



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 稳健转积极 放量中低端 目标价升至51.2元

### ——五粮液（000858）调研快报

2011年7月28日

强烈推荐/维持

五粮液

调研快报

刘家伟

食品饮料行业首席分析师 MSN: ynynljw999@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120001

联系人: 李德宝

电话: 010-66554063

Email: [lidb@dxzq.net.cn](mailto:lidb@dxzq.net.cn)

#### 事件:

据媒体报道,7月27日五粮液在北京宣布推出中国酿酒史上首款馆藏古窖老酒——五粮液百年古窖典藏。这款酒标志着公司在个人定制酒方面又向前迈进一步,也逐渐显现奢侈品气质。我们随即就此事进行了调研和交流。

#### 观点:

**1.五粮液推出百年典藏酒,逐渐显现奢侈品气质。**据报道,五粮液7月27日在北京宣布,推出中国酿酒史上首款馆藏古窖老酒——五粮液百年古窖典藏,每瓶1000ml售价高达3万元,这款酒标志着公司在个人定制酒方面又向前迈进一步,也逐渐显现奢侈品气质。

**2.公司管理层换届的完成时间可能要等到第三季度末或第四季度,我们预计公司一旦“中枢确认”完成,将会呈现新的面貌。**公司管理层正在经历换届,唐桥的“集团公司董事长”一职还没有获得四川省国资委的正式宣布与任命,目前只是在省政府网站发布了任职公告,公司高管全部人选也没能完全落实,预计十月份可能有所明晰。不过,唐桥主政五粮液集团以及股份公司几成定局,预计一旦管理层人选及职责分工到位,则公司将会出现积极变化:从近几年的稳健型偏向进攻型,市场开发与营销、产品结构调整、产销量的提升、产品提价策略以及业绩释放速度等,都会朝着市场预期的方向发展。

**3.09年的立案调查结果,公司将有可能迎来重大转机,如整合滇琼甘鄂宁等周边近邻白酒市场。**2008年前后以来,公司曾经与枝江酒业、海南椰岛等洽谈并购合作事宜,但均未成功。随着09年证监会立案调查的结案,公司将很快重启并购合作大幕。因为四川省的水土物产与历史比较适合酿造高档白酒,与周边省份比如甘肃、宁夏、云南、海南等形成较大反差,这些地区大多没有知名的白酒品牌,而这些地区的白酒消费比较旺盛,川酒特别是公司的品牌与产品在这些地方也具有良好的影响力与消费基础,即便有较大品牌的区域如湖北、安徽等,其影响力和实力与无法与公司相提并论。所以,我们预计公司有望整合这些地区的白酒市场,建立真正的产销基地,实现真正的川酒出川,输出资金、技术、管理和基酒等优势,成立控股型合资公司,享有当地在土地、税收、行政采购等方面的优惠政策,提升经济效益。一旦合作顺利,有望在一两年后带来每年20-30亿元左右的收入和数亿元的净利润。

**4.未来会加大中低端酒的扶持力度,力争更多放量。**公司是浓香酒的杰出代表,由于分段摘酒,占其总产量10%左右的高端酒会带来更多的中低端酒。这些酒销量很大,如果能够做的更大,成本效应会递减,利润率也会提高,而且规模上去之后对五粮液的品牌也有一定促进作用,所以未来公司会加大对五粮醇、尖庄等品牌酒的推广,年产量都会达到万吨、数万吨级别。

**5.提价预期明显,小步快走策略可供选择。**根据我们的长期跟踪,公司在提价方面没有茅台坚决和积极,更多地会考虑消费者的接受程度、销量的平滑、同行比价效应等,特别是新一届管理层没有到位之际,公司暂时不会考虑提价,但中秋节邻近,元旦春节是白酒最好的消费与销售旺季,公司在2011年以来仍未明确

