

五粮液(000858.SZ)

战略性看好五粮液

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 50.7-60.6
 联系人: 邢庭志
 食品饮料小组
 021-20315162
 xingtz@qlzq.com.cn
 2011年8月16日

分析师: 谢刚
 S0740510120005
 021-20315178
 xiegang@qlzq.com.cn
 2011年8月16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)	39.2
市值(百万元)	14880.02
流通市值(百万元)	14880.02

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	21,808.5	29,441.0	39,017.5
营业收入增速	40.29%	39.64%	40.33%	35.00%	32.53%
净利润增长率	79.20%	35.46%	45.63%	37.45%	32.45%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.16	1.69	2.32	3.07
前次预测每股收益(元)	0.85	1.16	1.56	2.13	2.83
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	23.25	16.91	12.77
PEG	0.47	0.84	0.51	0.45	0.39
每股净资产(元)	3.76	4.77	6.15	8.47	11.54
每股现金流量	1.59	2.03	2.03	2.81	3.65
净资产收益率	22.73%	24.28%	27.40%	27.36%	26.60%
市净率	8.42	7.26	6.37	4.63	3.40
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

- 五粮液 2011 年上半年营业收入 105.95 亿元, 同比增长 39.84%; 净利润 34.91 亿元, 同比增长 48.98%; 每股收益达 0.886 元, 同比增长 48.66%; 公司营收呈现稳健加速成长态势, 充分受益高端酒扩容和自身高端品牌运营渠道和品牌价值提升的双重努力;
- 公司的运营质量持续提升, 销售费用率和管理费用率大幅度下降约 1.2 个百分点, 公司的整体运营质量大幅度提升, 净资产收益率提升 2.48 个百分点;
- 五粮液高端酒增速达 36.73%, 实现了高速增长, 充分反映了公司的品牌价值回归和市场需求的强劲; 系列酒增速达 46.74%, 表明了公司的基础市场营销能力快速提升, 为产品结构优化和五粮液高端放量打下坚实基础, 也为成本费用摊薄、盈利能力提升提供了保障; 系列酒更成为未来营收和利润的新增长极;
- 高端白酒正在向商务和大众需求时代转型, 五粮液的品牌、性价比、香型、渠道网络综合优势保证了五粮液会成为高端白酒发展的最大受益者, 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;
- 我们上调五粮液 2011-2013 年盈利预测, 营收达到 218.08、294.41 和 390.178 亿元, 分别增长 40.33%、35.00%和 32.53%; 净利润达到 64.01、87.98 和 116.53 亿元, EPS 达到 1.69、2.32 和 3.07 元, 分别增长 45.63%、37.45%和 32.45%;
- 预计未来三年利润 CAGR 达 38.4%, 给与 35 倍估值, 2011 年目标价 59.15 元, 价位区间 57.7-60.6 元, 维持“买入”评级, 强烈推介广大投资者战略性买入五粮液。

五粮液价值回归，成为真正的高端品牌王者

高端品牌持续提升，稳健坐稳高端

- 五粮液 2011 年上半年营业收入 105.95 亿元，同比增长 39.84%；高端品牌营收增长 36.73%，对整体利润的贡献更为强劲，随着高端产品结构提升，近一年没有提价，毛利率同比只下降 0.07 个百分点；
- 五粮液持续供求紧张和不断上升的一批价格，大概率提价事件将持续推动五粮液价值回归高端，拉开与国窖、水井坊、舍得等品牌的差距，降低与茅台的价格差异；
- 一方面五粮液会持续放量，打击竞争对手的市场占有率，同时进一步逼迫茅台持续提价，降低其对量的占有；

