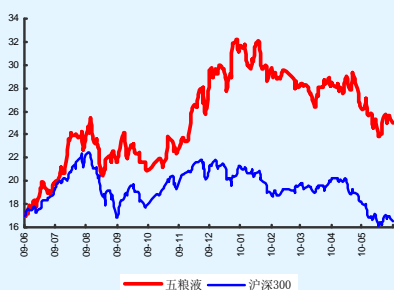


五粮液（000858）融资融券数据点评

——公司发展持续向好，期待酱酒上市

基本数据	2010-5-31
收盘价（元）	24.86
市盈率	19
市净率	5.96
股息率（分红/股价）	——
每股净资产（元）	4.17
资产负债率%	29.06%
总股本（亿股）	37.95
流通A股（亿股）	37.95
流通A股市值（亿元）	943.57

一年内股价走势：



研究员：陈荣新

电话：020-37865152

EMAIL：chenrx@wlzq.com.cn

报告日期：2010-5-31

事件：五粮液公司5月市场融资融券数据。

投资要点：

- **1. 明代窖池的诉讼事件。**跟媒体差别比较大的一点，尹家16口窖池占老窖的比重小。16口窖池出资人宜宾国资公司已经在公司上市时折价入股，所以从这点说一矛盾是国资公司和尹家的矛盾，可以明确的是不关到五粮液公司的事。
- **2. 关于证监会调查事件。**我们维持前面报告中的观点，调查事件属于历史遗留问题，从长期看，这个事件出来是有利于上市公司规范进程的推进的。
- **3. 公司现在的经营情况。**第一，公司销售方面良好，公司预收账款继续大幅度上升；第二，对上市公司管理层的考核增加业绩保障；第三，团购渠道取得较大的发展，估计今年团购酒可占总量的10%；第四，消费税方面，我们认为消费税增加是大概率事件，但是从行业发展角度上看，提价对业绩的影响并不大；第五，中档酒发展或成亮点。
- **4. 未来公司发展和股价催化剂。**第一，业绩超预期增长，今年业绩增长三个因素均有亮点：一是销售公司全年计入，二是五粮液上量，三是今年产品继续涨价；第二，市值管理，我们认为五粮液市值的提升是个大概率事件；第三，永福酱酒推出后销售超预期。
- **盈利预测：**维持公司的盈利预测不变，预测公司2010-2012年的每股收益分别为1.32元、1.58元和2.04元，对应PE为19X、16X和12X，当前估值依然偏低，由于仍存在调查事件等外在影响因素，维持“增持”评级。

表1: 五粮液公司5月融资融券交易明细

日期	融资买入额(元)	融资余额(元)	融券卖出量(股)
2010-5-31	/	/	
2010-5-28	12,905	30,998,588	
2010-5-27	636,210	31,010,063	
2010-5-26	24,800	30,396,685	
2010-5-25	151,560	30,371,885	
2010-5-24	853,460	30,722,399	
2010-5-21	10,457,238	30,421,985	
2010-5-20	16,877	19,994,298	
2010-5-19	0	19,977,421	
2010-5-18	1,969,463	19,977,421	
2010-5-17	73,800	18,173,514	
2010-5-14	37,672	18,099,714	
2010-5-13	1,878,392	18,081,609	4,000
2010-5-12	66,305	16,454,224	
2010-5-11	2,597,348	16,388,019	
2010-5-10	5,685,011	13,791,351	
2010-5-7	12,800	9,427,585	
2010-5-6	0	10,663,261	
2010-5-5	2,299,971	10,828,555	
2010-5-4	0	8,562,500	
合计	26,773,812		4,000

(说明: 本报表基于证券公司报送的融资融券余额数据汇总生成)

数据来源: 深交所, 万联证券

点评:

根据从深交所公布的5月融资融券数据统计表中可以看出, 五粮液公司本月融资买入额增幅较大, 显示了市场较高的认同度。关于五粮液的基本研究, 我们在过去一系列报告中已有比较详细的阐述, 下面就几个重点问题再做解释。

1. 明代窖池的诉讼事件。

跟媒体差别比较大的一点, 尹家16口窖池占老窖的比重小。解放前的窖池称老窖, 都在501车间, 501车间有300多口老窖池。16口窖池出资人宜宾国资公司已经在公司上市时折价入股, 所以从这点说一矛盾是国资公司和尹家的矛盾。据了解, 50年代尹家的窖池是没收的, 80年代落实纠错后归还了部分私人财产。当时宜宾小市政府的文件正文中没有讲到窖池, 是有人用钢笔字在文件下方写上着16口窖池归尹家。现在的宜宾政府很重视, 多次研讨。近期媒体业报道了, 现在的宜宾政府征询了很多法律专家, 认为钢笔写上去的不合理, 所以决定再次纠错。所以可以明确的是, 这个事一直是政府和尹家在协商, 不关到五粮液公司的事。(转五粮液领导谈话)

