57.4	34.4	20.8	16.7
市净率(倍)	9.0	10.8	9.1	7.3	5.5	4.2
股价/经营现金流	55.6	62.4	52.7	29.1	19.8	15.7
EV/EBITDA(倍)	33.2	28.6	27.0	16.0	9.9	8.2
净资产收益率(%)	14.2	15.4	15.9	21.3	26.5	25.3
投入资本回报率(%)	13.9	14.8	15.1	21.1	26.5	25.4
股息收益率(%)	0.2	0.0	0.2	0.3	0.5	0.6

股票信息

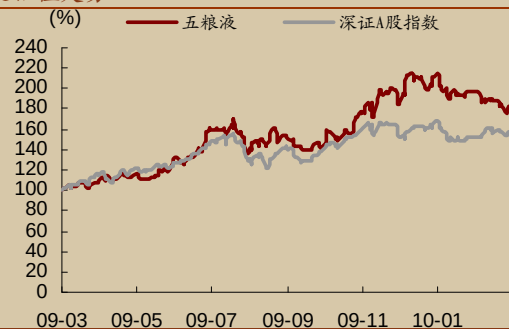
	A股
股票代码	000858 CH
当前股价	人民币 27.4
日成交量(百万股)	17.06
52周最高价/最低价	人民币 32.65/14.5
总市值(百万元)	104,010
发行股数(百万股)	3,796
其中:流通股(百万股)	3,796

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	-0.4%	-7.2%	-2.6%	-13.5%
深证A股指数	0.5%	3.5%	0.1%	-2.6%
中金食品饮料指数	-0.6%	-1.5%	1.6%	-0.1%

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

1/1/2005 04年4季度业绩报告

公司近况:

近日我们参加成都春季糖酒会, 经销商对白酒整体消费情况保持积极态度, 行业基本面仍较为健康。

评论:

春季糖酒会反映经销商积极态度。虽然3月不同区域的五粮液批发价格均出现环比下滑态势, 但52度五粮液下滑幅度约在10元-30元/瓶, 下滑幅度不超过10%。目前, 行业需求复苏状态仍较为积极, 这显示3月渠道价格回落仍属正常回落。

预期渠道价格环比上涨将带来催化剂。我们预期在3月春季糖酒会后, 五粮液等白酒的批发价格将维持稳定, 随着渠道库存的逐步消化, 4月-5月渠道价格将出现环比上涨, 行业基本面将迎来催化剂。

估值已显安全边际。公司2010年的PE为20.8倍, 已处于历史低位。同时, 与08年四季度相比, 行业基本更为健康, 基本面风险不大。同时, 08年四季度大盘估值相对当前更高。所以, 我们认为当前股价已具有安全边际。

用时间换空间, 建议投资者关注。由于当前白酒估值水平与当前大盘估值、行业基本面不相匹配。同时, 预期四月随着白酒渠道价格的稳定以及季报的公布, 行业将迎来催化剂。我们提示投资者五粮液等白酒的投资机会。

图表 1：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	13005	15203
主营业务利润	3213	3368	3749	5107	7962	9648
营业费用	(1005)	(783)	(891)	(670)	(833)	(878)
管理费用	(472)	(498)	(589)	(448)	(499)	(533)
营业利润	1739	2087	2269	3988	6630	8237
财务费用	50	92	160	100	114	159
税前利润	1786	2178	2399	4088	6744	8397
净利润	1,170	1,469	1,811	3,023	5,006	6,232
每股盈利 (元)	0.43	0.39	0.48	0.80	1.32	1.64
每股股利 (元)	0.06	-	0.05	0.08	0.14	0.17
现金流量表						
经营活动现金流净额	1336	1666	1973	3579	5258	6643
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)	(525)
货币资金增加额	815	1275	1865	(428)	4942	6118
货币资金期初余额	1971	2786	4061	5925	5497	10438
货币资金期末余额	2786	4061	5925	5497	10438	16556
资产负债表						
货币资金	2786	4061	5925	5497	10438	16556
应收款项	676	531	602	702	986	1153
存货	1508	1806	2077	1955	2354	2663
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	21,210	27,090
短期借款	-	-	-	-	-	-
应付帐款	36	30	38	36	41	44
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	15,106	20,813
负债和所有者权益合计	10,334	11,572	13,496	16,299	21,210	27,090

