

五粮液(000858.SZ)

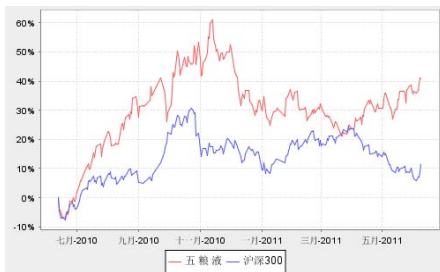
高端白酒扩容的最大受益者

评级: 买入 前次:
目标价(元): 47.4-52.4
 联系人 分析师
 邢庭志 谢刚
 食品饮料小组 S0740510120005
 021-20315162 021-20315178
 xingtz@qlzq.com.cn xiegang@qlzq.com.cn
 2011年7月6日 2011年7月6日

基本状况

总股本(百万股)	3795.97
流通股本(百万股)	3795.97
市价(元)	36.51
市值(百万元)	138590.86
流通市值(百万元)	138590.86

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	11,129.2	15,541.3	20,883.9	27,713.0	36,375.5
营业收入增速	40.29%	39.64%	34.38%	32.70%	31.26%
净利润增长率	79.20%	35.46%	35.12%	36.12%	32.94%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.16	1.56	2.13	2.83
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	37.04	29.91	23.14	17.00	12.79
PEG	0.47	0.84	0.66	0.47	0.39
每股净资产(元)	3.76	4.77	6.03	8.16	10.99
每股现金流量	1.59	2.03	1.90	2.59	3.40
净资产收益率	22.73%	24.28%	25.93%	26.09%	25.75%
市净率	8.42	7.26	6.00	4.43	3.29
总股本(百万股)	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 高端白酒正在向商务和大众需求时代转型, 从而造成高端白酒供不应求, 品牌资源的稀缺性价值持续提升, 具备品牌优势地位的五粮液为消费者的核心选择;
- 从大众需求阶段的核心要素-香型和价位需求来看, 浓香型白酒消费量占比超过 80%, 为绝对主流, 五粮液浓香型中庸和谐口感具备主流全国消费群基础, 优中选优品质绝佳, 资源稀缺; 同时五粮液和茅台相比具备性价比优势但却不失高端品牌档次, 提价能力随渠道细化和改善而持续提升;
- 五粮液从长期来看, 其量的增长和价的提升可以同步; 同时多价格带的增长模式基本确定, 而华东营销中心成立和后续推广会进一步降低运营层级、强化渠道资源共享、提升服务能力, 并推动品牌精细化运营, 名酒优势进一步放大;
- 五粮液全面精细化运营, 主品牌以团购、专卖店为发展方向, 降低传统渠道配额, 提升价格管理水平; 系列酒基本采用更精细的平台商运营, 经销商组织全面扩容, 厂家提升营销组织服务和监督管理; 2011年上半年系列酒(除五粮春外)增速进一步提升到 35%以上, 也为高档酒放量打开空间;
- 五粮液的产品线当前较为明晰, 增长的主导品牌、系列品牌、多香型增长路径基本明确, 不断享受行业高端扩容、行业整体升级和行业集中整合的巨大市场空间;
- 我们预计 2011-2013 年, 营收达到 208.8、277.1 和 363.8 亿元, 分别增长 34.38%、32.70%和 31.26%; 利润达到 59.39、80.84 和 107.47 亿元, EPS 达到 1.56、2.13 和 2.83 元, 分别增长 35.12%、36.12%和 32.94%, 给与 32 倍估值, 目标价 49.9 元, 价位区间 47.4-52.4 元, 首次给予“买入”评级。

内容目录

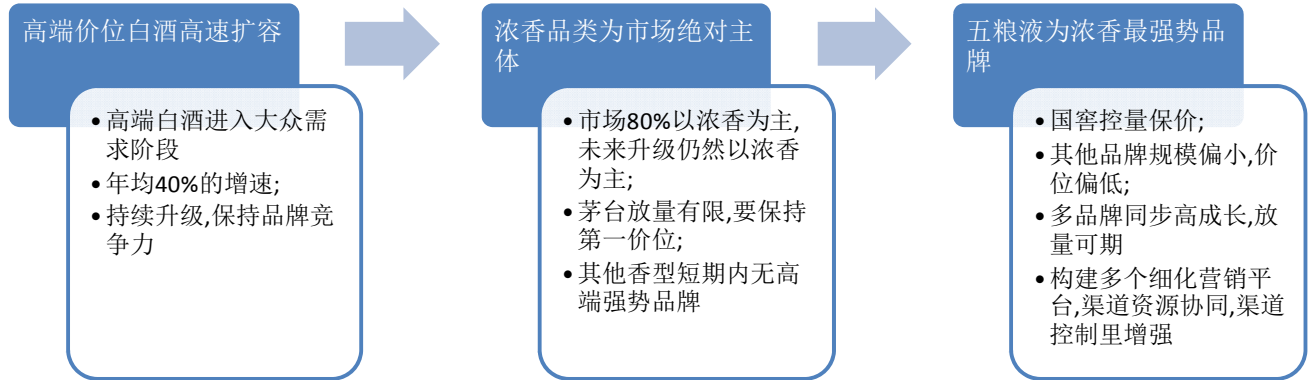
高端名酒消费大众化，五粮液最具备绝对份额优势	- 4 -
推介五粮液的核心逻辑	- 4 -
高端品牌大众化需求成为行业新的发展机遇	- 4 -
五粮液的品牌地位和香型决定其分享高端市场最大蛋糕	- 7 -
五粮液运营模式深度调整，量价增长动力强劲	- 8 -
渠道和品牌管理模式深度调整，长期提价放量能力得到巩固	- 8 -
系列酒的品牌、品质和渠道综合优势突出，分享行业集中度提升机遇.....	- 9 -
华东营销中心稳步建设，运营架构调整带动管理升级.....	- 11 -
一超多强的品牌战略正在协调发展，多业务单元的增长模式潜力巨大.....	- 12 -
五粮液对比其他高端名酒企业在 3-5 年内具备更大的提升空间.....	- 13 -
短期价值回归催化剂：提价、放量、低估值修复	- 13 -
渠道价差持续增大和外部环境推动提价时机成熟.....	- 13 -
市场供需严重不平衡为放量创造条件	- 14 -
5 年 30%以上稳健增长背景下，估值亟待修复	- 14 -
估值分析，给予“买入”评级	- 15 -
综合评价给予“买入”评级，6 个月目标价 49.9 元.....	- 15 -
营收预测.....	- 15 -
利润及相关指标测算.....	- 17 -
估值分析.....	- 18 -
综合 PE 和 PEG 两种估值方法，给予五粮液六个月目标价 47.4-52.4 元.....	- 18 -
风险提示.....	- 18 -
图表 1：五粮液发展示意图	- 4 -
图表 2：500 元以上高端主流品牌增长速度	- 4 -
图表 3：次高端酒水的行业占比及容量测算（亿）	- 5 -
图表 4：8 家高档酒上市公司营收增速与行业平均营收增速比较	- 5 -
图表 5：高端品牌价位-销售额竞争格局图（亿元）	- 6 -
图表 6：2010 年中国白酒产能比例测算（万吨）	- 6 -
图表 7：主流名酒企业及品牌的实际市场价位（元/瓶）	- 7 -
图表 8：2009 年白酒香型-销售额占比	- 7 -
图表 9：2010 年白酒香型-销售量占比	- 7 -
图表 10：2010 年主流名酒增速与多价位运营关系图	- 8 -
图表 11：五粮液市场运营管理模式调整图	- 8 -
图表 12：五粮液市场管理体系的深度调整	- 9 -
图表 13：企业核心品牌价格及市场表现	- 9 -
图表 14：五粮液系列产品销量(吨)增长趋势	- 10 -
图表 15：五粮液系列酒营收增长测算图（百万元）	- 10 -
图表 16：五粮液过去的整体运营架构	- 11 -

图表 17: 华东营销中心设立后的架构及未来设想	- 11 -
图表 18: 五粮液经销商资源整合效果图	- 11 -
图表 19: 批发贸易型总经销商	- 12 -
图表 20: 品牌运营型总经销商	- 12 -
图表 21: 五粮液和茅台年份酒对比	- 12 -
图表 22: 五粮液和茅台系列酒对比	- 12 -
图表 23: 五粮液实际市场销售人员分解测算	- 13 -
图表 24: 茅台、五粮液价格体系比较 (元/瓶)	- 14 -
图表 25: 五粮液与茅台及白酒行业的估值比较 (7月6日)	- 14 -
图表 26: 主导产品五粮液营收预测表	- 15 -
图表 27: 六和液营收预测表	- 15 -
图表 28: 五粮春、五粮醇营收预测表	- 16 -
图表 29: 永福酱酒的营收预测表	- 16 -
图表 30: 五粮液综合营收测算表	- 17 -
图表 31: 五粮液盈利关键假设前提 (单位: 百万元)	- 17 -
图表 32: 五粮液业绩综合预测表	- 17 -
图表 33: 五粮液 DCF 估值表	- 18 -

