

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

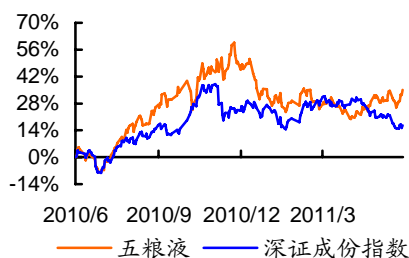
6-12个月目标价:	46.00元
当前股价:	33.50元
评级调整:	首次

基本资料

深证成份指数	11642.40
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	3796
流通市值(亿)	1310
EPS (TTM)	1.31
每股净资产(元)	4.84
资产负债率	35.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
五粮液	3.08	8.95	-8.86
深证成份指数	-6.29	-8.31	-6.43



相关报告

五粮液

000858

强烈推荐

增长预期大幅加强, 估值相对显著偏低

今天(2011/6/9)我们调研了五粮液, 我们认为公司未来3年业绩增长确定, CAGR有望达35%, 估值仅22.5倍, 处于行业最低位, 首次给予“强烈推荐”的投资评级。

投资要点:

- 公司以茅台为主要竞争对手, 茅台提高十二五规划目标必将激起鲶鱼效应。2010年年底公司提出的十二五规划是到2015年实现300亿元收入规模, 即在今年起每年递增30亿元收入, 5年CAGR为14%, 而今年的规划是实现销量增速达20%。我们认为, 近期公司的主要竞争对手茅台将十二五收入规划CAGR从14%提高到24%, 今年收入增速45%+, 有望激起鲶鱼效应, 使得公司重新审视规划目标。
- 公司当前总产能利用率仅25%, 有极大的提升潜力, 未来持续增长看营销。公司主力产品五粮液酒(占收入70%)长期以来供不应求, 但浓香型酒分段摘酒的生产工艺决定了要实现五粮液产量提升, 会同时生产出大量的二、三级系列酒, 这就使得公司要提高产量, 必然要相应地提高中低档酒的销售能力以消化系列酒。受制于销售能力, 当前公司产能利用率仅25%, 有极大的提升潜力。
- 高档酒供需缺口在投资性需求助推下日益紧张, 五粮液压抑已久的出厂价有望提高20%+。流动性过剩推动的投资性需求使得高档酒供需缺口日益紧张, 去年至今五粮液没有提价, 出厂价509元已被茅台(619)、国窖1573(619)拉开近20%。终端价与出厂价价差也达75%的历史高点, 没提价的原因是去年底舆论压力较大, 今年初则受发改委管制。我们认为在通胀压力缓解后, 出于维护品牌竞争力及提升业绩的考虑, 压抑已久的出厂价终将得以恢复提高, 我们预期年内提价幅度将会在20%以上, 为明年业绩的持续高增长做铺垫。
- 中低档酒有望通过营销变革及并购拓展销售渠道进一步放量。2010年以来公司从两方面实施营销变革以提升销量: 一是理顺品牌系列, 进一步突出六和液、五粮春、五粮醇等中档酒, 升级尖庄等低档酒; 二是成立华东营销中心试点整合销售资源, 以更贴近市场的措施进行营销, 此模式在成功后有望向各地复制。今年1季度六和液销量增速110%+, 五粮春销量增速达22%, 显示出公司营销模式的转型初显成效, 中档酒放量明显。同时, 公司账面上有162亿元现金, 今年5月28日困扰公司两年之久的证监会调查宣告结束, 意味着公司有望重启并购战略, 通过并购地方酒企获得销售渠道, 为进一步放量做准备。
- 未来3年CAGR35%, 估值仅为22.5倍, 未来6个月目标价46元。预测公司11/12/13年EPS1.54/2.23/2.84元, 对应PE仅22.5/15.5/12.2倍, 估值偏低, 按11年30倍PE算, 未来6个月目标价46元, 首次给予“强烈推荐”投资评级。
股价催化剂: CPI持续高企, 季报业绩超预期, 五粮液主品牌提价
- 风险提示: 政务消费受限制、社会舆论对高档酒消费及提价的持续关注

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15541	19348	25858	31830
同比(%)	40%	24%	34%	23%
归属母公司净利润(百万元)	4395	5829	8469	10771
同比(%)	35%	33%	45%	27%
毛利率(%)	68.7%	69.5%	73.2%	74.5%
ROE(%)	24.3%	25.6%	28.5%	28.1%
每股收益(元)	1.16	1.54	2.23	2.84
P/E	29.81	22.48	15.47	12.17
P/B	7.24	5.75	4.41	3.42
EV/EBITDA	18	14	10	8

目 录

一、公司以茅台为主要竞争对手，茅台提高十二五规划目标必将激起鲶鱼效应.....	4
二、公司当前总产能利用率仅 25%，有极大的提升潜力，未来持续发展看营销能力.....	5
三、高档酒供需缺口在投资性需求助推下日益紧张，五粮液压抑已久的出厂价有望提高 20%+	7
3.1 高通胀背景下，投资性需求涌入增大对高档酒需求.....	7
3.2 发力团购，通过征服意见领袖从而提升公司整体品牌的拉力	9
3.3 公司近两年高档酒产量增速 20%+，但缺口很大，终端价与出厂价价差达 75%，提价预期强烈.....	10
四、中低档酒毛利率有较大的提升空间，有望通过营销变革及并购拓展销售渠道进一步放量	12
4.1 中、低档酒消费升级，面临着巨大的发展空间	12
4.2 公司的中、低档酒品质过硬、品牌底蕴深是最大优势，曾有过良好的消费基础.....	12
4.3 公司中低档酒毛利率有较大的提升空间.....	13
4.4 品牌系列日益清晰，发力重点趋于集中.....	13
4.5 成立华东营销中心+加快专卖店建设进程，以更扁平化的渠道模式应对地产酒的竞争.....	14
4.6 关联交易案结束，公司账面上有 162 亿元现金，未来有望通过并购拓展销售渠道.....	15
五、估值在一线白酒中最低，维持强烈推荐的投资评级.....	17
5.1 预测 11、12、13 年 EPS 分别为 1.54、2.23、2.84 元，10-13 年 CAGR 为 35%，76 亿元的预收帐款有望为公司业绩保驾护航.....	17
5.2 2011 年 PE 仅为 22.5 倍，在一线白酒乃至食品饮料行业中估值便宜	18