2. 关于证监会调查事件。

我们维持前面报告中的观点, 调查事件属于历史遗留问题, 从长期看, 这个事件出来是有利于上市公司规范进程的推进的。从我国资本市场发展的历史看, 类似的事件并不少见, 而监管治理的目标在于推进上市公司

的规范化管理，而不是非得纠着过去的错误不放。我们可以看到，在证监会调查事件后，在过去的一年中，五粮液规范治理方面做了很多卓有成效的工作，这点是值得肯定的，我们认为，复杂的历史诟病的解决只能通过一步步规范的方式达成，而从当前五粮液的行为看，有理由相信上市公司在这方面的诚意。

3. 公司现在的经营情况。

第一，公司销售方面良好。从一季报也可以看到，公司预收账款继续大幅度上升，环比增加 13.5%，同比增加 25 倍，这就说明了公司销售方面的火爆局面。据上市公司方面说法，这块涨幅巨大去年是因为商家预期涨价所以打了很多款，今年一季度又因为涨价和产品缺口很大，所以又收了很多；二季度公司决定暂停预收款，先还清欠货，所以二季度估计会下来。

第二，业绩保障。年报上公司提到今年可以保证 20% 以上的增长，而今年还有一个比较特殊的保证，那就是对上市公司管理层的考核保证。政府今年开始对管理人员实行年薪方案，据此规定，20% 增长达不到管理层的收入也会受影响。

第三，渠道建设方面。团购酒已经取得了较大的发展。经过近三年的团购工作培养，团购方面发展迅速，今年估计团购酒占总量的 10%，这也是跟茅台学习的。团购市场的销售较为稳定，这也是业绩保障的重要方面。

第四，消费税问题。公司去年消费税增加了 1.8 亿，今年肯定还要增加。公司 1 季度消费税税率 8.1%，公司并没有对此数据作过多的预测，但是表示与贵州茅台的税率差距 10 个百分点左右是由于工艺决定的，泸州老窖也仅仅为 6.45%。公司也已经就此情况向国家税总局做了反映。我们认为消费税增加是大概率事件，但是从行业发展角度上看，提价对业绩的影响并不大。

第五，中档酒发展或成亮点。我们在 2010 年投资策略报告中曾重点分析了白酒中档酒发展的巨大前景，从五粮液方面看，公司认为中低价位未来发展会很大，因此今年要开始考虑发展中低价酒，预计中低价位的五粮液明年能达到 10 个亿左右的销售收入。从市场看，一季度洋河股份、古井贡酒、口子窖等的销售增长均非常快速，也说明了中档酒市场的蓬勃。

4. 未来公司发展和股价催化剂。

第一，业绩超预期增长。今年业绩增长三个因素：一是销售公司全年计入；二是五粮液上量；三是今年产品继续涨价。第一个已经在五粮液集团继续向上市公司转让销售公司股权时候已可达成。第二点是五粮液放量，由于五粮液基酒的突破（见之前的报告）我们认为在生产方面也是可以达成的；销售方面，我们认为预收账款的火爆也使得这方面有一定的保障。第三是涨价。当前看通胀预期不断加强，而渠道价和市场价格价差相对其他高端酒公司也尚有提价空间。

第二，市值管理。从上市公司方面看，关于市值目标超过茅台，今年宜宾市政府重新制定对公司的考核，年报会上通过了新的薪酬方案，首次对公司进行市值管理考核，对于上市公司来讲就制定了一个目标。从市场看，我们认为，茅台第一高价股的品牌效应正在不断扩散，市场不断涌出如神州泰岳、海普瑞等高价股，而且随着资本市场的扩大和对社会生活的影响程度在加深，这种二级市场效应还在继续，这也可以从上市公司洋河股份的股价表现中看出。而且纵向看，当前五粮液的市值比历史高位尚有较大的距离。从当前公司的发展态势、管理层进取精神和二级市场效应综合看，我们认为五粮液市值的提升是个大概率事件。（当前市值为茅台 1263.62 亿，五粮液 979.08 亿，泸州老窖 408.4 亿，洋河股份 661.5 亿）

第三，永福酱酒推出后销售超预期。公司已将明确表示“酱酒必须成为公司的重大战略问题对待”，酱酒是总经销制，但确立的原则是五粮液为主体，整个经营思路由五粮液主导，不是像过去全部交给经销商。我们认为，永福酱酒是新管理层上台后在经营方面的首个重大事件，有理由相信符合当前市场主流口味变化的永福酱酒推出后销售超预期。永福酱酒延迟推出恰恰说明了管理层的重视。

5月28日，五粮液永福酱酒独家代理商银基集团主席梁国兴向媒体透露，由于目前仍处于白酒消费淡季，银基集团准备做足一切上市准备工作，细化上市规划，推迟其独家代理的五粮液永福酱酒上市时间，但今年8月15日前永福酱酒肯定会上市。

盈利预测：维持公司的盈利预测不变，预测公司2010-2012年的每股收益分别为1.32元、1.58元和2.04元，对应PE为19X、16X和12X，当前估值依然偏低，由于仍存在调查事件等外在影响因素，维持“增持”评级。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责声明：

本报告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。本报告版权归万联证券所有，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。