表示提价，而茅台已经从 1 月 1 日起整体提价 20%，因此，提价预期比较强烈；另外，与洋酒比较，公司主打产品的价格相对较低，与其作为目前白酒市场的领导者身份不符，在走向奢侈品的进程中，或者说 3 三到五年后，公司高端产品终端销售价会达到 2000 元左右也并不奇怪，出厂价也许会高达 1400 元甚至更高。

**6.上半年公司销售情况良好，销售体系在不断探索完善之中。**据了解，公司上半年华东地区销售收入增长 30%以上，这是营销体系改革的重要突破，表明这种探索是成功的；同期出口也增长 20%左右；刚推出不久的永福酱酒取得一定业绩，估计一季度销售 200 多吨，二季度作为淡季稍差。公司目前在直营方面尚未加大力度，需要加强，不过目前有专卖店和旗舰店，能够发挥较好的形象展示、品牌窗口、服务窗口等作用。

**7.宜宾国资委未来不会减持公司股份。**根据国资委关于国有控股上市公司中国有股控股比例的指导意见，国家绝对控股的企业控股比例会达到 51%。所以，我们预计宜宾国资委持股底线也不会低于 51%，下届领导班子也会坚持这个底线。按照此前计划，宜宾国资委还要划拨 5%的股份给五粮液集团。另外，一旦减持，就意味着国资委持股存量的减少，而宜宾并不缺钱，坚持持股可以享受分红，在税收增长的情况下，宜宾国资委没必要坚持。所以说，宜宾国资委对公司会保持绝对控股权，会享受分红与税收双重好处，不会也没必要减持。

**8.集团公司的黄金酒业务转归公司概率很大，对公司的贡献主要不是 EPS，而是表明公司业务架构更加完善。**黄金酒是集团公司与保健品龙头企业合作打造的保健酒，2010 年销售额或达 12 亿元，在公司与集团公司业务不能交叉和竞争的规则下，集团公司将黄金酒划入公司，或由公司收购相关业务与资产，就是必然。保守角度按照净利率 10%来计算，每年有望形成 10 多亿元的收入和 1 亿多元的净利润。

**9.公司主要产品产量在十二五末会有明显增长。**根据有关报道和分析，我们预计公司今年五粮液系列、六和液、五粮春、五粮醇等作为主要的收入与利润来源品种均会放量，达到 700-20000 吨不等，增速 12%-30%不等。到十二五末，公司量价齐升态势会十分明显，五粮醇目标计划达到 5 万吨，包括永福酱酒、尖庄、黄金酒等在内的所有产品总销量将接近 18-20 万吨，继续成为国内白酒销量之王。

## 结论：

2011 年 5 月底证监会宣布 2009 年对公司的立案调查处罚结论，基本上属于罚款和个人处分，属于从轻处罚，这对公司是好事。结案后的五粮液将真正开始量价齐升时代，会在企业收购、价格管理、酒都打造、新品开发、营销重构、股权激励、市值管理等各方面都重现生机与活力，故维持 2011 年 EPS1.60 元预测，对应 PE24 倍，以 32 倍 PE 测算，股价应为 51.2 元，相比前次报告 48 元提升 6.7%，与当前价位相比还有 33%的提升空间，故继续强烈推荐。

## 风险提示：

如果出现严重质量事故，公司业绩会较大幅度下滑或损失严重。

**2011-2013 年五粮液盈利预测表**

主要指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.22	15,541.30	20514.52	27079.16	35744.49
(+/-)	40.29%	39.64%	32.00%	32.00%	32.00%
经营利润 (EBIT)	4,586.67	6,094.75	8447.32	11707.98	16227.26
(+/-)	88.66%	32.88%	38.60%	38.60%	38.60%
净利润	3,466.67	4,562.06	6142.35	8188.98	10917.55
(+/-)	79.20%	35.46%	34.64%	33.32%	33.32%
每股净收益 (元)	0.86	1.16	1.60	2.16	2.88

资料来源：东兴证券研究所

**分析师简介****刘家伟**

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

**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。

## 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，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。

## 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。