高端名酒消费大众化，五粮液最具备绝对份额优势

推介五粮液的核心逻辑

图表 1: 五粮液发展示意图

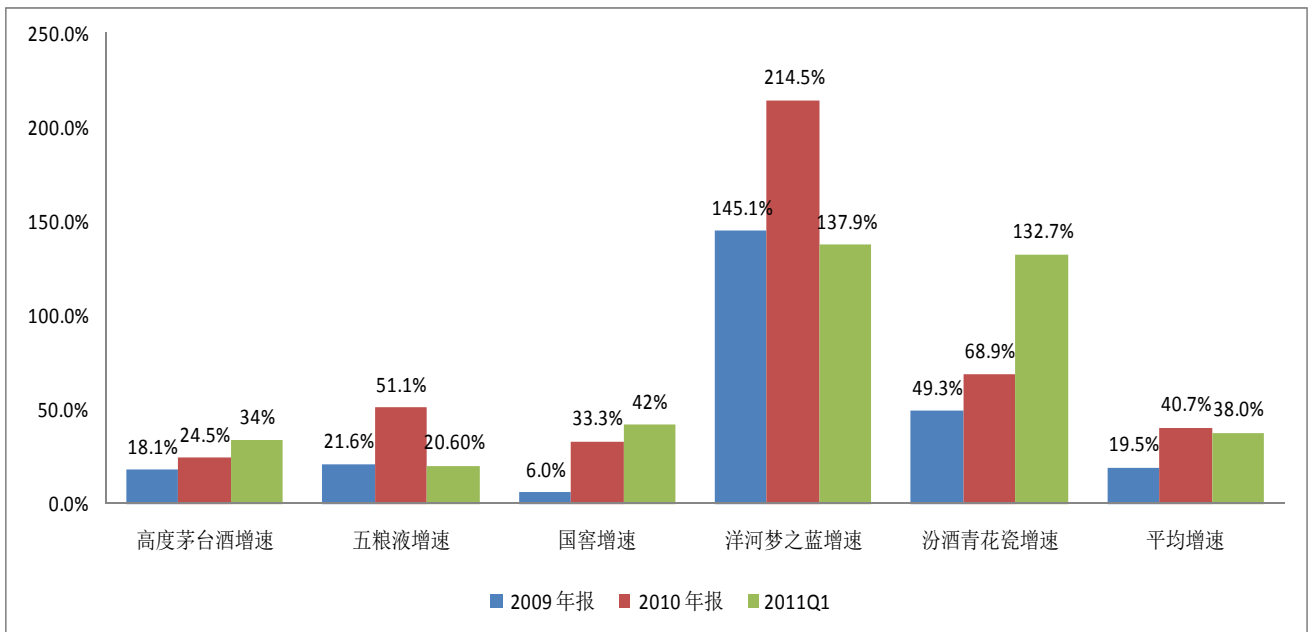


来源: 齐鲁证券研究所

高端品牌大众化需求成为行业新的发展机遇

- 大众需求成为五粮液高端品牌新需求的核心。从五粮液河南、安徽、江苏三省调研来看，整体供不应求，大众的礼品、聚餐、婚宴消费需求强劲，五粮液不存在囤货行为，真实消费率接近 100%；高端白酒的增速远高于行业 25%左右的增速（终端数据更低）。

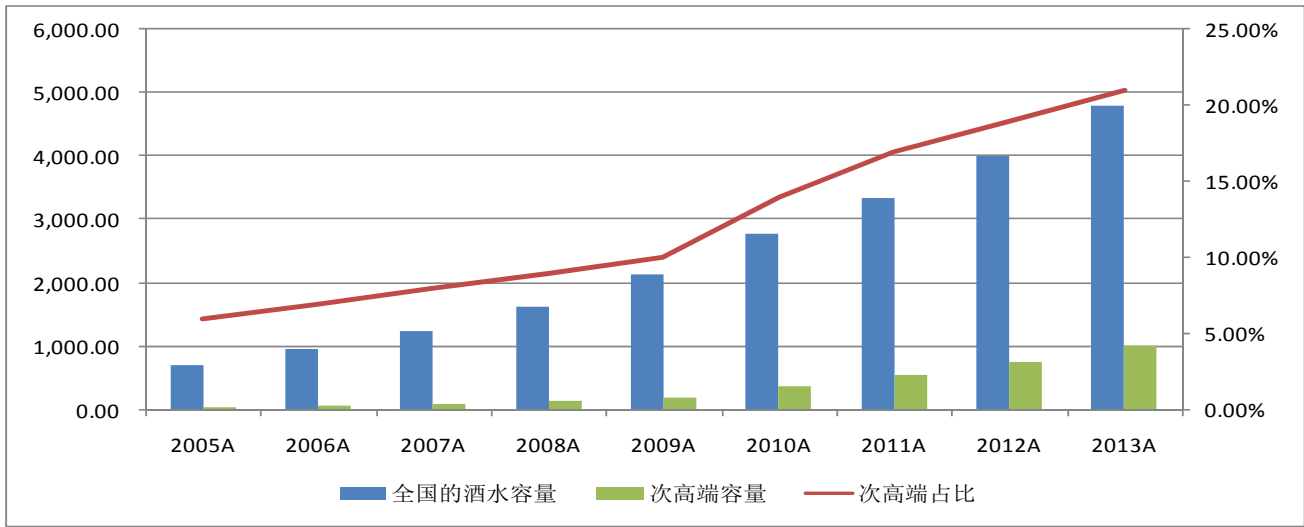
图表 2: 500 元以上高端主流品牌增长速度



来源: 上市公司年报、季报 齐鲁证券研究所

- 白酒在次高端和超高端的需求均十分强劲，次高端增长强劲，超高端持续供不应求，消费群持续向上升级的空间较大；

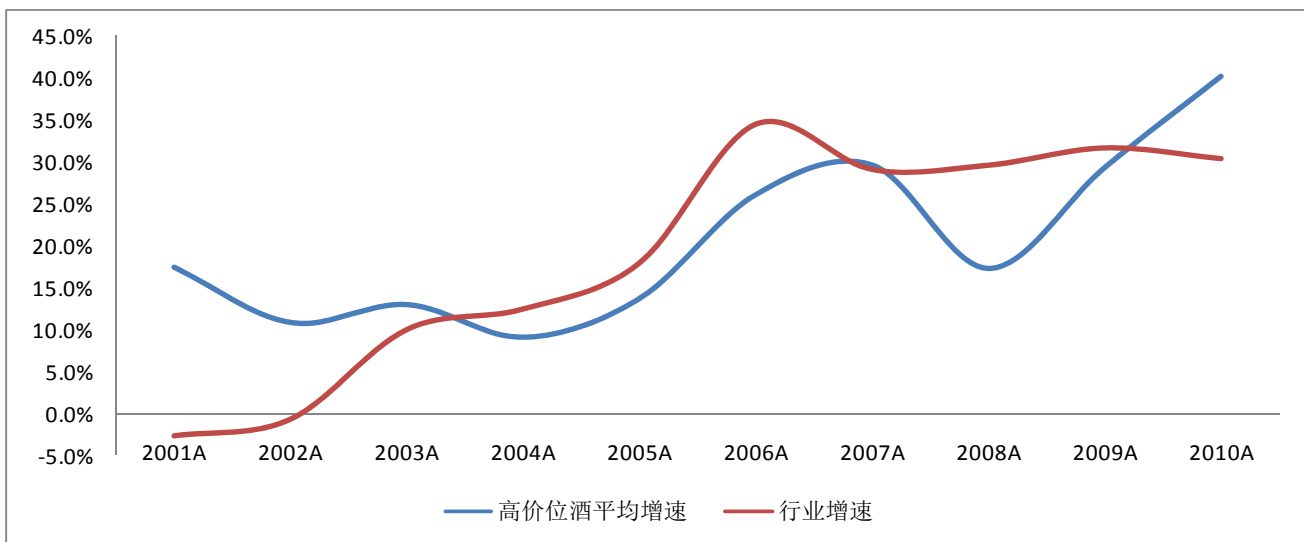
图表 3: 次高端酒水的行业占比及容量测算 (亿)



