

投资机会渐显，建议买入

推荐（维持）

五粮液（000858）近期调研及公告信息简评

黄黎明

电话：0769-22119270

邮箱：hlm@dgzq.com.cn

2010年3月25日

事件：

五粮液近期调研及公告信息汇总。

点评：

1、关联交易解决大幅增厚 2009 年业绩。

近期公司公布靓丽的 2009 年年报，2009 年共销售五粮液系列酒 8.45 万吨，同比增长 11.48%；实现营业收入 111.29 亿元，同比增长 40.29%；实现净利润 32.45 亿元，同比增长 79.18%，每股收益 0.86 元，略超预期。酒类毛利率达到 71.31%，同比提高 16.62 个百分点，其中，高价位和低价位酒毛利率分别提高 18.65%和 18.26%。

2009 年是公司转折年：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，成立合资的销售公司（公司控股 80%），取代以前集团控股的进出口公司；12 月份，“证监会调查门”事件后，宣布上市公司对合资销售公司的持股比例上升至 95%，并发布《关于进一步完善公司治理结构的整改方案》的公告，将对股份公司单列考核。

至此，市场期待已久的关联交易和治理结构问题基本获得解决，“包装”和“销售”两头在外、通过关联交易漏出利润的时期已成过去，这主要体现在公司酒类资产毛利率的大幅提升和业绩的大幅增长。

2、五粮液做“酱酒”，机会几何？

3 月 17 日，在成都春季糖酒会期间，五粮液股份公司正式推出自己的酱香型白酒产品——永福酱酒。据了解，公司从 2000 年就开始构思，并进行了几千吨酱酒的试生产，到 2002 年，又新增年生产能力达 2 万吨的酱酒生产基地，目前产能已达 2.7 万吨，已超过酱香龙头茅台 2 万吨的产能规模。永福酱香交给公司的老搭档——银基集团运作，将在 3 个月内推向市场，五粮液预计今年实现 1000 吨的销量；关于永福酱香的定价，公司并未公布，预计定位在 200-400 元/瓶，与茅台错位竞争。

目前，酱香型白酒的销量占不到 2%，远远低于浓香型白酒，浓香白酒龙头高调进入狭小的酱香型白酒阵地，同时还要面对茅台和郎酒等强势品牌的竞争，五粮液的行动着实大胆。我们认为，五粮液酝酿 10 年，并已有巨大的产能投入，绝非是一时心血来潮或象征性的进入，应该是长远的战略考虑。市场对五粮液此举的颇多担忧，我们观点偏乐观：酱香领域茅台价格一直高高在上，普通老百姓可望而不可及，中低档酱香型白酒市场空间较大，这是近年郎酒得以成功的原因之一，若营销策略恰当，五粮液也不是没有机会。

3、五粮液开年销售理想，今年业绩高增长较确定。

2010 年 1 月，公司上调“五粮液”酒产品的出厂价 8.5%-10.3%，提价后 52 度五粮液的经销商与团购出厂价分别达到 509 和 529 元。目前，我们最关心的是销量，2009 年，公司一级酒突破 1 万吨，今年可能再增长 20-30%；去年，五粮液销售约 1 万吨，产量达到 1.3 万吨，公司计划今年五粮液销量增长 20%，而茅台也计划放量 20%，二者合计增加高端酒供应 15%，高端酒的竞争更加激烈。

不过，从糖酒会五粮液经销商处的了解到，今年春节后五粮液价格季节性回落幅度不大，在其它高端白酒销量下滑情况下，五粮液销售理想、甚至出现断货，经销商库存也处于低位，五粮液今年 20%的

放量还是值得期待。

预计五粮液 2009-2012 年的每股收益分别为 1.29 元、1.52 元和 1.74 元，目前仅 28.4 元的股价对应的动态市盈率仅为 22 倍，估值安全边际较高，随着节后白酒利空的逐步释放完毕，公司的投资机会也开始凸显，建议逢低买入，维持“推荐”评级不变。

