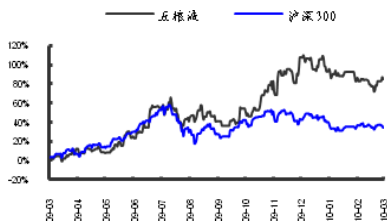


**食品饮料-白酒**
**维持评级: 增持**
**相对沪深 300 表现**


表现	1m%	3m%	12m%
五粮液	1.4	-10.8	85.6
沪深 300	1.0	-5.7	34.5

**市场数据 2010. 03. 25**

当前价格 (元)	28.40
52 周价格区间 (元)	15.05-32.65
总市值 (百万)	107805.45
流通市值 (百万)	107792.80
总股本 (万股)	379596.67
流通股 (万股)	379552.10
日均成交额 (百万)	1014.14
近一月换手 (%)	11.25

**相关报告**

 关联交易解决提升盈利和估值水平  
 2009 年 7 月

**分析师**

 刘金沪  
 电话: 0755-83704943  
 邮件: liujh01@ghzq.com.cn

**分析师申明:**

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 基本解决关联交易之后, 五粮液公司的盈利能力得到了实质性提高, 业绩也如期释放。公司价值体现的关键性制约因素从而得以消除。
- 公司 2009 年业绩优良, 2010 年在新老产品放量和产品结构改善等因素促进下有望保持快速增长, 业绩可预期同步高速增长。
- 作为中国白酒业的标杆企业之一, 公司市值正在向其在本市场应有的地位靠拢。公司综合实力在业内数一数二, 产能、品牌、渠道和技术储备等形成了强大的系统性综合优势。经过多年的产品积累和市场培育, 公司中高端产品已经步入了稳健增长的阶段, 有望持续贡献利润; 此外, 十年磨一剑的酱香型产品也有希望贡献新的增长点。
- 按照目前 28 元左右的价格和 38 亿的总股本, 10、11 年 EPS 分别为 1.30 元、1.63 元, 2010 年的预测市盈率为 22 倍左右, 未来 2 年的净利润复合增长率为 38.2%, PEG 为 0.86。
- 我们认为该估值存在一定低估, 和贵州茅台、泸州老窖等同类可比公司基本处于同一水平。尽管和业绩相比公司的股息回报率仍旧偏低, 但考虑到行业和公司未来几年稳健增长的预期较为明确, 维持其“增持”评级, 并作为食品饮料行业近期的推荐配置首选。

预测指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	7,329	7,933	11,129	15,425	18,635
营业利润 (百万元)	2,183	2,431	4,587	6,652	8,332
净利润 (百万元)	1,473	1,811	3,245	4,948	6,201
摊薄每股收益 (元)	0.39	0.48	0.85	1.30	1.63
摊薄每股净资产 (元)	2.52	3.00	3.76	4.67	5.82
加权平均ROE (%)	16.5	17.3	25.3	30.9	31.1

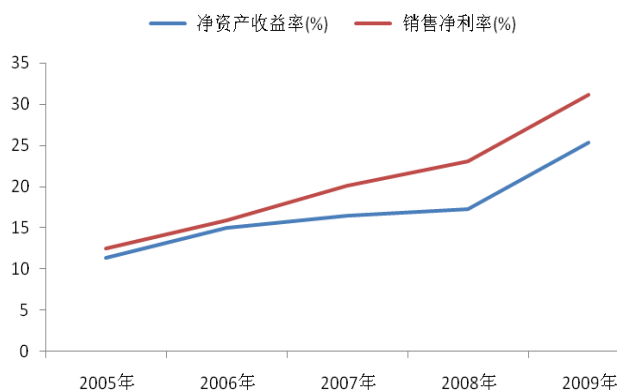
五粮液 2009 年度报告显示，公司全年实现主营业务收入 111.29 亿元，同比增长 40.3%；归属于母公司所有者净利润 32.45 亿元，增长 24.23%；每股收益 0.855 元。2009 年度分配方案为每 10 股派现金 1.50 元（含税）。