来源: 齐鲁证券研究所

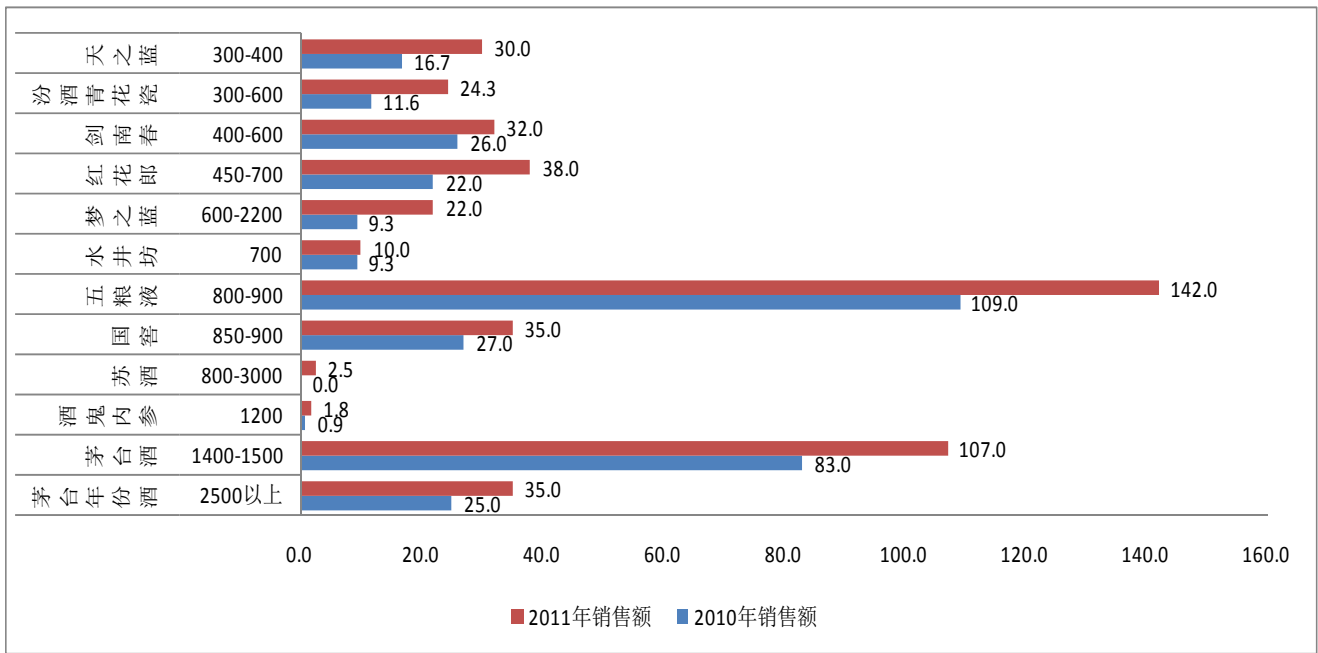
- 2010 年开始，500 元以上高端品牌增长速度远高于行业增速，相关企业的发展动力更加强劲，而持续的结构升级和稀缺产能带动了名酒价值的持续提升，茅台和五粮液的增速 2011 年均有望超越 2010 年。

图表 4: 8 家高档酒上市公司营收增速与行业平均营收增速比较



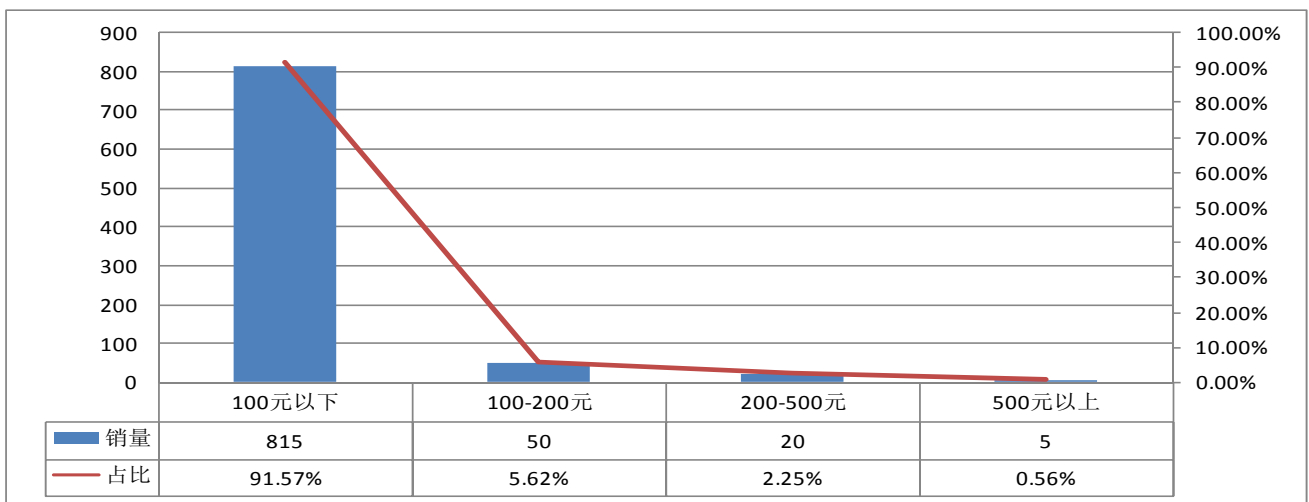
来源: wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 高端品牌大众化带来高端白酒的真正崛起，名酒品牌价值回归，但是可参与竞争的品牌有限，销量规模差距较大，名酒的优势地位较为稳固；

图表 5: 高端品牌价位-销售额竞争格局图 (亿元)


来源: 齐鲁证券研究所

- 量价齐升是关键，超高端的产能和销量占行业比重极小，进一步发展的空间极大，随着居民收入和社会财富的增长，名酒品牌的财富价值承载能力持续增长。

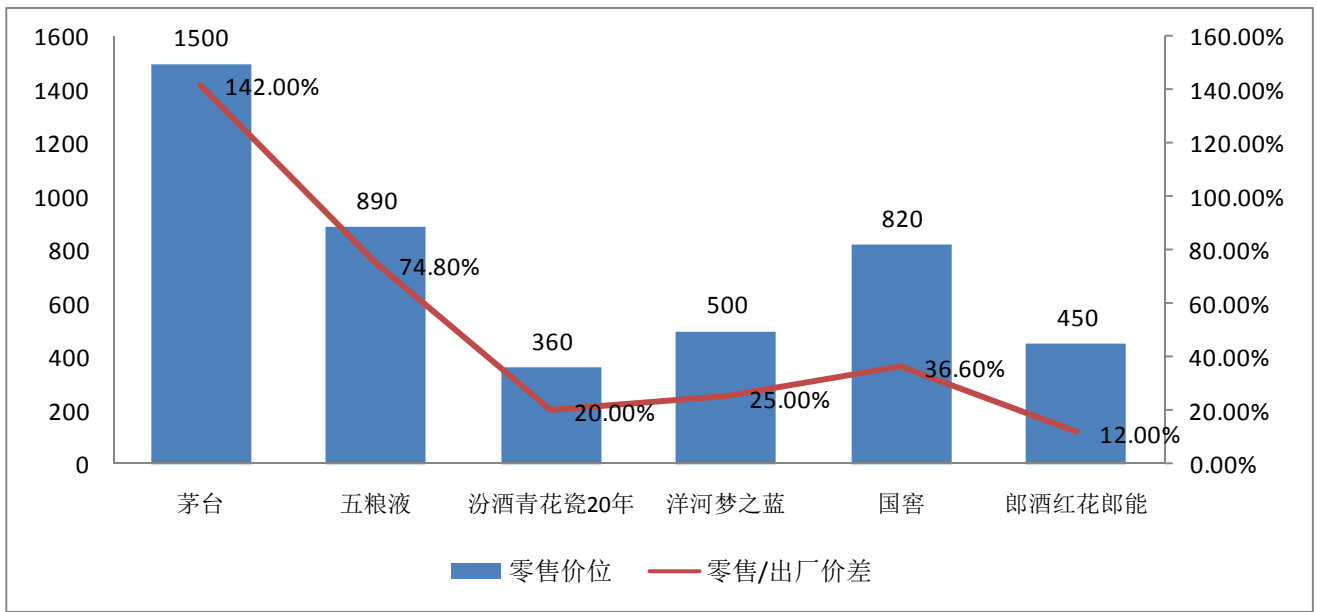
图表 6: 2010 年中国白酒产能比例测算 (万吨)


来源: wind 资讯 齐鲁证券研究所

五粮液的品牌地位和香型决定其分享高端市场最大蛋糕

- 五粮液从规模上看，为高端价位销量和销售额最大的企业，竞争者短期难以企及其市场地位；
- 从主流品牌的市场价位看，除茅台的零售价远高于五粮液外，未来 3-5 年内难以出现强有力的挑战者，从零售价位上看五粮液具备高端品牌地位，同时具备名酒所具备的高价差，也是市场供需矛盾的体现。

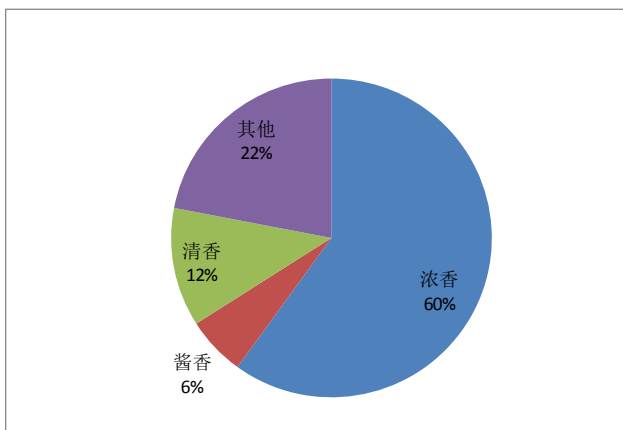
图表 7: 主流名酒企业及品牌的实际市场价位 (元/瓶)