表 1：五粮液盈利预测表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	11,129	14,511	17,213	19,799	净利润	3,467	5,322	6,257	7,197
营业成本	3,861	4,001	4,875	5,698	折旧与摊销	692	724	756	790
营业税金及附加	799	1,045	1,239	1,426	财务支出	0	0	0	0
销售费用	1,164	1,451	1,635	1,782	投资损失	-3	0	0	0
管理费用	839	1,088	1,291	1,485	净营运资本变动	1,914	-3,132	-104	-384
财务费用	-110	-170	-170	-188	经营性现金流	6,054	2,914	6,909	7,603
资产减值损失	9	0	0	0	资本支出	-4,261	-1,124	-1,092	-1,147
其他经营收益	19	0	0	0	其它投资	4	0	0	0
营业利润	4,587	7,096	8,343	9,596	投资性现金流	-4,257	-1,124	-1,092	-1,147
利润总额	4,606	7,096	8,343	9,596	股权融资	11	0	0	0
减 所得税	1,139	1,774	2,086	2,399	债券融资	0	0	0	0
净利润	3,467	5,322	6,257	7,197	股利分配及其它	-190	-979	-1,151	-1,324
少数股东损益	222	426	501	576	筹资性现金流	-179	-979	-1,151	-1,324
归母公司净利润	3,245	4,896	5,756	6,621	货币资金变动	1,618	810	4,666	5,131
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	7,544	8,354	13,019	18,151	成长能力 (YOY)				
应收账款	103	73	9	10	营业收入	40.3%	30.4%	18.6%	15.0%
预付账款	196	100	73	85	营业利润	89%	54.7%	17.6%	15.0%
存货	3,477	4,063	4,820	5,544	归母公司净利润	79.2%	50.9%	17.6%	15.0%
其它	1,964	1,542	1,391	1,594	盈利能力				
流动资产合计	13,283	14,132	19,312	25,384	销售毛利率	65.3%	72.4%	71.7%	71.2%
长期股权投资	30	30	30	30	销售净利率	29.2%	33.7%	33.4%	33.4%
固定资产合计	6,936	7,283	7,647	8,029	ROE	23.8%	28.1%	26.0%	24.1%
长期待摊费用	66	66	66	66	ROIC	19.8%	30.6%	36.6%	34.0%
其它	534	582	555	530	偿债能力				
非流动资产合计	7,566	7,961	8,298	8,655	资产负债率	30.6%	36.6%	34.0%	31.5%
资产总计	20,849	22,093	27,610	34,039	流动比率	2.12	4.42	5.36	6.10
短期借款	0	0	0	0	速动比率	1.57	3.15	4.02	4.77
应付账款	239	120	73	85	营运能力 (次)				
预收款项	4,376	1,200	1,462	1,710	资产周转率	0.65	0.68	0.69	0.64
其它	1,648	1,874	2,070	2,367	存货周转率	1.39	1.06	1.10	1.10
流动负债合计	6,264	3,194	3,605	4,162	应收账款周转率	206.23	165.54	424.16	2139.74
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				

其它	0	5	-0	-0	每股收益	0.85	1.29	1.52	1.74
非流动负债合计	0	5	0	0	每股经营现金流	1.59	0.77	1.82	2.00
负债合计	6,269	3,194	3,605	4,162	每股净资产	3.76	4.79	6.00	7.39
实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796	每股股利	0.00	0.26	0.30	0.35
资本公积	953	953	953	953	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	9,831	14,174	19,280	25,153	PE	33.55	22.24	18.91	16.44
所有者权益合计	14,580	18,923	24,029	29,902	PB	7.63	5.99	4.78	3.88
负债和权益总计	20,849	22,117	27,634	34,064	EV/EBITDA	19.70	13.28	11.38	9.97

资料来源：东莞证券研发

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,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。在所知情的范围内,本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系,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。

免责声明:

本报告仅供东莞证券有限责任公司(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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠,但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证该信息未经任何更新,也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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,可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下,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,并不构成对任何人的投资建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有,未经本公司事先书面许可,任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发,需注明出处为东莞证券研究发展中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119450

传真: (0769) 22119453

网址: www.dgzq.com.cn