



酱酒推迟上市 小幅下调盈利预测 维持评级

——五粮液（000858）5月13日北京交流会快报

2010年5月13日

强烈推荐/维持

食品饮料行业

调研快报

刘家伟	食品饮料行业分析师
	010-66507309; MSN: ynyljw999@hotmail.com

事件:

五粮液5月13日在京举行投资者交流会，就公司现状进行了通报。

观点:

1. 公司治理有极大改善之后（2009年上半年成立新的销售公司，之后公司与集团公司之间的股权结构从80%:20%提升为95%:5%），10年业绩继09年大幅增长后继续大幅增长是意料之中的事情；

2. 产品销量增长应可期待。五粮液高端酒在2010年放量增长20%左右应该不会有太大的问题，中端五粮春、五粮醇会继续较快速增长，六和液在部分地区销售不错，可望贡献业绩；新产品“永福酱酒”有望在第三季度正式投放市场，价格重心500元上下，处于郎酒高端产品和茅台53度之间，有望吸引相关高端消费者；

3. 近期议论较多的16口明代窖池之争对公司影响不大。一是因为公司有3万多口窖池，二是主要涉及控股股东与窖池“所有人”的关系。

结论:

鉴于公司新产品“永福酱酒”一再推迟上市时间，预计前期投入费用可能较大，对2010年业绩贡献不确定性增加，我们暂时小幅下调对其2010年的业绩预测：净利润增速从增长52%下调至增长40%，下调12个百分点；EPS下调7.7%或0.1元，从1.30元调至1.20元左右；与当前股价25.15元对应PE21倍。我们认为，从相对估值角度看，公司合理估值水平应为30倍左右，目标价可达36元以上；从绝对估值角度看，假定第二阶段和长期增长率为5%和1%，尽管这已经是最严格的假设条件，但FCFE仍高达48.58元。由此可见，公司目前估值严重偏低，故维持强烈推荐评级。

表 1 五粮液 2010-2012 年业绩预测表

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	7,933.07	11,129.22	15,890.59	19,184.14	22,548.36
主营收入增长率	8.25%	40.29%	42.78%	20.73%	17.54%
EBITDA（百万元）	2,766.54	5,431.37	6,525.34	8,817.12	10,420.00
EBITDA 增长率	5.60%	96.32%	20.14%	35.12%	18.18%
净利润（百万元）	1,810.69	3,244.75	4,599.49	6,474.40	7,871.89
净利润增长率	23.27%	79.20%	41.75%	40.76%	21.58%
ROE	15.91%	22.73%	26.29%	29.38%	28.58%
EPS（元）	0.48	0.86	1.21	1.71	2.07
P/E	53.04	29.59	20.88	14.83	12.20
P/B	8.44	6.73	5.49	4.36	3.49
EV/EBITDA	32.57	16.29	12.71	8.35	6.01

资料来源：东兴证券研究所表 2 五粮液 2010 年 DCF 估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间		敏感度分析区间	
FCFF	50.09	44.15	-	58.49	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	48.58	42.38	-	57.34	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	12.22	10.18	-	15.34	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	46.46	40.40	-	54.74	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	33.87	29.26	-	40.54	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	45.82	38.59	-	57.88	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：东兴证券研究所

附：近期报告一览

序号	报告名称	评级	时间
1	稳粮增收，统筹强基-关于中央农村工作会议的点评	看好	1-1
2	普京”涨价引发多重预期 首次推荐评级——1月12日媒体报道普通燕啤涨价点评	推荐	1-13
3	播“种”正当时，涨声响起来——农林牧渔1、2月投资策略	看好	1-15
4	继续推荐燕京啤酒的五大理由——燕京啤酒（000729）调研快报	推荐	1-19
5	五粮液涨价 高增长因素增至六个——五粮液（000858）1月15日提价公告点评	强烈推荐	1-19
6	自培增加提高毛利率，绿化工程推进加快——绿大地（002200）调研报告	推荐	1-19
7	09年增长近80% 维持“强推”——五粮液（000858）09年业绩快报点评	强烈推荐	2-2
8	净利润下降27.34%，增发或是新机会——顺鑫农业（000860）09年报点评	推荐	2-2
9	干旱影响业绩，工程助力发展，长期高成长性不改——绿大地（002200）业绩修正点评	推荐	2-3
10	安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”——安琪酵母（600298）09年报点评	推荐	2-8
11	种业农化展翅齐飞——丰乐种业（000713）年报点评	推荐	2-10
12	玉米种子力挺公司增长——敦煌种业（600354）年报点评	推荐	2-10