来源：齐鲁证券研究所

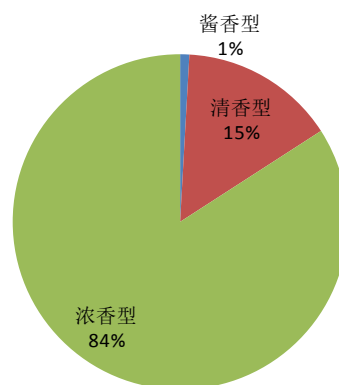
- 五粮液的浓香型决定其会分享高端市场最大的市场份额，特别是浓香型白酒在量上占比（含其它香型）达到 84%，浓香白酒当前在市场的各个价位消费群基础均为绝对主流，进一步升级的核心方向为浓香型白酒。

图表 8: 2009 年白酒香型-销售额占比



来源：齐鲁证券研究所

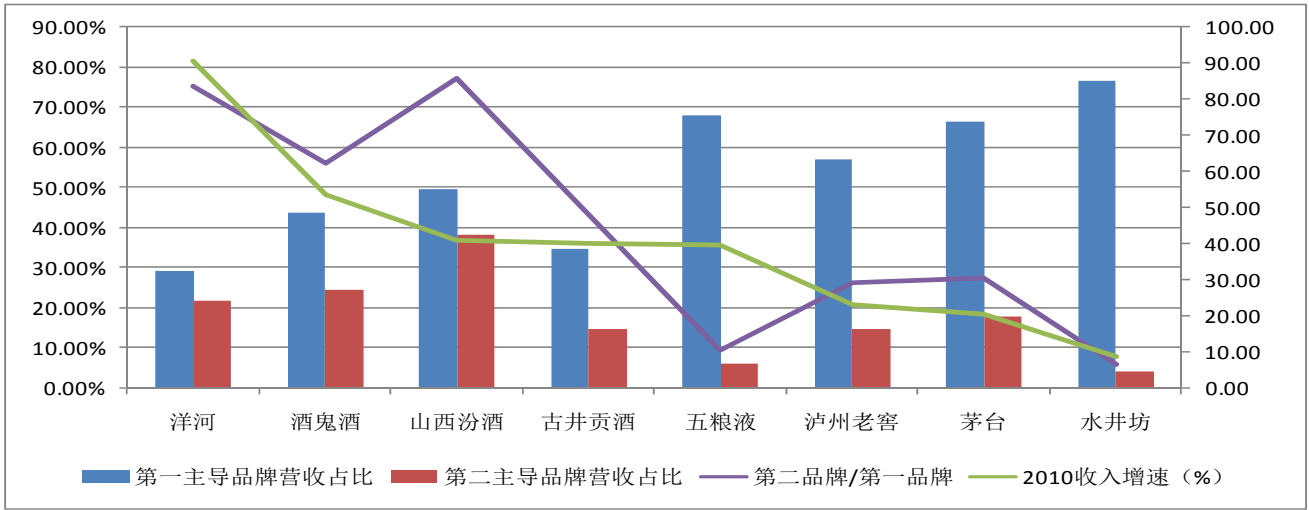
图表 9: 2010 年白酒香型-销售量占比



来源：齐鲁证券研究所

- 行业正在向名酒集中，百亿左右规模的企业多品牌业务增长模式更加急迫。五粮液逐步具备多价格带的成长动力，五粮春和五粮醇达到 10 亿规模下，会进一步对整体营收产生重要贡献。

图表 10: 2010 年主流名酒增速与多价位运营关系图



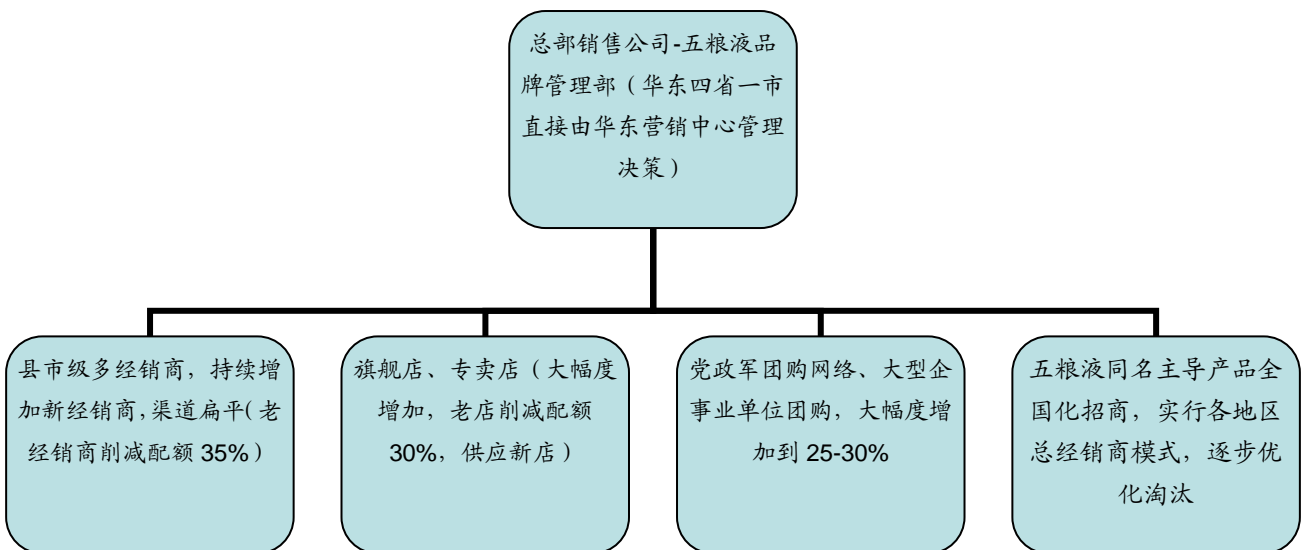
来源: 齐鲁证券研究所

五粮液运营模式深度调整，量价增长动力强劲

渠道和品牌管理模式深度调整，长期提价放量能力得到巩固

- 五粮液总量调控，原有的大户模式向多细分经销商转型，渠道充分下沉，更接近消费者，企业对产品和价格的管控更强，今后五粮液放量对渠道库存和价格体系的影响较小，可以充分掌控；

图表 11: 五粮液市场运营管理模式调整图



来源: 齐鲁证券研究所

- 把五粮液作为战略性资源看待，和系列产品的销量挂钩考核配额，厂家更加以市场份额和利润为导向，而不是原有经销商的利益；市场效率和系列酒经销商积极性大为增强，渠道建设加速推进。
- 品牌管理由粗放的批销模式向市场全面管理迈进，特别是对价格体系、核心终端、核心客户、系列产品管理逐渐升级，大大推动品牌的竞争力。

图表 12：五粮液市场管理体系的深度调整

价格体系	严格控制经销商出货价格，不断提高厂方对外团购价格，提升经销商的积极性，并理顺企业价格体系，市场窜货乱价明显减少，品牌形象提升
核心终端	明确经销商的渠道，重新规划分配经销商的服务终端和服务水平要求，实现优势资源对接优势市场渠道，改变了市场恶性竞争和服务短缺的状态 开辟更多的厂家直营专卖店，逐步降低对大经销商的依赖，渠道持续细化并整合资源推动经销商自身建设直营终端烟酒店，保证产品的价格稳定和品质保证
核心客户	自身大客户部对接全国的大军区企事业单位，团购比例超过 30%，并进一步提升
系列产品管理	逐步统一管理，华东营销中心现行试验，其他地区正在强化各个品牌事业部的组织职能，强化管理，为下一步的区域整合和细化管理打好基础
经销商管理	经销商完善终端管理服务职能，形成考核机制，下级市场组织构建，强化商家职能