图目录

图 1 五粮液产能扩张与销量发展情况.....	6
图 2 近 5 年高档白酒供给量.....	7
图 3 高档白酒供给来源.....	7
图 4 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑.....	8
图 5 五粮液团购收入迅速提升.....	9
图 6 五粮液营业费用率有所下降.....	10
图 7 随着高档酒提价，中、低档酒获得巨大的发展空间.....	12
图 8 五粮液营销人员团队持续壮大.....	14
图 9 从前 5 大客户贡献收入占比持续降低可见五粮液对经销商掌控能力提升.....	15
图 10 白酒行业集中度仍有很大的提升空间.....	16
图 11 公司巨额的预收帐款有望为业绩保持稳定增长保驾护航.....	18

表目录

表 1 2010 年五粮液行业地位.....	4
表 2 五粮液产品系列.....	5
表 3 高档酒出厂价与终端价价差（元/瓶）.....	11
表 4 盈利预测假设表.....	17
表 5 五粮液估值具有极大的优势.....	18

一、公司以茅台为主要竞争对手，茅台提高十二五规

划目标必将激起鲶鱼效应

公司是中国酒业大王，在 1994—2005 年，利润总额一直位居白酒行业首位，但自 2006 年后，公司的利润总额被茅台超越。2010 年，公司实现营业收入 155.41 亿元，仍位居行业首位，实现净利润 45.62 亿元，次于茅台，预收帐款高达 71.08 亿元，为行业首位。

表 1 2010 年五粮液行业地位

	营业收入 (亿)	预收帐款 (亿)	利润总额 (亿)	总市值 (亿元)	PE (2010E)
贵州茅台	116.33	47.39	71.62	1997.18	24.90
五粮液	155.41	71.08	60.70	1310.38	22.48
洋河股份	76.19	10.26	30.76	999.99	28.84
泸州老窖	53.71	10.57	29.19	648.46	20.61
山西汾酒	30.17	8.03	8.67	304.65	35.62

资料来源: wind、公司公告、中投证券研究所

2009 年后，公司为市场所诟病的关联交易问题逐步得以解决，公司对资本市场的重视程度也在日益提升，2010 年，宜宾市开始对五粮液管理层进行市值考核，目前考核标准是希望公司的市值年增长幅度能够超越贵州茅台、泸州老窖的幅度。市值考核使得公司管理层与股东的利益更加紧密，由于茅台与公司在行业中市值占的权重最大，实际上也使得茅台是公司最大的竞争对手这一关系显得更加直接。

去年年底公司提出的十二五规划是到 2015 年实现 300 亿元收入规模，即在 2011 年起每年递增 30 亿元的收入，未来 5 年 CAGR 为 14%，而今年的规划是实现销量增速 20%，规划目标显得较为稳健。我们认为，近期公司主要的竞争对手茅台将十二五收入规划 CAGR 从 14%提高到 24%，今年收入增速 45%+，将有望激起鲶鱼效应，使得公司重新审视规划目标。

二、公司当前总产能利用率仅 25%，有极大的提升潜

力，未来持续发展看营销能力

公司以浓香型白酒著称于世，高档酒主品牌五粮液贡献了公司 70% 的收入，浓香型白酒的生产工艺决定了要生产高档的五粮液酒（一级酒，出酒率在 10%~15%，按照一般规律，每年一级基酒自然增长率在 3% 左右，但与工人熟练度、窖池老熟度有很大关系），会同时生产出大量的二级酒、三级酒，这些大量的二级酒、三级酒被称为系列酒，会带来两个问题：一是公司的产品线会比较长，二是公司的高档酒要提高产量，必然要相应地提高中低档酒的销售能力以消化生产高档酒所带出的系列酒。2010 年公司白酒总销量 10.45 万吨，其中高档酒五粮液销量为 12800 吨。

表 2 五粮液产品系列

产品档次	产品系列	终端价（元/瓶）	销量（吨）	收入占比
高档	五粮液	889+	12800	70%
中档	六和液、五粮春	150~600	6450	30%
低档	五粮醇、金六福、浏阳河、尖庄、散酒	150-	70965	

资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

由于高档酒五粮液的品牌、品质优势突出，市场长期存在供需缺口，为了提高产量，公司在历史上共有 6 次产能扩张，至 2010 年白酒总产能达到 40 万吨，但受制于中、低档酒的销售能力，目前公司总产能利用率仅为 25%，仍有极大的提升潜力。

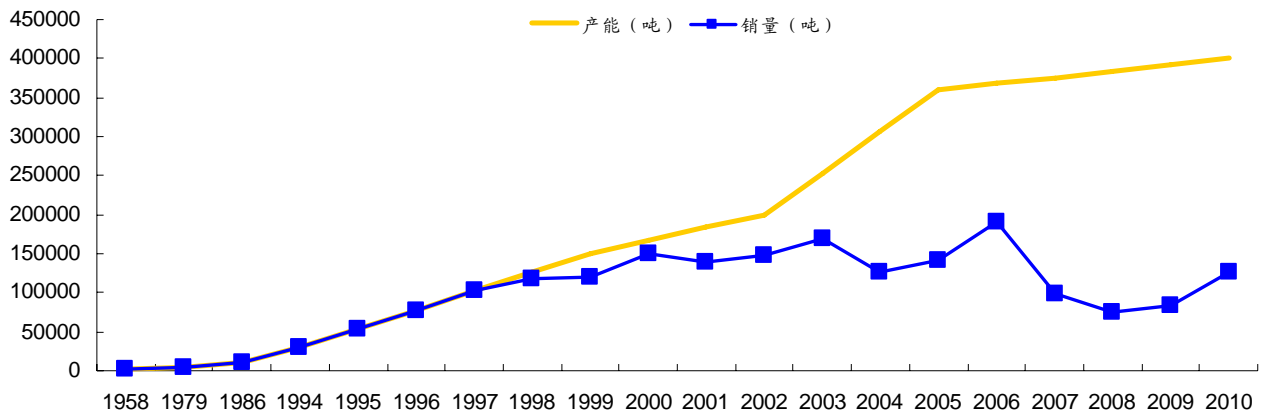
公司的销售模式经历了三个发展阶段：

第一阶段（1993—2002）：主品牌五粮液持续提价，系列酒 OEM 大开发阶段（五粮液的 OEM 是利用自己过剩的产能与强大的品牌号召力，为中小品牌加工生产相关产品）。在大流通时代，这一模式为五粮液迅速提高销量起到了重要作用，但贴牌产品越做越多，到 2003 年贴牌产品接近 200 个，价格从 10 元以下至高于主品牌五粮液的都全面覆盖，品牌过度延伸，严重透支了“五粮液”的品牌价值，为公司此后的发展埋下了隐患。

