东兴证券
DONGXING SECURITIES

2011 年 12 月 30 日

强烈推荐/维持

五粮液 | 调研报告

白酒巨头多项优势凸现 继续强烈推荐

——五粮液（000858）调研快报

刘家伟	食品饮料行业首席分析师 MSN：ynynljw999@hotmail.com 电话：010-66554017	执业证书编号：S1480510120001
联系人：李德宝	电话：010-66554063	Email：lidb@dxzq.net.cn

事件：

我们近期对五粮液（下称“公司”）进行了调研和综合分析，发现这位白酒巨头正在焕发青春，展现量能、价格、品质、品牌、创新和估值等多项优势。

观点：

1.产能、产量、销量等量能优势非常明显，总销量居各白酒企业之首，未来若干年仍可增长 20%-30%。公司 40 万吨总产能是目前白酒企业中最大的，由此带来的是产量和销量的巨大潜力。简单测算，按照 10%的优级酒出酒率计算，能够达到五粮液品质的基酒就可以达到 4 万吨。细测算，公司近 4 万口窖池，绝大部分窖池在 1992-1994 年间修建，窖龄超过 20 年，从优级酒出酒率看，数十口明代窖池高达 60%以上，20 年以上窖龄的窖池也达 30%甚至更高，少部分是 2004-2006 年间修建的，也有 5 年或以上窖龄，出酒率也可接近 10%，且窖龄越长，优级酒出酒率就会依次提升。

公司目前的产能利用率不高，我们预计总产量可能达到 13 万吨左右，许多窖池还没有大规模产酒。从销量看，公司今年 1-9 月五粮液已销售 1.15 万吨，五粮醇 1.18 万吨五粮春 7600 吨，六和液近 800 吨，尖庄近 8000 吨，永福酱酒 600 多吨，另有较大数量的散酒，合计 10.10 万吨，五粮液、五粮醇、五粮春、六和液和尖庄同比增长 17%、28%、19%、62%和 26%。永福酱酒增长很大，散酒有增长，海外市场因价格低于国内而有所压缩，所有产品总销量增长约 32%，完成甚至部分超额完成年初制定的销售目标基本没有问题。这在目前国内白酒企业中是当之无愧的冠军。从产销量的增长潜力看，若干年总体销量增长可达 20%-30%。

表 1：五粮液各主流品种销量 2011 年计划与前三季度完成情况

品种	11 计划目标	1-9 月完成	同比增长	全年实际预计	2015 年
五粮液:	1.4 万吨	1.15 万吨	17.00%	超额完成	-
五粮醇:	1.9 万吨	1.18 万吨	28.00%	基本能够完成	-
五粮春	7600 吨	6200 吨	19.00%	能够完成	-
六和液	不清楚	近 800 吨	62.00%	能完成 1000 吨	-
尖庄	没定	近 8000 吨	26.00%	-	-
永福酱酒	800 吨	600 多吨	很大	能够完成	-
散酒	未披露	未统计	有增长	-	-
合计	13.5 万吨	10.10 万吨	32.00%	能够完成	20 万吨

注：1.永福酱酒·老酱终端价 1100 元/瓶以上，永福酱酒·10 年 900 元/瓶左右；2.六和液主要价格带为 480 元/瓶；3.海外市场价格低于国内，目前具体不太清楚，以 2005 年为例，一些免税店售价 380 元/瓶，而国内已到 500 元/瓶以上，所以，2011 年销量压缩 20%左右约 100 吨，预计可卖出 1000 多吨，主要在东南亚、华人市场。

资料来源：东兴证券研究所。

2.9 月份提价以来价格稳定，五粮液品牌严重供不应求不可能降价，一些经销商仅拿到 8 月份的订货，未来总体采取“跟进式”价格策略。公司 8 月 31 日公告自 2011 年 9 月 10 日起对“五粮液”酒产品出厂供货价格进行适当调整，上调幅度约为 20%-30%。其中，五粮液普通玻瓶装的经销商和专卖店出厂价从 509 元/瓶涨至为 659 元/瓶，上涨 150 元，团购价从 569 元涨至 689 元；五粮液 1618 均比玻瓶装要高出 10 元。提价数月以来，价格稳定，销量增长明显，五粮液品牌缺货严重，一些经销商只拿到 8 月份预订的酒。

对于近期泸州老窖、水井坊、酒鬼酒等相继较大幅度提价事宜，公司认为即便是有些产品终端价高于五粮液，但由于销量有限，对五粮液影响不大，近期不会跟进提价。即便元旦春节邻近，公司表示等待拿货的预付款高达 80 亿元，没有降价的道理，反倒是应该考虑涨价，但鉴于各方面考虑，会保持价格稳定。2012 年的价格策略很可能是根据市场情况及时调整，高端产品价格是否变动基本上还是跟随茅台来确定。

3.浓香白酒工艺和质检把关严格等因素确保产品品质不因扩产增销而下降，品质优势同行难以相提并论。白酒需求旺盛，不少厂家品质难以保证，这是当前白酒行业的一个重要问题。而公司则因为分段摘酒工艺、原材料和勾兑等全过程把控严格，不会出现品质下降问题，目前尚未发现口感等有明显差异的相关事件和报道。