来源：齐鲁证券研究所

系列酒的品牌、品质和渠道综合优势突出，分享行业集中度提升机遇

- 年份酒、六和液、五粮春、五粮醇均为公司核心主力品牌，均得到央视传播支持和五粮液公司的品牌背书，整体的品牌架构可以保证公司发挥最大的品牌和品质优势；

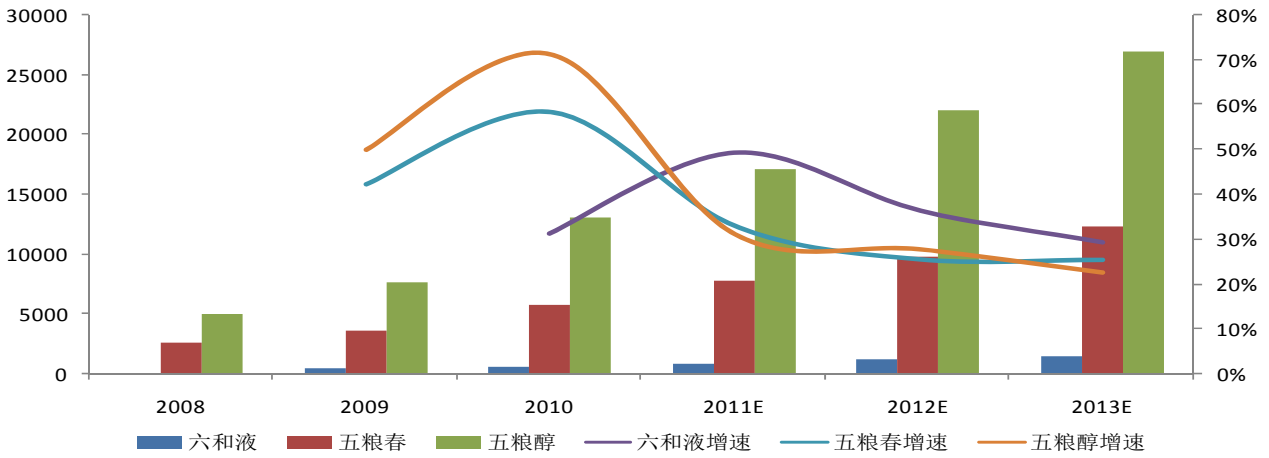
图表 13：企业核心品牌价格及市场表现

品牌	价位(元/瓶 零售价)	市场发展	主要竞争品牌
年份酒	1000 以上	由贴牌总代理模式逐步向厂家主导的品牌运营模式转变，市场潜力巨大，预计 1 年内产生市场效益	茅台年份酒
永福酱酒	800-2000	高端品牌，50%以上高速发展，满足行业高端酱酒差异化需求，产能、品质极优	茅台
六和液	400-600	厂家主导，由搭配销售向重点运营转变，独立招商发展，市场处于快速上升期，更多市场需要覆盖，空间广阔	洋河天之蓝 红花郎
五粮春	150-200	作为企业高端的老名酒品牌，未来价位容量最大，为行业未来名酒集中度提升最明显的一个行业	洋河海之蓝 古井贡酒 大量区域名酒品牌
五粮醇	80-130	大众主流价位，当前最大的市场容量所在 独立品牌发展	古井贡酒 口子窖 大量区域名酒品牌

来源：齐鲁证券研究所

- 三大系列品牌分别定位市场扩容较快的次高端、中高端、中端市场，自身的发展也证明了它们正在成为公司新的增长业务单元，自 2010 年调整以来，均延续超过 30% 的增长速度，也为高档酒放量打开了空间；

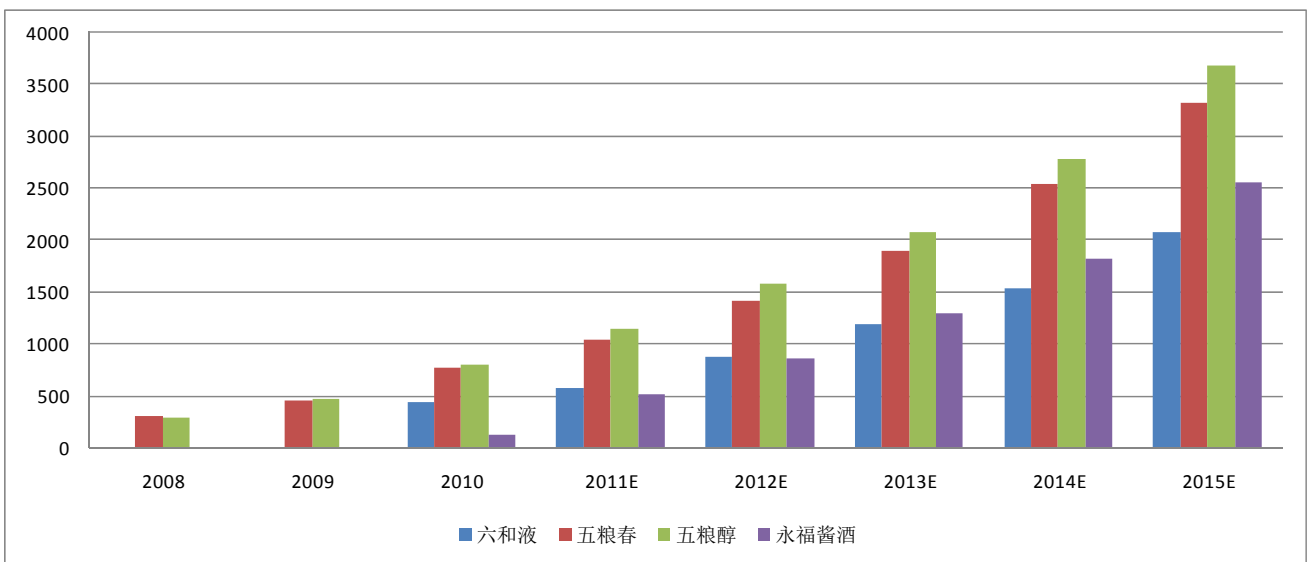
图表 14: 五粮液系列产品销量(吨)增长趋势



来源: 齐鲁证券研究所

- 品质优势带来的性价比优势突出，我们预计未来系列产品的增长是公司高端产品增长的产能释放基础，同时更是重要的新增长点，公司由过去的单一核心价位多系列产品开发模式走向多个价位主导品牌模式转变，预计到 2013 年基本规划完成。

图表 15: 五粮液系列酒营收增长测算图 (百万元)



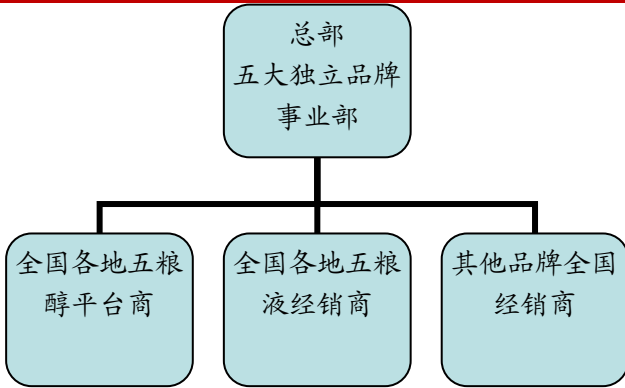
来源: 齐鲁证券研究所

- 强大的经销商网络资源共享，大量外部的优质经销商正在向品牌运营商转型，渠道短板和运营障碍逐步减小，名酒品牌+优质专业渠道资源的整合模式已成趋势。

华东营销中心稳步建设，运营架构调整带动管理升级

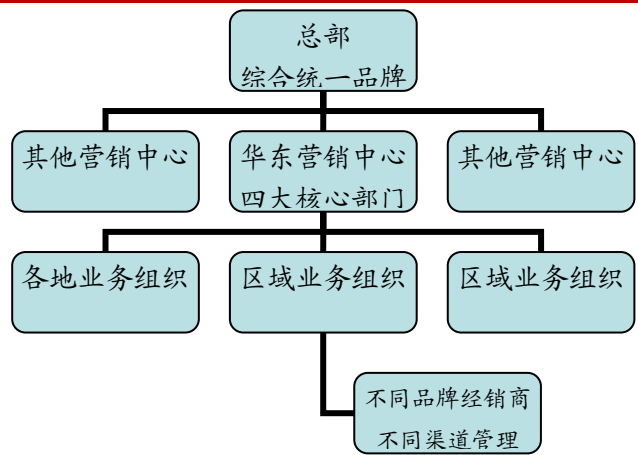
- 营销中心核心功能定位于区域管理总部，企业实现管理层级下沉，全面细化开发和管理市场，企业由过去的经销商自由发展转变为当前和未来的综合管理和服务，提升终端竞争力，五粮液正在走向市场觉醒；

