

内部结构已完善，外拓期待高端放量

五粮液公司快报

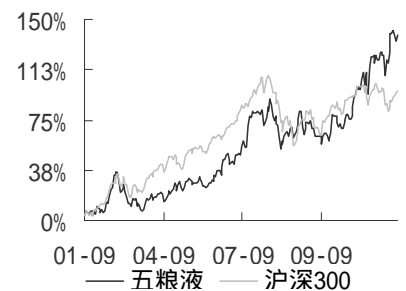
评级： **增持-A**
 上次评级： 增持-A
目标价格： **34.80 元**
 期限： 12 个月 上次预测： 25.75 元
 现价： 31.66 元

报告日期： **2010-01-03**

市场数据

总市值(百万元)	120,180.31
流通市值(百万元)	120,166.67
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	13.40/32.65 元
十大流通股东(%)	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	9.50	32.41	41.32
绝对收益	11.32	51.41	138.03

报告关键点：

- 内部整改日趋完善
- 未来增长着眼高端放量
- 调高目标价至34.8元，维持评级为“增持-A”

报告摘要：

- 五粮液发布公司整改完成情况公告。** 五粮液发布公告，主要内容为上市公司以货币出资方式单方增资酒类销售公司1.5 亿元，累计出资1.9 亿元，(总共注册资本为2亿元)，占酒类销售公司注册资本比例从80%提高到95% ;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；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 元债权已经完成；上市公司与集团公司分开办公，保持上市公司独立性。
- 增资销售公司提高未来业绩。** 五粮液近年来着力解决关联交易问题，前次以上市公司占比80%，集团公司占比20%设立新销售公司，虽然相较以前更能体现上市公司利益，但依然受人诟病。此番上市公司股权比例增加至95%，几乎完全控股销售公司，显示公司继续重竖自己形象的努力，而流通股东的利益将进一步得到体现，并且增厚上市公司利润。
- 而着眼未来，五粮液的高端的五粮液酒将出现恢复性增长。** 公司前期调整策略，力争使总体产量逐年提高，由此而来的是高端“五粮液”增加。短期来看，我们预计“五粮液”可供销售的系列酒，2010年有望增长10 - 20%，而从长期来看，3 - 5年之内产量预计将达到1.5万吨以上。如经济回暖，使得市场能消化公司高端酒五粮液系列的量的提升，则公司业绩有望出现较大增长，反之则恐适得其反。
- 调高原先盈利预测及目标价。** 由于上市公司在销售公司中股权比例已经提高至95%，我们在维持2009年每股盈利预测的情况下，提高2010 - 2011年的每股收益从1.03元及1.20元到1.16元及1.35元，以2010年每股收益之30倍PE进行估值，给予12个月目标价34.8元，投资评级维持“增持-A”。

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	11,209.5	13,887.3	16,048.0
Growth(%)	-0.9%	8.2%	41.3%	23.9%	15.6%
净利润	1,468.9	1,810.7	2,968.3	4,387.7	5,111.0
Growth(%)	25.8%	23.3%	63.9%	47.8%	16.5%
毛利率(%)	53.9%	54.4%	65.2%	67.0%	67.2%
净利润率(%)	20.0%	22.8%	26.5%	31.6%	31.8%
每股收益(元)	0.39	0.48	0.78	1.16	1.35
每股净资产(元)	2.54	3.02	3.78	4.65	5.53
市盈率	81.8	66.4	40.5	27.4	23.5
市净率	12.5	10.5	8.4	6.8	5.7
净资产收益率(%)	15.3%	16.0%	24.3%	26.2%	25.6%
ROIC(%)	25.1%	30.0%	61.8%	62.4%	68.5%
EV/EBITDA	45.4	42.3	24.3	18.0	15.2
股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	1.1%	1.7%

研究员

独孤南薰 高级行业分析师
 021-68765195 dugunx@essence.com.cn
李铁 行业分析师
 010-66581633 litie2@essence.com.cn