第二阶段（2003—2010）：精简品牌，优化产品组合，主动削减低档酒销量。这一阶段公司开始梳理自身品牌体系，提出“1+9+8”运动，即树立五粮液 1 个国际性品牌，9 个全国性品牌，8 个区域性强势品牌，逐步砍掉销量不佳的开发品牌，并将一些开发品牌纳入到自销主品牌中。但由于品牌系列仍不够清晰，且中低档酒需要直面众多拥有渠道优势的地产白酒的竞争，而公司提价时机不当，减少了渠道利润，使得低档酒销量大幅减少，总销量有所下降，产能利用率到 2010 年降至 25%。

第三阶段（2010—）：公司从2010年底开始尝试营销方式转变，发展战略确立为“做精做强超高端品牌与产品，做活做大中价位品牌与产品，做实做稳低端品牌与产品”，力图在强化五粮液主品牌的同时，加强中档酒的销售能力，将产品结构由原来的“金字塔形”逐步转变成“纺锤形”，采取的转变措施包括理顺品牌系列、销售部门更加扁平化，以提升中档酒的销量。对于公司的积极改变政策，我们持乐观态度。

图 1 五粮液产能扩张与销量发展情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

三、高档酒供需缺口在投资性需求助推下日益紧张，

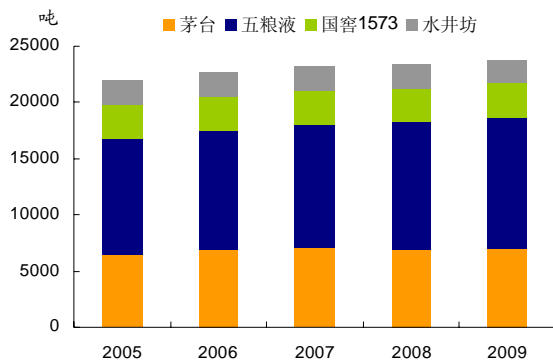
五粮液压抑已久的出厂价有望提高 20%+

3.1 高通胀背景下，投资性需求涌入增大对高档酒需求

为了便于分析，我们将定位、定价与普通 53 度茅台酒（也称为普通高度茅台酒）接近的白酒定义为高档酒，则当前高档酒主要有茅台酒、五粮液、国窖 1573、水井坊。

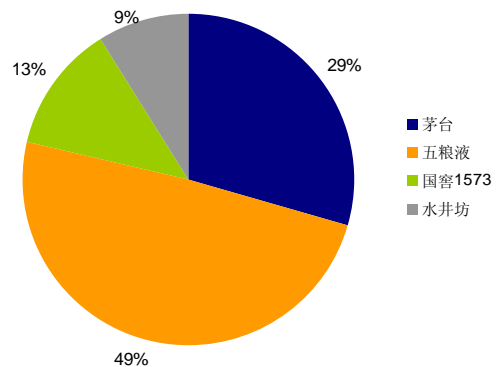
高档酒供给量增速慢。从供给来看，受限于生产工艺，我国高档白酒供给量增速较低，近 5 年复合增速仅 5.6%，即供给具有相对刚性。

图 2 近 5 年高档白酒供给量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 高档白酒供给来源



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

从需求看，高档白酒需求源于公务、商务、私人消费需求，其中公务、商务需求约占总需求的九成，近两年来由于货币超发涌现的投资性需求出现进一步推动了高档白酒的需求。

公务需求刚性较强，随 GDP 增长而增长。公务需求可以概括为“四个 20%”：财政收入占 GDP 比重为 20%，而财政支出与财政收入基本持平，行政管理费用支出约占财政支出的 20%，行政管理费用支出约有 20% 用于公款吃喝，按照酒水在宴席中占比 20% 保守估算的话，目前对高档白酒消费需求至少有 600 亿元，并且随着 GDP 的增长而继续增长。这一块需求只会受政府政策的影响，刚性较强。

商务需求易受宏观经济波动影响。根据业内的市场调研，商务需求约占高档白酒需求量的五成，但商务需求的刚性比公务需求弱，受宏观经济波动影响。如 2008 年的金融危机，就对高档白酒造成了一定的影响，迫使茅台曾控量保价。我们认为当前经济形势并不会对高档白酒构成太大负面影响。

私人消费需求受收入水平驱动而增长。2002 年我国突破了国际公认的消费升级标准线 1000 美元，2009 年我国人均 GDP 更是跨越 3711 美元大关，上海、北京、天津、浙江、江苏、广东等 10 个省市更是超过 4500 美元，根据国际惯例，人均 GDP 超过 4500 美元，对奢侈品的消费就进入快速增长期，对高档酒的私人消费需求将有望持续。

由于高通胀的推动，投资性需求出现进一步推涨了高档白酒的终端价格。我们将投资定义为经销商、消费者的囤酒行为，并认为宏观经济、产品、企业经营三个层面的原因，及白酒拍卖会的兴起这一催化劑，推动了对高档白酒投资性需求的出现。我们以普通 53 度茅台酒价为例来说明这一点。

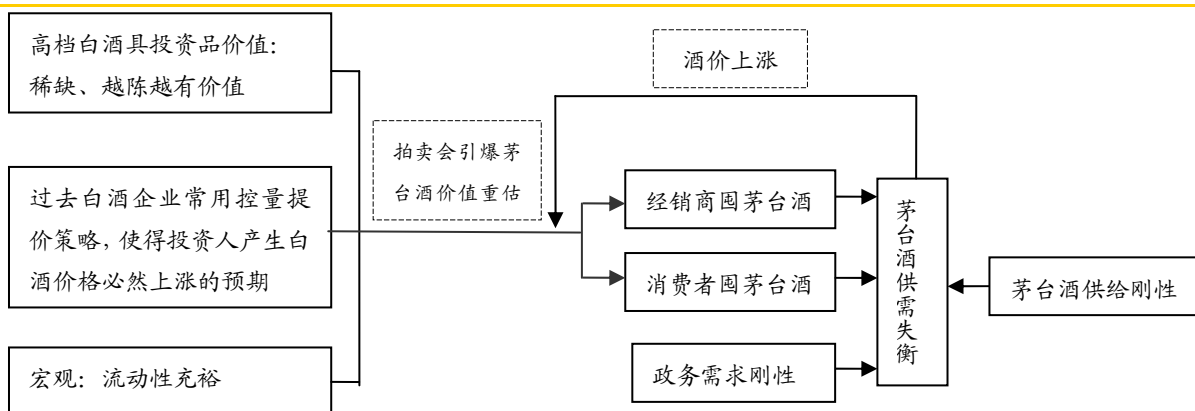
宏观经济层面：货币超发使得经济出现高通胀。2008 年以来，我国采取扩张性的货币政策刺激经济复苏，造成流动性充裕，游资炒楼、炒绿豆、炒蒜等新闻屡见报端。在国家当前对房地产采取高压政策的情况下，不少资金很可能将持续进入陈年白酒市场进行投资。