图表 16: 五粮液过去的整体运营架构



来源：齐鲁证券研究所

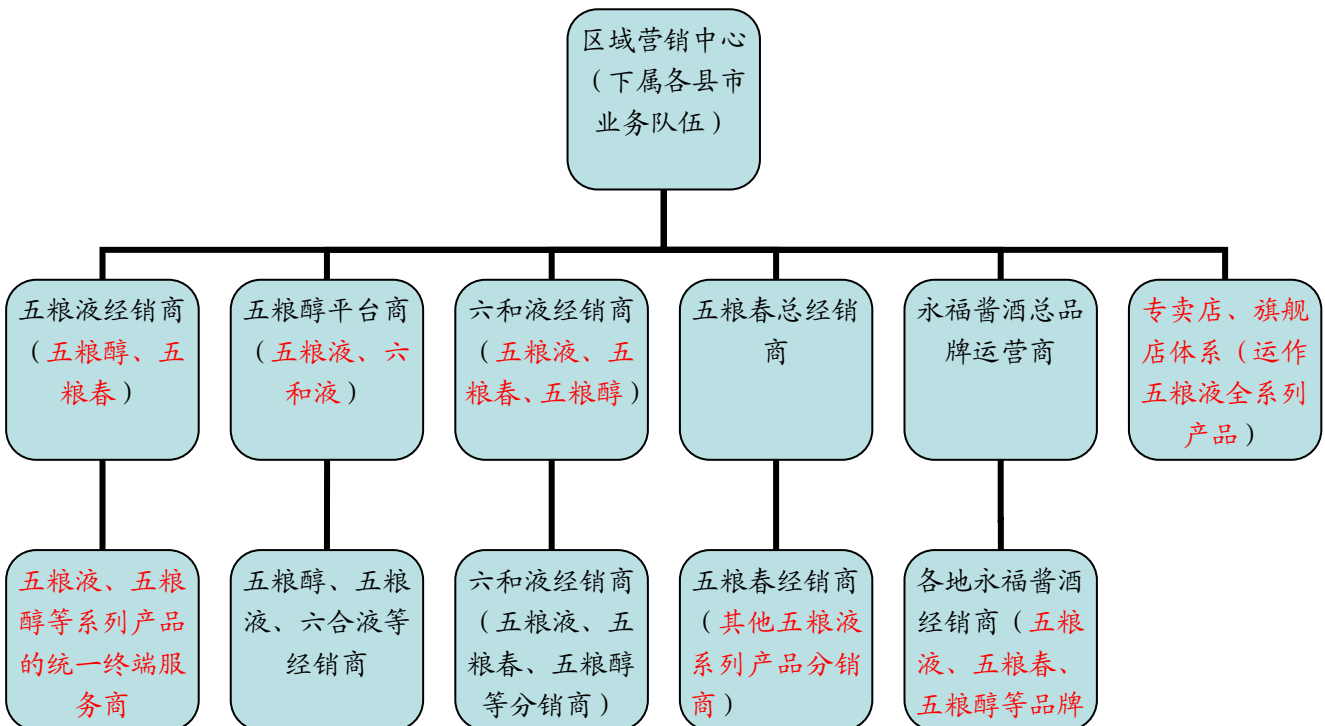
图表 17: 华东营销中心设立后的架构及未来设想



来源：齐鲁证券研究所

- 全国经销网络大整合，协同效应预计会在今后 3 年持续爆发，五粮液这一战略品牌资产作为第一推动力量，五粮液及其系列产品平台商的营销组织构建为第二推动力量，两股力量足以放大五粮液市场份额；各个品牌的经销商资源会大幅度增加，品牌资源从隔离到整合；

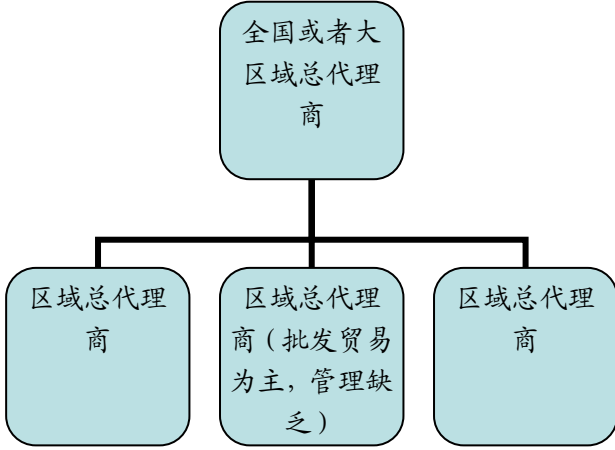
图表 18: 五粮液经销商资源整合效果图



来源：齐鲁证券研究所

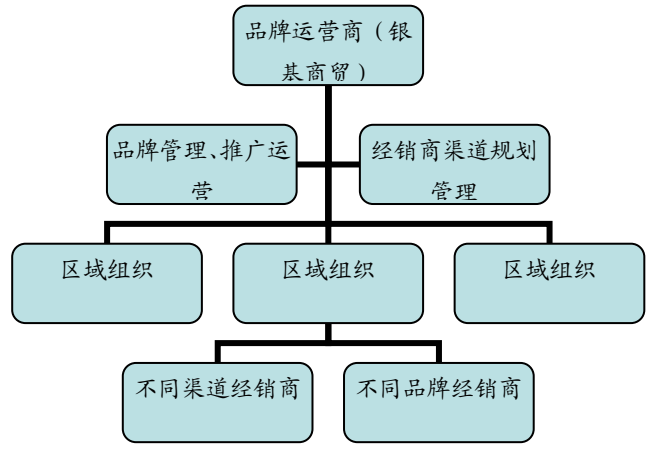
- 五粮液正在充分整合中国正在崛起的品牌运营商资源，他们基本都由原有的传统批发贸易商转型，如银基集团、浙江商源、建发酒业等。五粮液用优势品牌+优质产品+全国化综合管理组织来整合社会优质渠道和品牌运营资源，当前的永福酱酒与银基合作即为重要组成部分。

图表 19: 批发贸易型总经销商



来源：齐鲁证券研究所

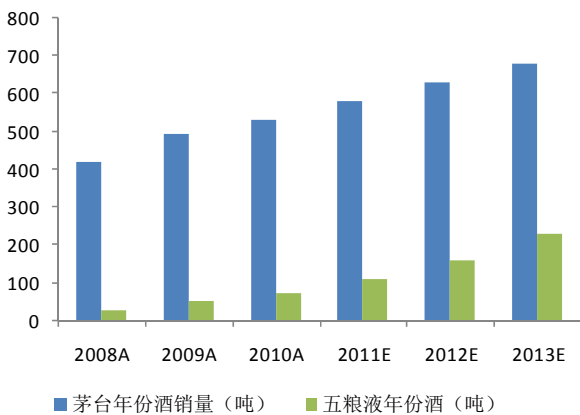
图表 20: 品牌运营型总经销商



来源：齐鲁证券研究所

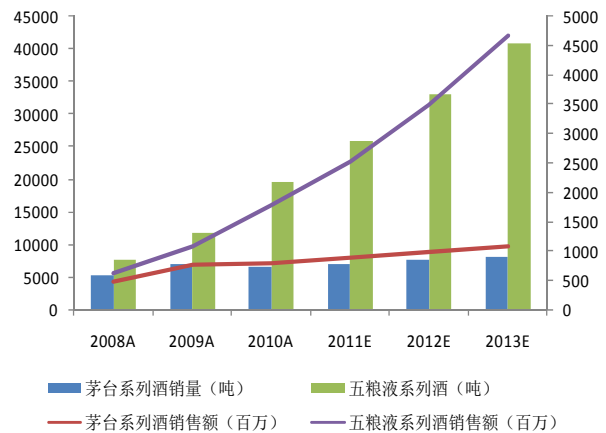
- 系列酒稳健增长表明了企业的综合运营管理能力，而年份酒这一块大蛋糕有待开发，向上更宽价格带的增长潜力较大。

图表 21: 五粮液和茅台年份酒对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 22: 五粮液和茅台系列酒对比



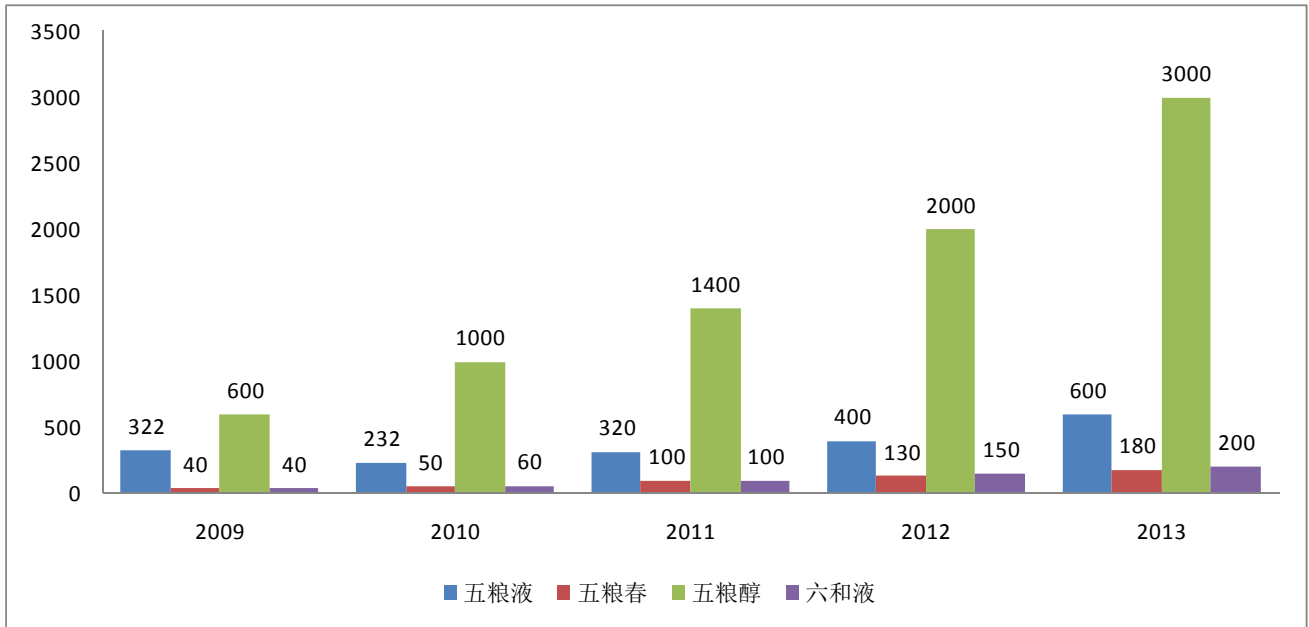
来源：齐鲁证券研究所

一超多强的品牌战略正在协调发展，多业务单元的增长模式潜力巨大

- 形成自身主导的浓香品牌体系，五粮液+系列酒的全价位运营模式；形成主导成长+多价格带更快速成长的增长体系，这为企业参与行业整合，打下了运营架构运营基础。

- 多业务单元的增长会保证五粮液消费基础的逐步巩固，特别是销售渠道会更加巩固，这样五粮液的增长会依靠优势品牌+优势渠道共同推动。五粮液营销组织发展以平台商、经销商为核心，自身加强管理服务。