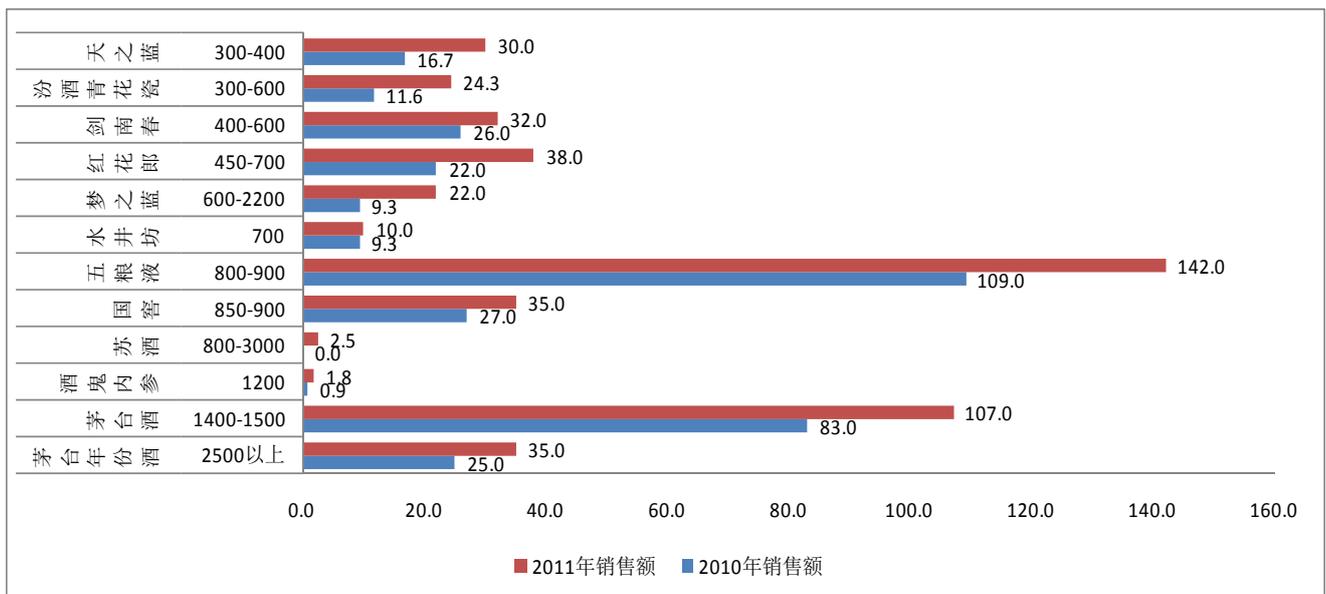
五粮液系列酒全面增长，产品结构优化推动企业运营能力螺旋上升

- 系列酒 2011 年上半年增速达 46.74%，超过 2010 年增速 13.99% 约 33 个百分点，深刻表明了五粮液运营能力，详见我们的深度报告；
- 系列酒高成长为五粮液成本和费用的全面摊薄打下了坚实的基础；
- 五粮液系列酒 2011 营收预计 46.6 亿，成为五粮液重要的营收和利润来源，为五粮液全国化运营网络和组织架构的精细化提供了强有力的支撑；