资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 2：盈利预测及其主要假设

(人民币：百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2010E
销售收入	7,329	7,933	9,258	13,005	15,203
五粮液	4,938	5,936	6,415	9,286	10,726
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	113,260	120,942
五粮液	n.a.	n.a.	638,291	770,000	847,000
中低价酒	n.a.	n.a.	31,950	35,145	38,659
毛利率	53.9%	54.4%	63.3%	70.0%	72.2%
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	833	878
营业费用率	10.7%	11.2%	7.2%	6.4%	5.8%
管理费用	498	589	448	499	533
管理费用率	6.8%	7.4%	4.8%	3.8%	3.5%
税前利润	2,178	2,399	4,088	6,744	8,397
税前利润率	29.7%	30.2%	44.2%	51.9%	55.2%
所得税率	32.4%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,469	1,811	3,023	5,006	6,232
净利润率	20.0%	22.8%	32.7%	38.5%	41.0%

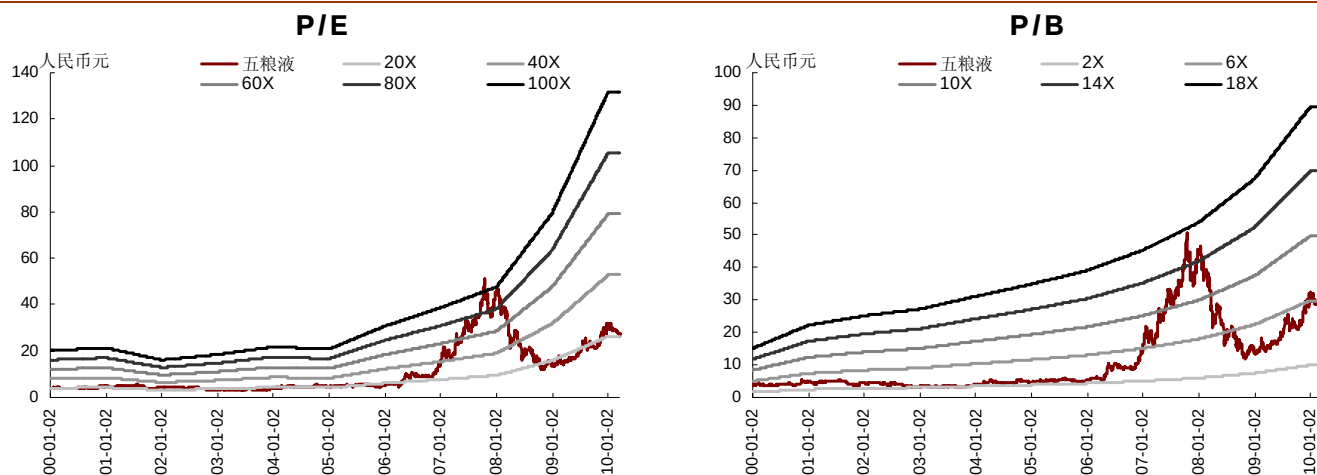
资料来源：中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值