产品层面：高档白酒一般都是有一定年份的高度白酒，具有长期的储存价值，尽管年份酒一般只做基酒调味，但我国历来有“酒是陈的香”的观念，加之近年来白酒厂商大量推出“年份酒”，炒热了年份酒的概念，更是使“年份陈酒价值高”的观念深入人心。

企业经营层面：控量提价是高档白酒厂商的常用策略，尤其是 2000 年后，高档白酒更是在厂商的主导下价格开始大幅攀升。一些厂商更是有意识地将年份酒赋予金融属性，如 2009 年 9 月，泸州老窖联手民生银行推出名为“国窖 1573 高档定制白酒收益选择权”的理财产品。如此一来，就给投资人产生了高档白酒必然会涨价的预期。

同时在各地的拍卖会上陈年茅台酒价格飙升，使得经销商及消费者开始重新审视普通 53 度茅台酒的价值，投资性需求被激发，使其在各级流通渠道的储存量开始增加，又进一步加剧了其供需失衡，刺激终端价格上涨，由此产生自反馈效应。

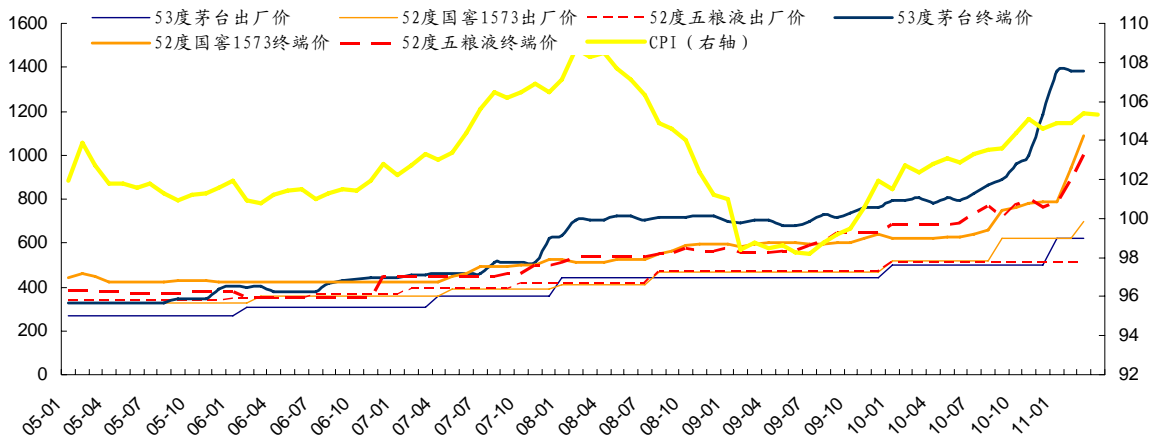
图 4 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑



资料来源：中投证券研究所

茅台价格飙涨，作为替代品的五粮液、国窖 1573 也自然跟涨，因此，在货币超发造成高通胀的背景下，高档酒由于有投资性需求出现，价格有很强的上涨动力。

图 13 高档白酒出厂价、终端价远远跑赢 CPI



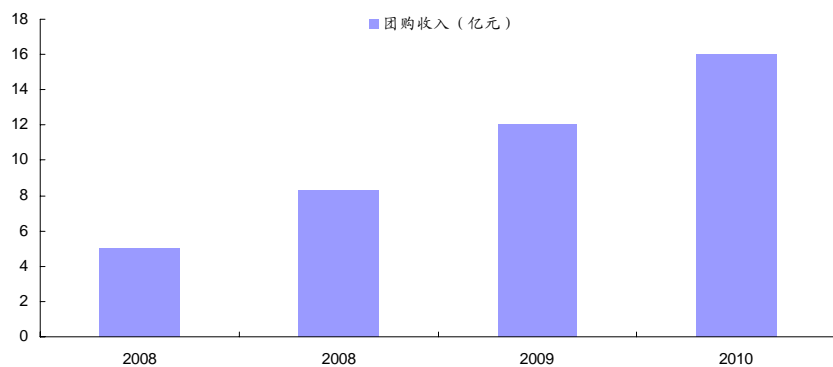
资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

3.2 发力团购，通过征服意见领袖从而提升公司整体品牌的拉力

公司董事长唐桥在 2007 年上任后，积极效仿茅台的做法，发力团购，通过征服意见领袖从而提升整体品牌的拉力。

在大型节日、大型企业、军队举办大型活动时，公司主要领导多次率队参与公关，拉动高端消费，团购收入逐年攀升。我们认为，团购客户的开发对公司而言有三大作用：一是团购客户主要是党政军、高端商务群体等意见领袖，征服意见领袖相当于提升了整体品牌的拉力；二是团购价格比出厂价高，目前团购价格较目前出厂价高 60 元，团购比例越高公司越接近于变相提价；三是团购作为高档酒的渠道蓝海，竞争尚不算充分，销售费用少，增厚净利润更明显。

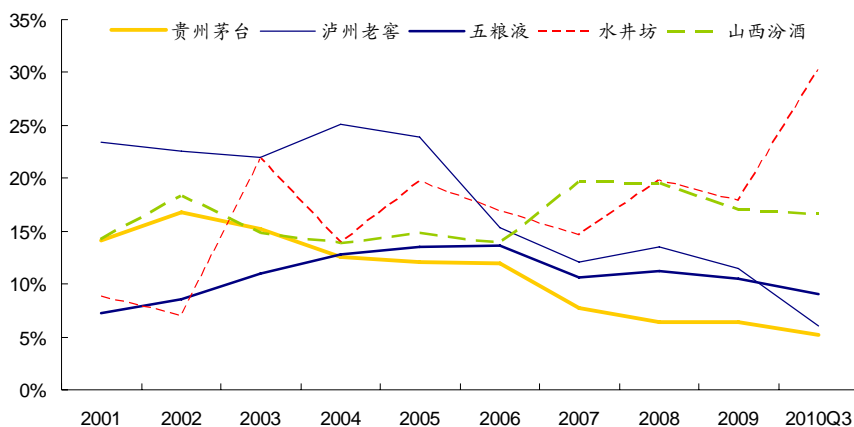
图 5 五粮液团购收入迅速提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