值得一提的是，我们了解到，即便是公司最低价位的尖庄酒，因终端价不到10元，有些厂家购买后勾兑成其他品牌的产品定价20多元也同样好卖，而且质监部门抽检的各类成分均好于同价位的其他产品；另外，一些销量较大而基酒短缺的企业，通过层层关联企业购买公司的散酒勾兑成产品销售而且旺销，这些情况充分说明公司产品品质非常优秀而稳定。

4.浓香第一品牌的宝座可能多年内都会无人能敌。公司前身是 50 年代初 8 家古传酿酒作坊联合组建而成的“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”，1997 年由该酒厂独家发起设立，现已发展成为全球规模最大、生态环境最佳、五种粮食发酵、品质最优、古老与现代完美结合的酿酒圣地，1915 年代表中国产品首获“巴拿马万国博览会”金奖，1995 年在“第十三届巴拿马国际食品博览会”上又再获金奖，铸造了五粮液“八十年金牌不倒”的辉煌，并被第五十届世界统计大会评为“中国酒业大王”；在 2002 年 6 月的巴拿马“第 20 届国际商展”上再次荣获白酒类唯一金奖，续写了五粮液百年荣誉。同时，五粮液酒还四次蝉联“国家名酒”称号；四度荣获国家优质产品金质奖章；其商标“五粮液””1991 年被评为首届中国“十大驰名商标”；子品牌“五粮春”2008 年被评为中国驰名商标，“五粮醇”2009 年被评为中国驰名商标。2009 年，五粮液被评为中国商标注册百强单位、中国最具影响力驰名商标、中国最佳地理标志产品。2011 年，“2011 中国最有价值品牌 100 榜”中，五粮液以 586.26 亿元跃登榜单第三位，连续 17 年蝉联食品行业榜首。

5.2012 年即将推出浓酱兼香酒，并寄予厚望，展现出强劲的创新能力，这在国内白酒界无出其右。公司前任董事长唐桥在 2011 年年中提出实施浓酱产品双轮战略，近期担任新一届董事长的刘中国不仅会坚持这一战略下去，而且还会加大创新力度，尽快推出浓酱兼香型白酒。据了解，2012 年第二或第三季度兼香酒面市可能性较大，定位中高端，终端价会位于 500-800 元一带，目前处于专门部门设计、操作之中。在公司未来的业务架构中，浓酱兼三大香型依次排序，在整个白酒格局中，会保持浓香老大地位，力争酱香老二，志取兼香第一。在兼香酒方面，公司的优势在于：工艺、基酒都是现成的；兼香市场的空间是做出来的，可以说市场不可限量，只要酒好喝就大有市场，而公司已有的兼香型产品是“1218”，喝过此酒的人 70%-80%都认为好喝，目前市场上的兼香型白酒能够与“1218”媲美的并不多见。我们曾经对公司 2010 年新推出永福酱酒表示赞赏，并给与一定的积极预期；而基于上述优势，我们也会看好公司的兼香酒前景。

6.近期市场大跌，估值优势十分明显。根据我们的测算，中性偏乐观预计 2011-2013 年净利润均会保持 40%左右的较高增速，EPS 约为 1.72 元、2.3 元和 3.05 元，对应 PE 仅为 19 倍、14 倍和 10 倍，估值甚至大幅低于国外同行如帝亚吉欧，处于严重偏低状态。

7.其他潜力和优势也较大。比如，白酒行业已进入提升集中度、上演并购大戏的新阶段，公司拥有 100 多亿元现金，实力雄厚，区域性大手笔收购兼并工作正在商洽之中，一旦成功将会带来很大的销量与市场增；再如公司的股权激励方案会因为新班子到位而逐步推进；还有，2012 年整体广告宣传投入将会比 2011 年有所增长，在新产品次新产品等方面会加大力度，进一步提升品牌和产品力，扩大销售，助推业绩增长。

盈利预测和投资建议:

鉴于公司在国内白酒行业内难以企及甚至无可比拟的量能、价格、品质、品牌、创新能力和估值等优势，我们维持预计 2011-2013 年 EPS 约为 1.72 元、2.3 元和 3.08 元，增速约 48%、33%和 33%，给予 2012 年 50 元目标价预期，对应 PE 为 29 倍、21 倍和 16 倍，与当前价位相比还有 60%以上空间，故继续强烈推荐。

风险提示:

国家对白酒价格限制、原材料等成本上涨、营销不足等会影响业绩。

表 2：公司 2011-2013 盈利预测表

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.22	15,541.30	20592.22	26769.89	34800.86
(+/-)	40.29%	39.64%	32.50%	30.00%	30.00%
经营利润（EBIT）	4,586.67	6,094.75	8479.32	11574.27	15798.87
(+/-)	88.66%	32.88%	39.13%	36.50%	36.50%
净利润	3,466.67	4,562.06	6528.30	8741.40	11704.73
(+/-)	79.20%	35.46%	43.10%	33.90%	33.90%
每股净收益（元）	0.86	1.16	1.72	2.30	3.08
市盈率（倍）	37.03	29.91	19	14	11

资料来源：东兴证券研究所

东兴证券

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品及服务业研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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。

东兴证券

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。

东兴证券