公司 (截至2010-3-17)	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		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
A股																	
可选消费类																	
贵州茅台	600519.SH	推荐	32.1	24.2	18.9	9.9	7.4	5.6	31.8	31.6	30.8	0.7	0.9	1.2	21.1	16.0	12.6
五粮液	000858.SZ	审慎推荐	34.4	20.8	16.7	7.3	5.5	4.2	21.3	26.5	25.3	0.3	0.5	0.6	16.0	9.9	8.2
泸州老窖	000568.SZ	推荐	28.2	21.4	16.4	11.3	9.7	8.3	40.1	45.6	50.4	4.0	5.2	6.8	23.4	18.9	14.0
水井坊	600779.SH	审慎推荐	32.7	28.9	24.3	6.8	6.3	5.9	20.9	22.1	24.4	2.1	2.4	2.9	22.7	19.6	16.6
山西汾酒	600809.SH	推荐	40.7	22.6	15.1	8.7	6.8	5.5	23.8	34.0	40.0	1.7	3.1	4.6	22.4	14.2	10.4
顺鑫农业	000860.SZ	无评级	47.3	26.5	10.3	3.2	2.1	1.7	6.7	7.9	17.0	0.0	0.0	0.0	29.3	11.7	10.1
张裕A	000869.SZ	审慎推荐	32.9	26.4	21.7	12.0	10.0	8.4	36.5	38.0	38.7	2.2	3.3	2.7	23.3	18.8	15.4
金枫酒业	600616.SH	中性	46.2	38.3	28.7	6.9	6.3	5.4	15.0	16.3	19.0	1.1	1.1	1.1	33.4	27.6	20.9
古越龙山	600059.SH	中性	53.7	42.9	42.1	4.2	4.0	3.8	8.1	9.6	9.3	2.2	2.8	2.8	20.6	17.1	16.6
可选消费类平均			38.7	28.0	21.6	7.8	6.5	5.4	22.7	25.7	28.3	1.6	2.1	2.5	23.6	17.1	13.9
可选消费类平均(剔除古越龙山)			36.8	26.1	19.0	8.2	6.8	5.6	24.5	27.8	30.7	1.5	2.1	2.5	23.9	17.1	13.5
低价快消类																	
三全食品	002216.SZ	推荐	51.6	34.3	22.8	5.0	4.3	3.6	9.7	12.7	16.1	0.0	0.0	0.0	15.0	10.3	7.0
承德露露	000848.SZ	审慎推荐	45.4	33.4	25.2	8.6	7.7	6.8	19.6	24.1	28.3	1.3	1.8	2.4	23.3	18.6	14.9
青岛啤酒	600600.SH	中性	33.6	26.1	21.8	5.5	4.8	4.3	16.3	18.5	19.6	1.4	1.8	2.1	14.4	12.1	12.1
燕京啤酒	000729.SZ	推荐	38.4	24.2	20.4	3.5	3.3	3.0	8.5	12.2	13.1	0.8	1.3	1.5	16.8	11.7	10.2
双汇发展	000895.SZ	审慎推荐	33.9	28.5	25.2	10.5	8.7	7.3	31.0	30.5	29.1	1.5	1.8	2.1	20.6	17.1	14.8
*ST伊利	600887.SH	推荐	36.2	24.6	18.2	7.1	5.8	4.6	19.7	23.5	25.4	0.6	0.8	1.1	17.5	12.0	8.6
光明乳业	600597.SH	回避	71.8	65.1	59.7	5.0	4.7	4.5	7.0	7.2	7.5	0.2	0.5	0.8	21.0	17.9	16.3
低价快消类平均			44.4	33.7	27.6	6.5	5.6	4.9	16.0	18.4	19.8	0.8	1.1	1.4	18.4	14.2	12.0
低价快消类平均(剔除光明乳业)			39.9	28.5	22.3	6.7	5.8	4.9	17.5	20.3	21.9	0.9	1.2	1.5	17.9	13.6	11.3
A股覆盖总体平均																	
A股覆盖总体平均(剔除古越龙山和光明乳业)																	
			41.2	30.5	24.2	7.2	6.1	5.2	19.7	22.5	24.6	1.3	1.7	2.0	21.3	15.8	13.0
			38.1	27.2	20.4	7.6	6.3	5.3	21.5	24.5	26.9	1.3	1.7	2.1	21.4	15.6	12.6

资料来源: 万德资讯, 中金公司研究部

图表 4: 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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。