正是因为公司整体品牌拉力的提升，因此公司的营销投入产出比也得以提升，营业费用率得以下降。

图 6 五粮液营业费用率有所下降



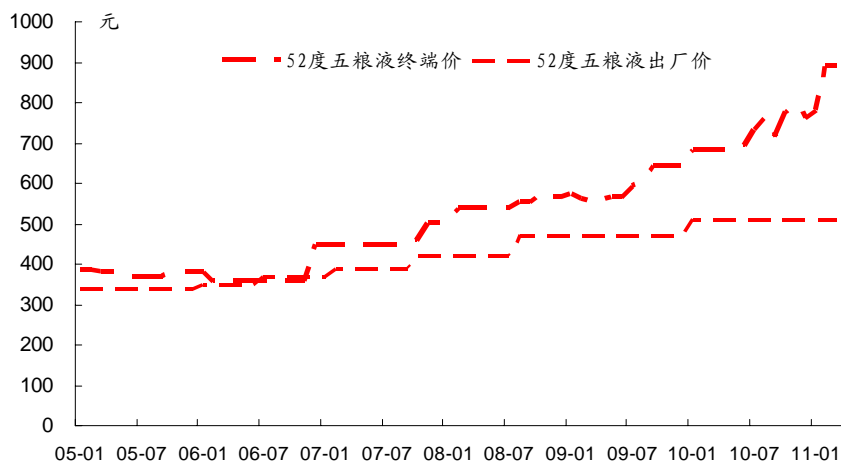
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

3.3 公司近两年高档酒产量增速 20%+, 但缺口很大, 终端价与出厂价价差达 75%, 提价预期强烈

五粮液的生产工艺需要基酒生产储存一年后才得以销售, 这意味着前一年的产量决定了后一年的销量。近两年来, 由于工人熟练度、窖池老熟度的情况发生好转, 基酒产量增速保持在 20%+, 为今后两年的放量打下坚实的基础。

2010 年至今, 公司高档酒没有上调出厂价, 而终端价则在需求推动下持续走高, 终端价与出厂价价差逐步拉大至 75%, 这一价差空间仅次于竞争对手茅台, 比国窖 1573 及水井坊要高, 因此经销商的盈利丰厚, 销售积极性非常高。

图 13 五粮液终端价与出厂价价差达史上高点



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

表 3 高档酒出厂价与终端价价差（元/瓶）

	出厂价	终端价	价差幅度
普通 53 度茅台	619	1380	123%
52 度国窖 1573	619	939	47%
52 度五粮液	509	889	75%
52 度水井坊	438	650	48%

资料来源：中投证券研究所搜集整理

公司没提价的原因是去年年底舆论压力较大，今年年初则受发改委管制。我们认为在通胀压力缓解后，出于维护品牌竞争力及提升业绩的考虑，压抑已久的出厂价终将得以上提，参考国窖 1573 的价格水平，我们预期年内提价幅度将会在 20%以上，尽管年内提价对今年业绩贡献不大，但为明年业绩的高增长做铺垫。

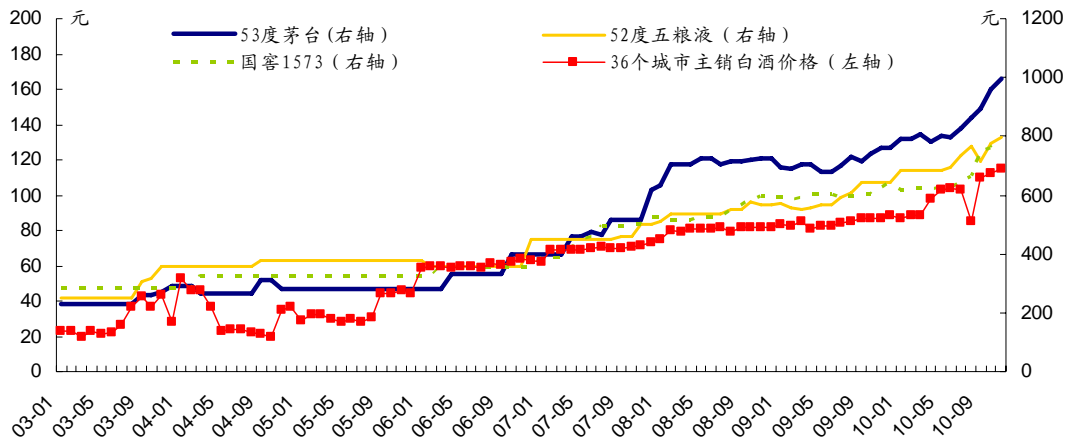
四、中低档酒毛利率有较大的提升空间，有望通过营销变革及并购拓展销售渠道进一步放量

4.1 中、低档酒消费升级，面临着巨大的发展空间

从 2006 年起，五粮液、茅台、剑南春、国窖 1573、水井坊等高档酒纷纷提价。高档白酒提价后，次高档、中档、低档产品获得了更大的市场和价格空间，各档次产品依次升级。

从 36 个主要城市的主销白酒价格来看，主销白酒价格在稳步提升，另外根据糖酒快讯的数据，今年 4 月份，零售单价 100-200 元/瓶及 200-400 元/瓶白酒销量同比增加 58.2%和 51.7%，400-500 元/瓶白酒销量同比亦增长 14.5%。这说明了中、低档酒面临着巨大的发展空间。