图表 23: 五粮液实际市场销售人员分解测算



来源：齐鲁证券研究所

- 渠道细化，当前五粮液全面增加区域的服务人员，华东营销中心的推广将在组织能力上更加顺畅，主要涉及决策体系的调整和管理重心下移，我们预计在 2011 年中期企业的华东营销中心模式会全面导入。

五粮液对比其他高端名酒企业在 3-5 年内具备更大的提升空间

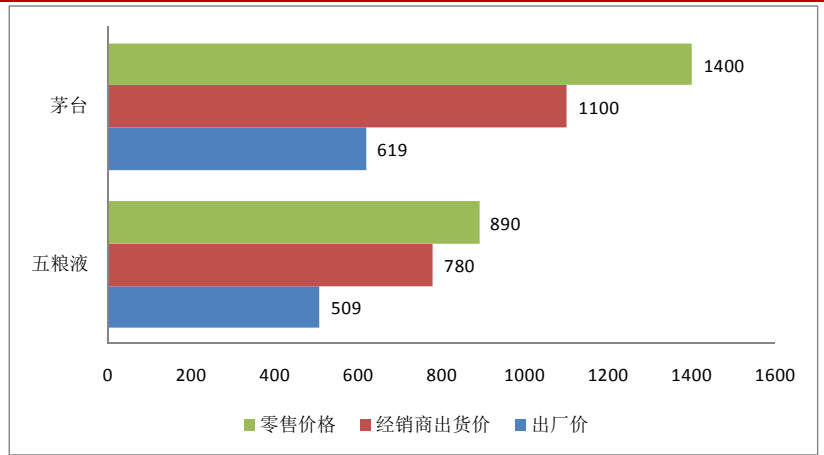
- 首先行业的增长进一步向名酒集中，而五粮液从 2010 年开始才真正关注系列酒的发展，和茅台比较运营能力更强，和泸州老窖相比，运营投入才刚刚开始；五粮液的高端品牌影响力、全国化香型和消费群基础更加稳固；
- 其次，五粮液的产能具备浓香为主，酱香实力也非常雄厚，窖池的历史和品质可以保证在短期内其产品竞争力优势明显；
- 最后，五粮液的组织架构调整、市场投入、商业资源整合刚刚开始，边际管理提升效应仍然显著。

短期价值回归催化剂：提价、放量、低估值修复

渠道价差持续增大和外部环境推动提价时机成熟

- 提价指标最关键的指标是五粮液的经销商利润空间从 220 元提升到 290 元，比年初提升 30%左右，当前为市场淡季，我们预计如果公司不提高出厂价，到中秋之后的旺季，经销商利润空间会持续提升；

- 茅台的出厂价格和零售价格已经远高于五粮液，五粮液从维护品牌档次的需要，在今年的旺季前需要进一步提价，巩固品牌档次；

图表 24: 茅台、五粮液价格体系比较 (元/瓶)


来源: 齐鲁证券研究所

市场供需严重不平衡为放量创造条件

- 市场需求极为强劲，根据我们的保守测算，当前五粮液经销商所有发货大约滞后 3-6 个月，2010 年的配额变成发货后，一般在 10-15 天基本消化完毕，同时处于市场渠道的控制期，经销商主要以满足自身团购为主，其他经销商渠道供货更加不足；
- 综合分析，我们认为市场需求约为实际供给的 2.3-2.5 倍，随着未来行业需求的持续稳健提升，五粮液的缺口会进一步推动其平稳地量价齐升。

5 年 30% 以上稳健增长背景下，估值亟待修复

- 根据我们的综合分析，五粮液的成长空间较大，未来的提价放量增长明确，系列产品带动的增长会进一步超预期，高端年份酒也会成为重要增长点，据此我们综合测算五粮液未来三年的营收 CAGR 不低于 30%，利润 CAGR 不低于 35%，按照 PEG 估值应该给与 32-35 倍的估值水平。
- 根据我们对五粮液盈利预测，PE 估值在 23 倍，进一步提升空间较大。

图表 25: 五粮液与茅台及白酒行业的估值比较 (7 月 6 日)

证券简称	市盈率(PE, TTM) [交易日期] 最新	预测 PEG 值 [年度] 2011
五粮液	27.64	0.7215
贵州茅台	35.05	0.5377
白酒行业	34.49	0.95

来源: wind 资讯一致预期 齐鲁证券研究所

估值分析, 给予“买入”评级

综合评价给予“买入”评级, 6个月目标价 49.9 元

- 预计 2011-2013 年营收为 208.84、277.13 和 363.76 亿元, 净利润达到 59.39、80.84 和 107.47 亿元, EPS 分别为 1.57、2.13 和 2.83 元, 分别增长 35.12%、36.12%和 32.94%。

营收预测

- 核心假设:量价齐升式的增长模式, 每年提价因素为营收的增长贡献 10%, 放量贡献约 20%, 营收增速维持在 35%左右。预计 2011-2013 年五粮液收入为 134.3、182.38 和 244.4 亿元, 占公司总营收的 66.7%;

图表 26: 主导产品五粮液营收预测表

五粮液	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价 (万元/吨)	46.00	48.50	54.00	70.00	76.84	85.00	94.00	104.00
增长率 (YOY)	N/A	5.43%	11.34%	29.63%	9.77%	10.62%	10.59%	10.64%
销售数量 (吨)	9,700.00	10,000.00	10,700.00	9,800.00	12,800.00	15,800.00	19,400.00	23,500.00
增长率 (YOY)	N/A	3.09%	7.00%	-8.41%	30.61%	23.44%	22.78%	21.13%
销售收入	4,462.00	4,850.00	5,778.00	6,860.00	9,835.52	13,430.00	18,236.00	24,440.00
增长率 (YOY)	N/A	8.70%	19.13%	18.73%	43.37%	36.55%	35.79%	34.02%
毛利率	0.70	0.69	0.65	0.87	0.90	0.89	0.89	0.88
销售成本	1,338.60	1,527.75	2,022.30	891.80	1,016.99	1,477.30	2,005.96	2,932.80
增长率 (YOY)	N/A	14.13%	32.37%	-55.90%	14.04%	45.26%	35.79%	46.20%
毛利	3,123.40	3,322.25	3,755.70	5,968.20	8,818.53	11,952.70	16,230.04	21,507.20
增长率 (YOY)	N/A	6.37%	13.05%	58.91%	47.76%	35.54%	35.79%	32.51%
占总销售额比重	60.32%	66.18%	72.82%	61.64%	63.27%	64.31%	65.80%	67.19%
占主营业务利润比重	80.06%	84.05%	86.98%	82.10%	82.35%	82.63%	83.57%	83.98%

来源: 齐鲁证券研究所

- 六和液, 作为五粮液系列产品, 处于 400-500 元的价位区间。2009 年推向市场, 2010 年约销售 590 吨, 11 年一季度销售量在 316 吨, 增速在 100% 以上。预计 10-13 年销售量 880、1200 和 1550 吨, 销售额 3.17、4.80 和 6.82 亿元, 占公司营收比重持续扩大;

图表 27: 六和液营收预测表

六和液	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价 (万元/吨)	0.00	0.00	0.00	31.00	32.00	36.00	40.00	44.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	3.23%	12.50%	11.11%	10.00%
销售数量 (吨)	0.00	0.00	0.00	450.00	590.00	880.00	1,200.00	1,550.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	31.11%	49.15%	36.36%	29.17%
销售收入	0.00	0.00	0.00	139.50	188.80	316.80	480.00	682.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	35.34%	67.80%	51.52%	42.08%
毛利率	0.00	0.00	0.00	0.72	0.72	0.72	0.72	0.72
销售成本	0.00	0.00	0.00	39.06	52.86	88.70	134.40	190.96
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	35.34%	67.80%	51.52%	42.08%
毛利	0.00	0.00	0.00	100.44	135.94	228.10	345.60	491.04
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	—	67.80%	51.52%	42.08%
占总销售额比重	—	—	—	1.25%	1.21%	1.52%	1.73%	1.87%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.38%	1.27%	1.58%	1.78%	1.92%