公司 2009 年共销售五粮液系列酒 8.45 万吨，比上年同期增长 11.5%，其中“五粮液”主品牌销售约 1 万吨。

### 关联交易基本解决，效益如期大幅度提升

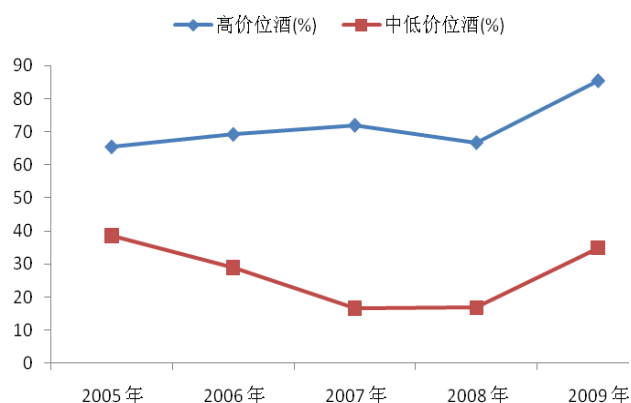
公司去年基本解决了上下游的关联交易问题，目前只有销售公司的 5% 股权在集团，销售五粮液造成的利润输出基本解决，效益如期大幅度上升，其真实的盈利能力从而得以展现。2009 年 ROE 和净利润率分别为 25.3% 和 31.2%，符合其中国白酒大王的身份。

图 1 关联交易的解决如期大幅度提升了公司的盈利能力



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2 高价位酒和低价位酒的盈利能力（毛利率）在 2009 年全面走高



资料来源：Wind、国海证券研究所

### 产品结构优化，产品线结构日趋合理

公司近年来一直致力于压缩低端酒（尖庄等）的产销量，中高端产品（五粮液、六和液、五粮春和五粮醇等）成为主要的收入利润来源。随着团购等渠道的拓展和五粮液系列品牌价值的提升，近年来五粮液已经成为重要的商务用酒，主品牌的高端稀缺奢侈品定位已经得到了认可，成为终端价格仅次于茅台的品牌，并可以通过提价、产品结构继续优化（加大五粮液老酒、1618、年份酒等高附加值产品比重等）为公司形成可持续稳健增长的利润来源。

2010年1月16日"五粮液"酒出厂价上调8.50%-10.30%，目前看提价并未影响到销量，一批价基本在610元左右，市场终端价也稳定在658的水平上，并且呈现明显的供不应求态势。根据目前市场情况来看，完成1.2万吨的销量应该问题不大，但公司最终可能会倾向于控量以提高吨酒价格水平。

随着市场向中端产品转移和二线品牌的成熟，公司在2009年一个可喜的趋势是以五粮醇为代表的中端酒销售开始放量，突破了历年来7-8千吨的平台，实现了约1.1万吨的销量，发展势头良好。公司1月份已经在招募工人，筹划恢复部分闲置的1万吨固态基酒产能，这也是五粮醇销售放量之后带来的积极效果。可以预见，随着我国中档酒市场的稳定扩大，公司该部分业务有望在未来几年获取稳健的成长。

### 产能和技术领先奠定系统优势，进军酱香型产品打造新增长点

作为浓香型川酒的代表，公司拥有强大的产能、业内领先的工艺水准以及高水平的管理、研发能力，这些因素共同打造了公司作为中国白酒大王的系统性优势，为开发新产品和提高优质品率提供了坚实基础。其五种粮食酿造的工艺复杂性锻造了其对品质的把握，公司完全秉承传统的固态纯粮发酵工艺，随着窖池的老熟和工艺改进，目前公司产品结构基本呈现纺锤形，优质品率可达15%，低端酒仅占10%左右，中间约3/4的产量都可以作为中端酒的基酒来使用，这契合了我国未来几年中端酒面临发展机遇的产业机会。