图 7 随着高档酒提价，中、低档酒获得巨大的发展空间



资料来源：统计局、中投证券研究所

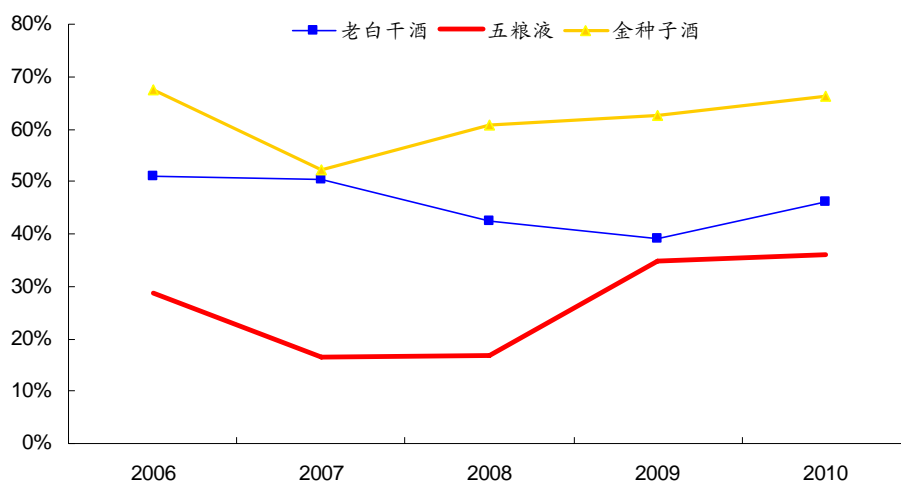
4.2 公司的中、低档酒品质过硬、品牌底蕴深是最大优势，曾有过良好的消费基础

公司中、低档酒最大的优势在于品质过硬、品牌底蕴深厚。公司很早就树立起“质量是企业的生命、为消费者而生而长”的质量观，坚持推行全面、全员、全过程的质量管理，坚持从原材料起进行全程的监控，耗费巨资引进世界先进的设备仪器，对每一批产品进行检测，每一瓶五粮液产品都要经历 36 道“防线”，72 个产检点的考验，正是因为公司产品质量的可靠，才会成为行业内缺乏基酒企业最重要的采购来源，这在食品安全越来越成为食品饮料行业最大的关注点的情况下越发显得重要。同时，以“五粮液”为背书，品牌底蕴深厚，最直接的证据是，在 2005 年前，五粮春在华东市场，尤其是江苏占主流地位，金六福、浏阳河都达到过 10 万吨的销量水平，尖庄销量最高时曾经达到过 15 万吨，这些都说明了公司的中、低档酒有良好的消费基础。

4.3 公司中低档酒毛利率有较大的提升空间

公司以六和液为代表的中高档产品存在放量的潜力将有望带动公司整体吨酒价格上移，而且低价酒如尖庄，曾经出厂价只有 3.18 元/瓶，扣掉运输、工资、渠道费用后，过去这块产品基本处于亏损或者微利状态。但最近两年在受益于消费升级所带来的中低档产品需求旺盛的市场环境下，公司现在重新打造的尖庄出厂价在 6 元以上，已经完全可以实现盈利销售。当公司中低档酒销量提升后，公司不必再卖散酒，也将能提升中低档酒毛利率。参考以中低档白酒为主销产品的金种子酒、老白干酒，公司中低档酒仅 36% 的毛利率显然仍有较大的提升空间。

图 13 公司中低档酒毛利率偏低，有较大的提升空间



资料来源：公司公告，中投证券研究所

4.4 品牌系列日益清晰，发力重点趋于集中

2003 年后，公司开始精简品牌，优化产品组合，逐步形成“1+9+8”的产品结构，即树立五粮液 1 个国际性品牌，9 个全国性品牌，8 个区域性强势品牌，逐步砍掉销量不佳的开发品牌，并将一些开发品牌纳入到自销主品牌中。

但由于“1+9+8”仍显得产品体系过于庞大，品牌系列不够清晰，影响了公司中、低档产品的持续发力，近年来公司逐步调整营销思路，在原“1+9+8”的产品体系的基础上重点打造五粮液（高档酒）、六和液（中高档酒）、五粮春（中档酒）、五粮醇（中低档酒）、尖庄（低档酒）等几种现有产品，并且专门以三个品牌事务部统筹规划：一个五粮液品牌事业部以做五粮液、六和液等中高档酒为主；第二个总经销品牌事务部，管理大部分属于中档酒的开发品牌；第三个是品牌经销商事务部，管理中低档酒，如五粮醇。

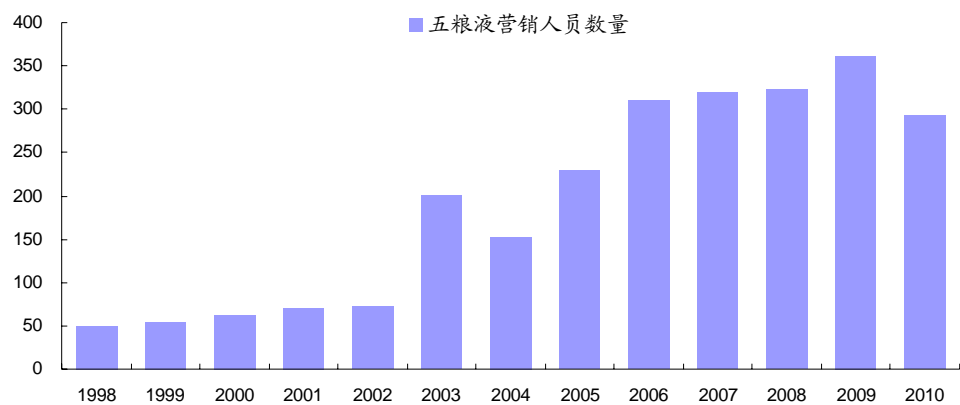
4.5 成立华东营销中心+加快专卖店建设进程，以更扁平化的渠道模式应对地产酒的竞争

华东地区是公司的重点销售区域，销量大约占公司的1/3左右，2010年底公司成立华东营销中心，集中人力、财力、物力，统一协调该地区所有产品的营销工作，并相应地承担起业绩考核的责任，形成与品牌事业部合力矩阵式的管理结构。

我们认为，与高档酒纯粹靠品牌拉力的做法不同的是，中低档酒既要看品牌拉力，更要看渠道推力，而渠道推力源于对市场的深耕细作，这一点正是近年来各地地产酒崛起的重要优势条件所在，如洋河股份在江苏市场崛起，恰恰是利用深度分销能力将川酒挤出江苏的过程。

公司成立华东营销中心，给其营销中心更多的决策权限，是为了更加贴近市场，做好更精细化的管理，同时，华东营销中心也可以视作试点工程，一旦模式成熟公司势必将其复制到全国其他市场，未来中档酒的放量值得期待。

图 8 五粮液营销人员团队持续壮大



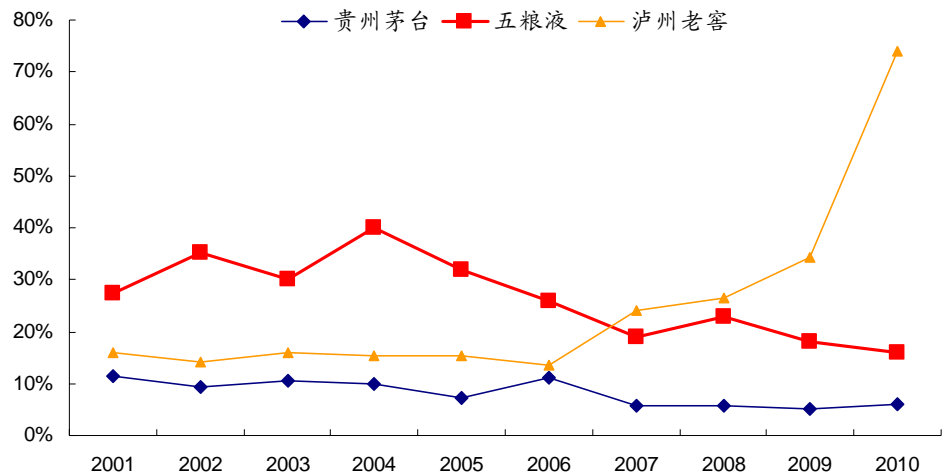
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