13	老窖股权激励：业内之先 骨干更受益——泸州老窖（000568）股权激励授权公告点评	推荐	2-11
14	食品饮料：1月涨价未超预期 2月继续看好	看好	2-22
15	稻谷收购价上调对食品饮料行业影响不大——发改委提高稻谷最低收购价政策点评	看好	2-22
16	深入合作有望提升积极性——水井坊（600779）中外大股东二度深谈合作公告点评	强烈推荐	2-23
17	内外兼得推动青啤净利润大增约八成——青岛啤酒（600600）业绩预增公告点评	推荐	2-23
18	第七周食用农产品与生资价格小涨——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	2-24
19	增长质量提升 销售拐点将现——惠泉啤酒（600573）09年报点评	强烈推荐	2-25
20	四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒（600573）深度调研报告	强烈推荐	2-26
21	09年平稳增长 10年可能提速——三全食品（002216）业绩快报点评	推荐	2-26
22	燕京啤酒驶入全面提速轨道 上调评级——燕京啤酒（000729）09年报点评	强烈推荐	3-2
23	外资有望必得控股权 继续强推——水井坊（600779）股权转让公告点评	强烈推荐	3-2
24	第八周食用农产品价格降1% 继续看好食品饮料-商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-4
25	洋河股份：全面攀高 势头正猛-洋河股份（0020304）09年报点评	推荐	3-5
26	增长或再超预期 继续强推——金种子酒（600199）北京交流会快报	强烈推荐	3-8
27	农业受益更多 食品饮料等行业全年更可看好——十一届人大三次会议政府工作报告精神简评	看好	3-8
28	第九周食用农产品价格降0.6%继续看好食品饮料——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	3-10
29	2月食品CPI上涨6.2%略超预期 3月可能回落——国家统计局2月份食品类价格数据点评	看好	3-12
30	皇氏乳业（002329）调研快报：水牛奶巨头 跳跃增长待来年	推荐	3-15
31	基础夯实 世博助力 维持强推——金枫酒业（600616）09年报点评	强烈推荐	3-17
32	求变增强各方信心 维持强推评级——惠泉啤酒（600573）调研快报	强烈推荐	3-18
33	中外合作提升长效积极效应——水井坊（600779）调研快报	强烈推荐	3-18
34	收入首破百亿 预收款剧增3倍达43亿 继续强推——五粮液（000858）09年报点评	强烈推荐	3-18
35	“普京”提价见效 区域增长或超好——燕京啤酒（000729）22日投资者交流会快报	强烈推荐	3-23
36	第11周食用农产品价格连降四周但降幅趋缓——商务部36个大中城市价格监测一周数据点评	看好	3-24
37	受益自养自宰 预期更可向好——圣农发展（002299）09年报点评	推荐	3-26
38	得利斯山东肉制品龙头纵横布局——得利斯（002330）09年报点评	推荐	4-1
39	净利润增长227% 争做省内第一品牌——金种子酒（600199）09年报点评	强烈推荐	4-1
40	东兴证券2010年联合调研系列之一：海西大消费品之圣农发展	强烈推荐	4-3
41	第12周食用农产品价格继续下降 西南干旱影响有限——商务部36个大中城市监测数据点评	看好	4-3
42	增发预案获通过 高管换届不换届 维持评级——金种子酒10年第一次临时股东会公告点评	强烈推荐	4-7
43	第13周食用农产品价格降幅扩大 猪价下跌将缓解——商务部36个大中城市监测数据点评	看好	4-8
44	第14周食用农产品价格连降七周 猪价跌幅收窄——商务部36个大中城市监测数据点评	看好	4-14
45	1季度CPI食品类上涨5.1% 啤酒等进入旺季——国家统计局一季度食品类价格数据点评	看好	4-16
46	近期猪价难大涨 若反弹对鸡肉是利好——关于近期猪肉价格走势的一些看法	看好	4-16
47	第15周农产品价格连降七周后首次回升 猪价止跌反弹——商务部36个大中城市监测数据点评	看好	4-22
48	第16周猪价环比连涨两周 五一节日因素可刺激消费增长——商务部36个大中城市价格监测点评	看好	4-29
49	鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展（002299）深度报告	强烈推荐	5-4
50	第17周猪价环比连涨三周涨幅收窄 粮价或继续上扬——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	5-5

51	第18周菜价回落猪价略跌 粮价延续涨势——商务部36个大中城市价格监测数据点评	看好	5-12
52	4月CPI食品类涨5.9% 部分品种中线价值凸显——国家统计局4月食品类价格数据点评	看好	5-12

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事食品饮料和农林牧渔行业研究，2009年加盟东兴证券研究所。

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级:

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。