3月17日，公司在成都推出蓄势已久的酱香型产品永福“酱酒”。这是公司十年磨一剑的成果展示，其潜在产能在2万吨以上，品质也已经获得了业内专家的认可，定位中高端，切入茅台拓展出的酱香型白酒市场并避免与其在超高端领域正面冲突，应该说这一思路还是正确的。公司将利用合作强力经销商银基旗下的数千家直销专卖店和经销商渠道，在3个月内实现永福酱酒的铺货。

公司对酱酒给予了厚望，希望做到5千吨的销量。我们认为这是个相当雄伟的计划，但能否实现尚需观察。因为超高端酱酒是国酒茅台传统的核心利益领地，所面临阻力不言而喻；中高端则又面临着近年来神速崛起的郎酒贴身竞争。故酱酒的推广可以视作公司是否能恢复当年白酒超强地位的关键战役。

## 盈利预测

根据市场变化情况我们更新了业绩预测。盈利预测主要假设：

- 1、2010年高价酒销售增长15%，其中五粮液销售1.15万吨，酱酒1千吨，毛利率为86%；中低价酒销售增长10%，毛利率保持在36%，比09年略有提高；其他业务保持10%的增长并和09年毛利率持平。
- 2、考虑消费税从严征收预期，主营业务税金率为9%。
- 3、2010年销售费用率10.5%，管理费用率7.5%，基本和09年持平；利息收入年均递增10%。
- 4、少数股东权益（5%的销售公司利润流出）2010年为7500万元。
- 5、2010年起综合所得税率24.5%，略低于2009年。

表1 公司2006-2011年实际盈利及预测表：

	实际				预测	
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
净销售额	7,386	7,329	7,933	11,129	15,425	18,635
销售成本	3,487	3,378	3,618	3,861	4,732	5,501
毛利	3,900	3,951	4,315	7,269	10,693	13,134
毛利率	52.8%	53.9%	54.4%	65.3%	69.3%	70.5%
期间费用	1,427	1,188	1,320	1,893	2,656	3,128
期间费用率	19.3%	16.2%	16.6%	17.0%	17.2%	16.8%
营业利润	1,790	2,183	2,431	4,587	6,652	8,332
营业利润率	24.2%	29.8%	30.6%	41.2%	43.1%	44.7%
投资收益	5	3	2	3	3	4
税前利润	1,786	2,178	2,399	4,606	6,652	8,332
所得税	914	706	569	1,139	1,630	2,041
归属于母公司的净利润	1,179	1,473	1,811	3,245	4,948	6,201
净利润率	16.0%	20.1%	22.8%	29.2%	32.1%	33.3%
EPS	0.31	0.39	0.48	0.85	1.30	1.63
P/E	90.13	72.17	58.70	32.76	21.48	17.14

数据来源：国海证券研究所

## 投资建议

作为中国白酒的重要代表之一，公司综合实力在业内数一数二，产能、品牌、渠道和技术储备等形成了强大的系统性综合优势。09年底被投资界诟病已久的关联交易基本解决，盈利能力和业绩如期得到了释放。公司中高端产品已经步入了稳健增长的阶段，有望持续贡献利润；此外，公司十年磨一剑的酱香型产品也有希望贡献新的增长点。

根据上述业绩假设，按照目前28元左右的价格和38亿的总股本，2010年的预测市盈率为22倍左右，未来2年的净利润复合增长率为

38.2%，PEG 为 0.86。我们认为该估值存在一定低估，和贵州茅台、泸州老窖等同类可比公司基本处于同一水平。尽管和业绩相比公司的股息回报率仍旧偏低，但考虑到行业和公司未来几年稳健增长的预期较为明确，维持其“增持”评级，并作为食品饮料行业近期的推荐配置首选。

### 国海证券投资评级标准

---

#### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

#### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。