同时，公司也在加快建设专卖店，专卖店起到两点作用：一是树立价格标杆；二是减少渠道层级，加强对终端的掌控作用。

公司从1995年起开始建设专卖店，但建设进度过去远落后于茅台，目前公司的专卖店建设进度在加快，在2010年初公司专卖店仅为645家，到2011年5月，公司专卖店数量已经到了872家，已经接近竞争对手茅台的929家，若按照每个县级行政区至少有一家专卖店的布局，我国目前有2860个县级行政区，则五粮液专卖店数量仍有翻两番的空间。

我们可以从前5大客户对公司收入的贡献比例可以看出，公司前5大客户贡献收入占比逐年降低，说明了公司对经销商的掌控力度越来越大，显示出渠道扁平化成效逐步显现。

图 9 从前 5 大客户贡献收入占比持续降低可见五粮液对经销商掌控能力提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：为剔除 2008 年前五粮液巨额关联交易的影响，2008 年前五粮液的数据均为前 4 大客户贡献收入比例）

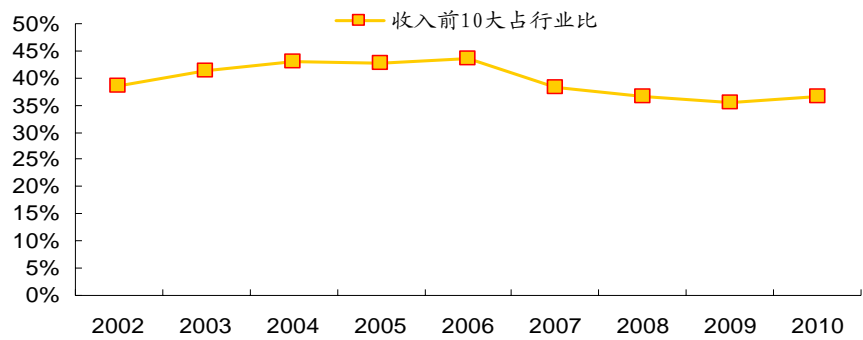
在公司的营销变革推动下，2010年五粮春销售了5860吨，同比增长26%；五粮醇销量达13100吨，增长了13%；尖庄销售了7365吨，同比增长了17%；而2011年1季度的报表数据显示，公司的中档酒销量增速仍然保持强劲，同比增速达20%+，其中，六和液销量增速在110.71%+，五粮春销售了2337吨，增速达22.03%，显示出公司营销模式的转型初显成效。

4.6 关联交易案结束，公司账面上有 162 亿元现金，未来有望通过并购拓展销售渠道

白酒行业共有 3 万多家企业，2010 年行业前十大公司占收入比例仅为 37%，集中度仍然较低，未来白酒行业有望走向整合。

公司早在 2009 年曾经打算收购枝江大曲，但后来由于受到证监会调查关联交易一事最后不得不放弃收购交易，但 5 月 28 日公司公告证监会调查结束，这意味着公司将有望重新启动收购战略。截至 2011 年 1 季报五粮液有高达 162 亿元的账面现金，我们认为，公司未来有望通过并购掌握着较强渠道资源的地产酒拓展销售渠道。

图 10 白酒行业集中度仍有很大的提升空间



资料来源：统计局、公司公告、中投证券研究所搜集整理

五、估值在一线白酒中最低，维持强烈推荐的投资评

级

5.1 预测 11、12、13 年 EPS 分别为 1.54、2.23、2.84 元，10-13 年 CAGR 为 35%，76 亿元的预收帐款有望为公司业绩保驾护航

关键假设：

- 1、五粮液主品牌 2011、2012、2013 年销量增速分别为 21%、16%、14%；
- 2、五粮液主品牌 2011 年底提价 20%；

表 4 盈利预测假设表

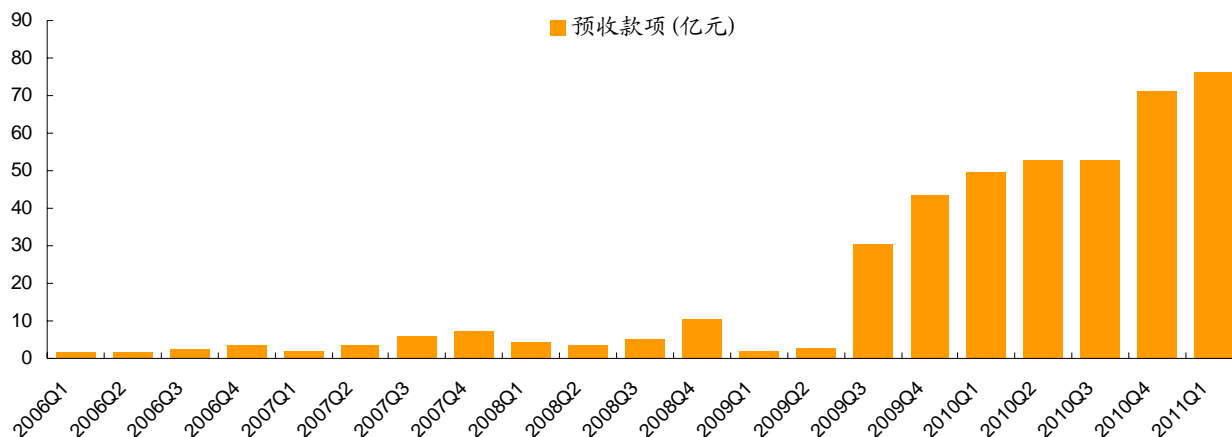
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
五粮液					
销量 (吨)	9800	12800	15488	17988	20488
增长率 (%)	3.16%	30.61%	21.00%	16.14%	13.90%
吨酒价格 (万元/吨)	73.65	85.88	88.45	107.03	117.73
增长率 (%)	69.16%	16.60%	3.00%	21.00%	10.00%
吨酒成本 (万元/吨)	10.77	12.06	12.67	13.30	13.97
增长率 (%)	-4.83%	12.02%	5.00%	5.00%	5.00%
收入 (万元)	721770.00	1099226.00	1369965.36	1925229.45	2412080.89
增长率 (%)	74.50%	52.30%	24.63%	40.53%	25.29%
成本 (万元)	105542.00	154425.00	196196.96	239259.46	286137.71
增长率 (%)	-1.82%	46.32%	82.51%	21.95%	19.59%
毛利率 (%)	85.38%	85.95%	85.68%	87.57%	88.14%
中低价位酒合计					
销量 (吨)	74700	113200	140368	162827	187251
增长率 (%)	21.86%	51.54%	24.00%	16.00%	15.00%
吨酒价格 (万元/吨)	3.73	2.81	2.98	3.13	3.29
增长率 (%)	21.75%	-24.79%	6.27%	5.00%	5.00%
吨酒成本 (万元/吨)	2.43	1.79	1.88	1.98	2.08
增长率 (%)	-4.92%	-26.23%	5.00%	5.00%	5.06%
收入 (万元)	278887.15	317856.96	418855.37	510165.84	616025.26
增长率 (%)	48.36%	13.97%	31.77%	21.80%	20.75%
成本 (万元)	181523.11	202926.72	264210.59	321808.50	388804.86
增长率 (%)	15.86%	11.79%	68.64%	21.80%	20.82%
毛利率 (%)	34.91%	36.16%	36.92%	36.92%	36.88%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