来源: 齐鲁证券研究所

- 预计 2011 年五粮春销售收入超 10 亿元，增速在 35.62%。五粮醇增长更为迅猛，预计 11 年收入 11.52 亿元，增速在 40%以上。两个产品合计占营收比重约为 10%，并呈持续扩大趋势；

图表 28: 五粮春、五粮醇营收预测表

五粮春	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价 (万元/吨)	11.00	11.00	11.90	12.50	13.25	13.50	14.50	15.50
增长率 (YOY)	N/A	0.00%	8.18%	5.04%	6.00%	1.89%	7.41%	6.90%
销售数量 (吨)	3,800.00	2,765.00	2,600.00	3,700.00	5,860.00	7,800.00	9,800.00	12,300.00
增长率 (YOY)	N/A	-27.24%	-5.97%	42.31%	58.38%	33.11%	25.64%	25.51%
销售收入	418.00	304.15	309.40	462.50	776.45	1,053.00	1,421.00	1,906.50
增长率 (YOY)	N/A	-27.24%	1.73%	49.48%	67.88%	35.62%	34.95%	34.17%
毛利率	0.52	0.51	0.46	0.58	0.59	0.60	0.60	0.60
销售成本	200.64	149.03	167.08	194.25	318.34	421.20	568.40	762.60
增长率 (YOY)	N/A	-25.72%	12.11%	16.26%	63.88%	32.31%	34.95%	34.17%
毛利	217.36	155.12	142.32	268.25	458.11	631.80	852.60	1,143.90
增长率 (YOY)	N/A	-28.64%	-8.25%	88.48%	70.78%	37.92%	34.95%	34.17%
占总销售额比重	5.65%	4.15%	3.90%	4.16%	4.99%	5.04%	5.13%	5.24%
占主营业务利润比重	5.57%	3.92%	3.30%	3.69%	4.28%	4.37%	4.39%	4.47%

五粮醇	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价 (万元/吨)	6.00	6.00	6.00	6.20	6.20	6.70	7.20	7.70
增长率 (YOY)	N/A	0.00%	0.00%	3.33%	0.00%	8.06%	7.46%	6.94%
销售数量 (吨)	7,450.00	6,200.00	5,100.00	7,650.00	13,100.00	17,200.00	22,000.00	27,000.00
增长率 (YOY)	N/A	-16.78%	-17.74%	50.00%	71.24%	31.30%	27.91%	22.73%
销售收入	447.00	372.00	306.00	474.30	812.20	1,152.40	1,584.00	2,079.00
增长率 (YOY)	N/A	-16.78%	-17.74%	55.00%	71.24%	41.89%	37.45%	31.25%
毛利率	0.41	0.40	0.38	0.43	0.43	0.43	0.43	0.43
销售成本	263.73	223.20	189.72	270.35	462.95	656.87	902.88	1,185.03
增长率 (YOY)	N/A	-15.37%	-15.00%	42.50%	71.24%	41.89%	37.45%	31.25%
毛利	183.27	148.80	116.28	203.95	349.25	495.53	681.12	893.97
增长率 (YOY)	N/A	-18.81%	-21.85%	75.39%	71.24%	41.89%	37.45%	31.25%
占总销售额比重	6.04%	5.08%	3.86%	4.26%	5.22%	5.52%	5.72%	5.72%
占主营业务利润比重	4.70%	3.76%	2.69%	2.81%	3.26%	3.43%	3.51%	3.49%

来源：齐鲁证券研究所

- 永福酱酒。2.7 万吨的酱酒产能+十年优质基酒储备，支持公司在酱酒市场中占有一席之地。

图表 29: 永福酱酒的营收预测表

永福酱酒	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
平均售价 (万元/吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	114.00	118.00	124.00	130.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	—	3.51%	5.08%	4.84%
销售数量 (吨)	0.00	0.00	0.00	0.00	115.00	450.00	700.00	1,000.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	—	291.30%	55.56%	42.86%
销售收入	0.00	0.00	0.00	0.00	131.10	531.00	868.00	1,300.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	—	305.03%	63.47%	49.77%
毛利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.89	0.89	0.89	0.89
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.00	14.42	58.41	95.48	143.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	—	305.03%	63.47%	49.77%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	116.68	472.59	772.52	1,157.00
增长率 (YOY)	N/A	—	—	—	—	305.03%	63.47%	49.77%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.84%	2.54%	3.13%	3.57%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.09%	3.27%	3.98%	4.52%

来源：齐鲁证券研究所

- 综合分析，预计五粮液 2011-2013 年营收为 208.84、277.13 和 363.76 亿元，增速为 36.9%、31.8%和 31.3%，公司处于稳健高速成长阶段。

图表 30：五粮液综合营收测算表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入小计	7397.00	7328.60	8015.09	11129.23	15541.28	21281.50	28040.00	36809.50
销售收入增速		-0.9%	9.4%	38.9%	39.6%	36.9%	31.8%	31.3%
销售成本小计	3492.53	3378.92	3657.64	3856.02	4864.24	6518.80	8491.34	11084.28
毛利	3904.47	3949.68	4357.45	7273.22	10677.04	14762.70	19548.66	25725.22
平均毛利率	52.8%	53.9%	54.4%	65.4%	68.7%	69.4%	69.7%	69.9%
销售吨数	78560	64327	56350	77967	87471	109140	130740	156120
销售吨数增速		-18.1%	-12.4%	38.4%	12.2%	24.8%	19.8%	19.4%
高端酒占营收比重	57.8%	67.1%	74.7%	65.2%	69.5%	69.2%	69.2%	68.9%
中低端酒占营收比重	42.2%	32.9%	25.3%	34.8%	30.5%	30.8%	30.8%	31.1%
高端酒占利润比重	76.7%	84.6%	89.4%	82.8%	84.7%	83.9%	83.5%	82.9%
中低端酒占利润比重	23.3%	15.4%	10.6%	17.2%	15.3%	16.1%	16.5%	17.1%

来源：齐鲁证券研究所

利润及相关指标测算

- 盈利分析假设前提如下表；

图表 31：五粮液盈利关键假设前提（单位：百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业税金及附加	686.32	582.51	565.75	798.59	1,392.17	1,871.20	2,483.08	3,259.24
营业税金及附加/销售收入	9.28%	7.95%	7.13%	7.18%	8.96%	8.96%	8.96%	8.96%
营业费用	1,005.29	782.76	890.83	1,164.15	1,803.23	2,297.23	3,048.43	4,001.31
营业费用/销售收入	13.59%	10.68%	11.23%	10.46%	11.60%	11.00%	11.00%	11.00%
管理费用	478.34	498.06	588.99	838.97	1,561.85	2,067.51	2,688.16	3,455.67
管理费用/销售收入	6.47%	6.80%	7.42%	7.54%	10.05%	9.90%	9.70%	9.50%

来源：齐鲁证券研究所

- 五粮液业绩综合预测。

图表 32：五粮液业绩综合预测表

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	11,129.22	15,541.30	20,883.90	27,713.00	36,375.50
营业收入增速	40.29%	39.64%	34.38%	32.70%	31.26%
净利润增长率	79.20%	35.46%	35.12%	36.12%	32.94%
摊薄每股收益（元）	0.85	1.16	1.56	2.13	2.83
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍）	37.04	29.91	23.14	17.00	12.79
PEG	0.47	0.84	0.66	0.47	0.39
每股净资产（元）	3.76	4.77	6.03	8.16	10.99
每股现金流量（元）	1.59	2.03	1.90	2.59	3.40
净资产收益率	22.73%	24.28%	25.93%	26.09%	25.75%
市净率	8.42	7.26	6.00	4.43	3.29
总股本（百万元）	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97

来源：齐鲁证券研究所

估值分析

- **绝对估值分析。**
- 假定市场无风险利率为 3.25%，风险溢价为 7.65%，据此测算 WACC=6.83%。公司 Beta 为 0.47，永续增长率为 2%。
- 假设未来几年公司没有重大资本开支计划；假设未来所得税政策及分红政策维持既定水平。
- **DCF 估值结果显示：五粮液的合理估值结果为 223.14 元。**

图表 33：五粮液 DCF 估值表

DCF 估值 (FCFF, WACC)					
每股价值		223.14	TV 增长率		2.0%
隐含 P/E		142.62	WACC		6.83%
企业值		847,280.41	债务		0.00
			投资		14,187.74
股票价值		847,015.35	少数股东权益		265.07

来源：齐鲁证券研究所

- **相对估值分析。**
- **PE 估值：**行业平均 PE 估值为 34.5 倍，五粮液 2011 年的业绩预测为 1.57 元，根据谨慎性原则，我们给予其 32 倍估值水平；
- **PEG 估值：**公司 2011-2013 年的复合增长率在 35% 左右。假设合理 PEG=1，公司应给予 35 倍 PE 估值，谨慎性给与 32 倍 PE 估值。

综合 PE 和 PEG 两种估值方法，给予五粮液六个月目标价 47.4-52.4 元

风险提示

- 公司的高层管理者出现较大的调整，政策的连续性面临考验；
- 中国经济面临较大的滑坡，高端酒的需求势头减弱。

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308