前期研究成果

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
五粮液：内外兼修 2009-07-28

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-12-31

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	11,209.5	13,887.3	16,048.0	成长性					
减: 营业成本	3,378.0	3,618.1	3,904.4	4,579.3	5,269.6	营业收入增长率	-0.9%	8.2%	41.3%	23.9%	15.6%
营业税费	582.6	565.7	781.3	902.7	1,043.1	营业利润增长率	21.6%	11.3%	87.7%	33.3%	16.4%
销售费用	782.8	890.8	1,244.3	1,458.2	1,685.0	净利润增长率	25.8%	23.3%	63.9%	47.8%	16.5%
管理费用	497.9	589.0	818.3	1,006.8	1,163.5	EBITDA 增长率	15.6%	5.8%	72.7%	31.7%	15.4%
财务费用	-92.2	-160.0	-106.4	-147.5	-198.5	EBIT 增长率	19.9%	8.6%	96.2%	33.2%	16.0%
资产减值损失	-0.9	-0.2	-2.3	5.8	5.7	NOPLAT 增长率	22.6%	20.9%	104.3%	32.1%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-0.2	-	-8.1	-	-	投资资本增长率	0.9%	-0.6%	30.7%	5.7%	-1.2%
投资和汇兑收益	3.2	1.6	1.0	1.1	1.5	净资产增长率	16.0%	19.0%	25.3%	23.0%	18.9%
营业利润	2,183.4	2,431.1	4,562.8	6,083.1	7,081.0	利润率					
加: 营业外净收支	-5.1	-32.0	17.0	-6.0	-2.0	毛利率	53.9%	54.4%	65.2%	67.0%	67.2%
利润总额	2,178.3	2,399.2	4,579.8	6,077.1	7,079.0	营业利润率	29.8%	30.6%	40.7%	43.8%	44.1%
减: 所得税	705.6	569.5	1,087.7	1,458.5	1,699.0	净利润率	20.0%	22.8%	26.5%	31.6%	31.8%
净利润	1,468.9	1,810.7	2,968.3	4,387.7	5,111.0	EBITDA/营业收入	34.9%	34.1%	41.7%	44.3%	44.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	28.5%	28.6%	39.8%	42.7%	42.9%
货币资金	4,060.8	5,925.4	8,256.1	11,412.1	15,055.4	运营效率					
交易性金融资产	8.1	8.1	-	-	-	固定资产周转天数	242	204	137	107	89
应收帐款	34.4	31.1	46.1	62.0	69.5	流动营业资本周转天数	16	28	54	76	74
应收票据	523.9	601.7	829.2	1,141.4	1,319.0	流动资产周转天数	283	345	324	350	398
预付帐款	7.6	45.5	63.0	86.8	110.6	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
存货	1,805.9	2,076.9	2,128.7	2,743.6	3,154.0	存货周转天数	82	89	68	64	67
其他流动资产	43.2	52.8	98.7	134.8	168.3	总资产周转天数	538	569	474	467	494
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	272	251	205	193	170
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26.4	27.5	27.1	24.7	29.6	ROE	15.3%	16.0%	24.3%	26.2%	25.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.7%	13.6%	21.8%	23.1%	22.4%
固定资产	4,670.7	4,334.4	4,198.3	4,047.5	3,881.0	ROIC	25.1%	30.0%	61.8%	62.4%	68.5%
在建工程	322.9	327.7	318.2	255.3	205.1	费用率					
无形资产	62.5	60.9	56.9	53.2	49.8	销售费用率	10.7%	11.2%	11.1%	10.5%	10.5%
其他非流动资产	5.3	4.4	9.8	10.4	12.0	管理费用率	6.8%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%
资产总额	11,571.7	13,496.4	16,032.1	19,972.0	24,054.1	财务费用率	-1.3%	-2.0%	-0.9%	-1.1%	-1.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.2%	16.6%	17.5%	16.7%	16.5%
应付帐款	96.2	122.3	120.3	133.0	157.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	16.8%	15.1%	10.5%	11.6%	12.7%
其他流动负债	1,846.7	1,918.2	2,699.3	3,177.3	3,809.4	负债权益比	20.2%	17.8%	11.7%	13.1%	14.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.34	4.28	6.81	6.73	6.49
其他非流动负债	2.5	-	-	-	-	速动比率	2.40	3.26	5.53	5.54	5.45
负债总额	1,945.4	2,040.5	1,677.7	2,315.3	3,061.8	利息保障倍数	-22.67	-14.20	-41.90	-40.24	-34.67
少数股东权益	56.9	75.9	599.7	830.6	1,099.6	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	-	0.16	0.35	0.54
留存收益	5,773.4	7,584.1	9,958.7	13,030.1	16,096.7	分红比率	11.1%	0.0%	20.0%	30.0%	40.0%
股东权益	9,626.2	11,455.9	14,354.4	17,656.7	20,992.3	股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	1.1%	1.7%
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	2,968.3	4,387.7	5,111.0	EPS(元)	0.39	0.48	0.78	1.16	1.35
加: 折旧和摊销	468.7	436.1	215.0	218.8	221.9	BVPS(元)	2.54	3.02	3.78	4.65	5.53
资产减值准备	-0.9	-0.2	-2.3	5.8	5.7	PE(X)	81.8	66.4	40.5	27.4	23.5
公允价值变动损失	0.2	-	-8.1	-	-	PB(X)	12.5	10.5	8.4	6.8	5.7
财务费用	-	-	-	-106.4	-147.5	P/FCF	84.8	65.1	94.5	30.2	23.1
投资收益	-3.2	-1.6	-1.0	-1.1	-1.5	P/S	16.4	15.1	10.7	8.7	7.5
少数股东损益	3.9	19.0	523.8	230.9	269.0	EV/EBITDA	45.4	42.3	24.3	18.0	15.2
营运资金的变动	-291.2	-305.5	424.1	-518.3	-2.8	CAGR(%)	46.4%	43.3%	-50.0%		
经营活动产生现金流量	1,665.5	1,972.6	4,013.5	4,176.3	5,404.8	PEG	1.8	1.5	-0.8	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-243.4	-105.5	-61.6	1.5	-5.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-147.7	-2.5	-487.3	-1,168.8	-1,845.9	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

独孤南薰，食品饮料及家庭与个人用品行业高级分析师，毕业于美国西北大学，经济学学士，2003 年起从事证券研究工作，2008 年 8 月加入安信证券研究中心。2005 年度《Asia Money》亚洲最佳消费品分析师第六名。
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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，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 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@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