

## 证券研究报告—调研简报

食品饮料

五粮液 (000858)

推荐

饮料

综合调研快评

(维持评级)

2011年6月13日

## 走进新时代 中档酒发力

证券分析师: 黄茂 0755-82138922 huangmao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120030

## 事项:

我们参加也同时组织了公司投资者交流活动,就公司的生产经营情况进行了沟通。

## 评论:

## ■ 1-5月淡季不淡 中档酒有望明显突破

2011年一季度公司实现销售总量3.67万吨,同比增23.34%。其中,五粮液4818吨,增21%,五粮春2337吨,增22%;五粮醇2653吨,基本持平;六和液316吨,增112%;酱酒234吨。1-5月的生产经营情况非常好,特别是基酒产量有很大突破,预计五粮液、五粮春、五粮醇都会有两位数的增长,其中五粮醇受益于广告的投放,其销量将会有大幅的提升。今年白酒市场的表现是淡季不淡,主要是受益于中国白酒文化和价值的回归,性价比较洋酒高。在行业发展的带动下,预期公司半年报将有不俗表现。下半年的产销情况将会更好,今年形势总体非常乐观。全年五粮液销量有望突破1.4万吨,同比增长10%以上。五粮醇上半年销量爆发,全年增长也不会低于50%。

## ■ 全面人事调整之年 五粮液有望进入新纪元

目前,五粮液集团已经公示了新的董事长和总经理人选。唐桥先生将接任王国春的集团董事长职务,同时继续兼任上市公司董事长,而原五粮液股份公司主管销售的副总经理刘中国先生也将升任唐桥先生的集团总经理职务,五粮液正式从王国春时代进入唐桥时代。同时,由于集团与上市公司管理层不能兼任,五粮液股份公司主管销售的副总一职也必然面临调整。此外,上市公司现任董事会是2007年上任,任期3年,这意味着在集团人事调整完成之后,上市公司也可能将面临调整。最后,上市公司党委已成立,未来正式运作之后,五粮液股份公司将获得独立的中层干部任命权,和集团完全脱钩。一个唐桥时代的五粮液经营班子正在形成。人是消费品企业的根本,人和机制的变化会给一个企业带来战略性的转折,老窖、汾酒、洋河、古井贡都是前车之鉴。即使不考虑这些,新一届管理层的“三把火”效应,也会给今明两年的业绩带来助力。

### ■ 下半年有望打响提价第一枪

由于原材料、人工成本不断上涨，公司面临较大压力。虽然高端产品能够消化成本压力，但是市价远远高于公司出厂价，公司要按照市场规律办事，下半年将提升出厂价。发改委半年之内不提价的窗口指导，三季度就会基本到期，届时公司的内部调整也会基本完成。五粮液出厂价自 2010 年 1 月调整到 509 元/瓶之后一直保持不变，远低于茅台和国窖 1573 目前 619 元和 649 元的出厂价。目前五粮液一批价在 730 元左右，终端价在 850-890 元之间。一批商的利润空间超过 200 元，如果提 100 元左右，仍可以保证合理的渠道利润。我们估计今年三季度和明年一季度，公司可能分两次小幅提价，合计 20%或以上，会比较符合五粮液的一贯模式。由于提价动机迫切，五粮液有望是一线白酒下半年第一家提价的。

### ■ 行政处罚落地 资本运作空间打开

维持一年多的行政处罚尘埃落定，公司接受证监会的行政处罚，不申请行政复议和行政诉讼，以更积极的态度整改。短线而言，上述处罚结束，会使得五粮液重新进入部分基金公司的股票池。中长期而言，五粮液的资本运作将重新获得证监会的审批，公司一直以来都有兼并收购方面的规划。行政处罚落地，公司资本运作的空间将会打开。

### ■ 6 个月目标价 45.6 元，维持“推荐”评级

我们认为，公司的人事换届会促使未来 2-3 年业绩保持较快增长，同时打开了 12 年以后 EPS 上调的空间。资本运作空间的打开，也使得估值可以有一定溢价。我们上调公司 11-13 年 EPS 到 1.52、2.03 和 2.58 元，目前股价对应动态市盈率分别为 22、17 和 14 倍。目前公司 11 年动态市盈率是行业中最底的，未来有较大的改善空间，同时有提价、换届等催化剂出现。按照 11 年 30 倍 PE，我们给予五粮液 6 个月目标价 45.6 元，相对目前股价有 36%的空间。我们维持公司“推荐”的投资评级。

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示:

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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

### 证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。