值得关注的是公司高达 76 亿元的预收帐款，更是为公司的业绩保持增长保驾护航（考虑到今年是十二五开局之年，各家公司实现开门红动力非常足），

我们预测公司 11、12、13 年 EPS1.54、2.23、2.84 元，10-13 年 CAGR 为 35%。

图 11 公司巨额的预收帐款有望为业绩保持稳定增长保驾护航



资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

5.2 2011 年 PE 仅为 22.5 倍，在一线白酒乃至食品饮料行业中估值便宜

根据我们的盈利预测，目前公司 2011 年 PE 仅为 22.5 倍，在一线白酒乃至食品饮料行业中估值便宜，极具吸引力，对 2011 年 EPS 给 30 倍 PE，未来 6 个月目标价 46 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

表 5 五粮液估值具有极大的优势

公司	EPS				P/E				投资评级
	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	
贵州茅台	5.35	8.13	10.09	12.36	37.84	24.90	20.07	16.39	强烈推荐
五粮液	1.16	1.54	2.23	2.84	29.81	22.48	15.47	12.17	强烈推荐
张裕 A	2.72	3.28	4.09	5.33	34.77	28.84	23.12	17.75	强烈推荐
山西汾酒	1.14	1.91	2.82	3.91	59.58	35.62	24.17	17.90	强烈推荐
泸州老窖	1.58	2.20	2.58	3.10	28.69	20.61	17.56	14.84	强烈推荐
伊利股份	0.97	1.32	1.74	2.27	35.69	26.31	20.06	15.38	强烈推荐
双汇发展	1.80	2.70	3.64	4.89	34.32	22.94	17.01	12.66	强烈推荐
洽洽食品	0.76	1.00	1.42	1.90	39.03	29.67	20.84	15.61	强烈推荐
好想你	1.28	2.00	3.00	4.20	41.69	27.96	18.64	13.31	推荐
汤臣倍健	1.68	2.60	4.10	5.90	55.12	35.61	22.50	15.64	推荐
贝因美	0.99	1.29	1.69	2.09	39.61	30.91	23.20	15.22	推荐
皇氏乳业	0.27	0.40	0.54	0.69	63.74	43.02	31.87	24.94	推荐
承德露露	0.59	0.75	1.00	1.30	33.10	26.67	20.00	15.30	推荐

资料来源：中投证券研究所

股价催化剂：CPI 持续高企，季报业绩超预期，五粮液主品牌提价

风险提示：政务消费受限制、社会舆论对高档酒消费及提价的持续关注

附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告

洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴马火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21

白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	22245	30185	40737	营业收入	15541	19348	25858	31830
现金	14134	17315	24130	33529	营业成本	4863	5894	6933	8105
应收账款	89	17	23	29	营业税金及附加	1392	1734	2317	2852
其它应收款	38	95	127	156	营业费用	1803	2244	2999	3692
预付账款	328	12	14	16	管理费用	1562	1645	2198	2706
存货	4515	3209	3775	4413	财务费用	-192	-236	-311	-432
其他	2265	1596	2117	2594	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	7304	7022	6704	6339	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	33	27	27	27	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6373	6322	6112	5803	营业利润	6095	8067	11721	14908
无形资产	300	296	292	289	营业外收入	51	0	0	0
其他	598	377	273	221	营业外支出	75	0	0	0
资产总计	28674	29266	36889	47076	利润总额	6070	8067	11721	14908
流动负债	10288	5986	6332	7539	所得税	1508	2017	2930	3727
短期借款	0	0	0	0	净利润	4562	6051	8791	11181
应付账款	155	59	69	81	少数股东损益	167	222	322	410
其他	10133	5927	6263	7458	归属母公司净利润	4395	5829	8469	10771
非流动负债	19	3	3	3	EBITDA	6672	8493	12127	15239
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.16	1.54	2.23	2.84
其他	19	3	3	3					
负债合计	10307	5988	6334	7542					
少数股东权益	265	487	809	1219	主要财务比率				
股本	3796	3796	3796	3796	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	953	953	953	953	成长能力				
留存收益	13352	18042	24995	33564	营业收入	39.6%	24.5%	33.6%	23.1%
归属母公司股东权益	18101	22791	29745	38315	营业利润	32.9%	32.4%	45.3%	27.2%
负债和股东权益	28674	29266	36889	47076	归属于母公司净利润	35.5%	32.6%	45.3%	27.2%
					获利能力				
					毛利率	68.7%	69.5%	73.2%	74.5%
					净利率	28.3%	30.1%	32.8%	33.8%
					ROE	24.3%	25.6%	28.5%	28.1%
					ROIC	130.0	131.5%	177.7	241.2%
					偿债能力				
					资产负债率	35.9%	20.5%	17.2%	16.0%
					净负债比率				
					流动比率	2.08	3.72	4.77	5.40
					速动比率	1.64	3.17	4.16	4.81
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.67	0.78	0.76
					应收账款周转率	156	345	1144	1104
					应付账款周转率	24.65	54.99	108.10	107.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	1.54	2.23	2.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.26	2.22	3.05
					每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.00	7.84	10.09
					估值比率				
					P/E	29.81	22.48	15.47	12.17
					P/B	7.24	5.75	4.41	3.42
					EV/EBITDA	18	14	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434