五粮液享受高端扩容背景下量价乘积最大化，而增长路径更加稳健

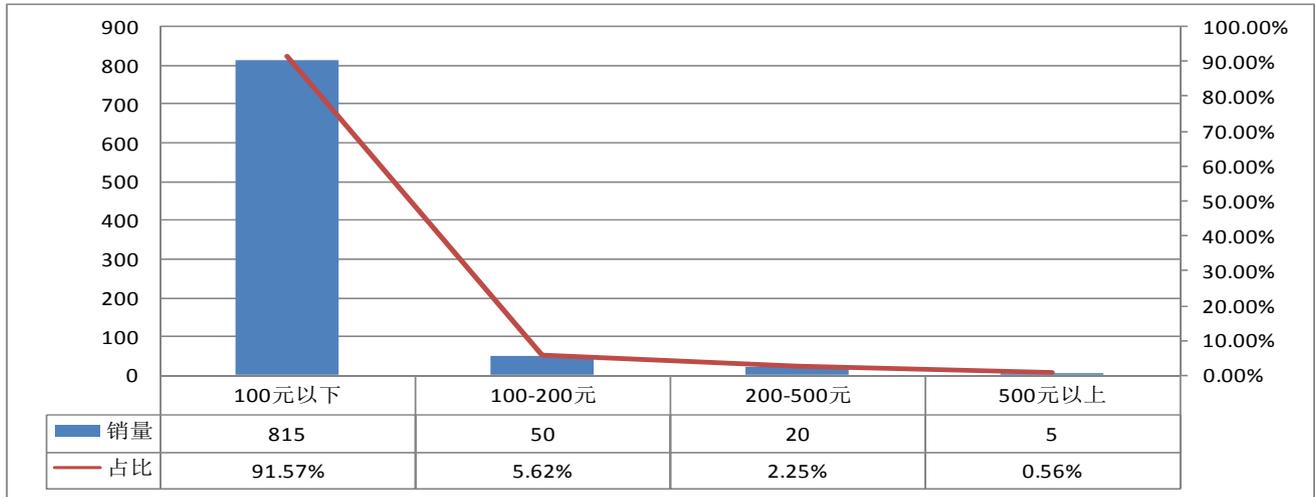
- 五粮液渠道模式向团购化、精细化方向改革其品牌优势将进一步回归；
- 高端品牌大众化带来高端白酒的真正崛起，名酒品牌价值回归，但是可参与竞争的品牌有限，销量规模差距较大，名酒的优势地位较为稳固；

图表 1：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。

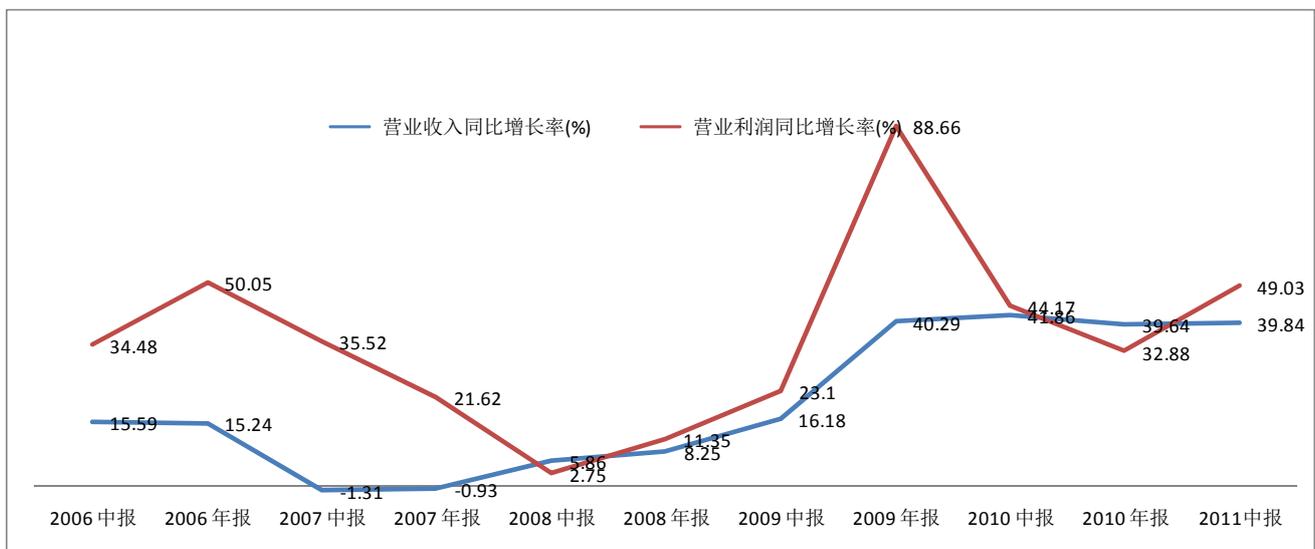
图表 2: 2010 年中国白酒产能比例测算 (万吨)


来源: wind 资讯 齐鲁证券研究所

五粮液主导品牌价值回归带动业绩强劲增长

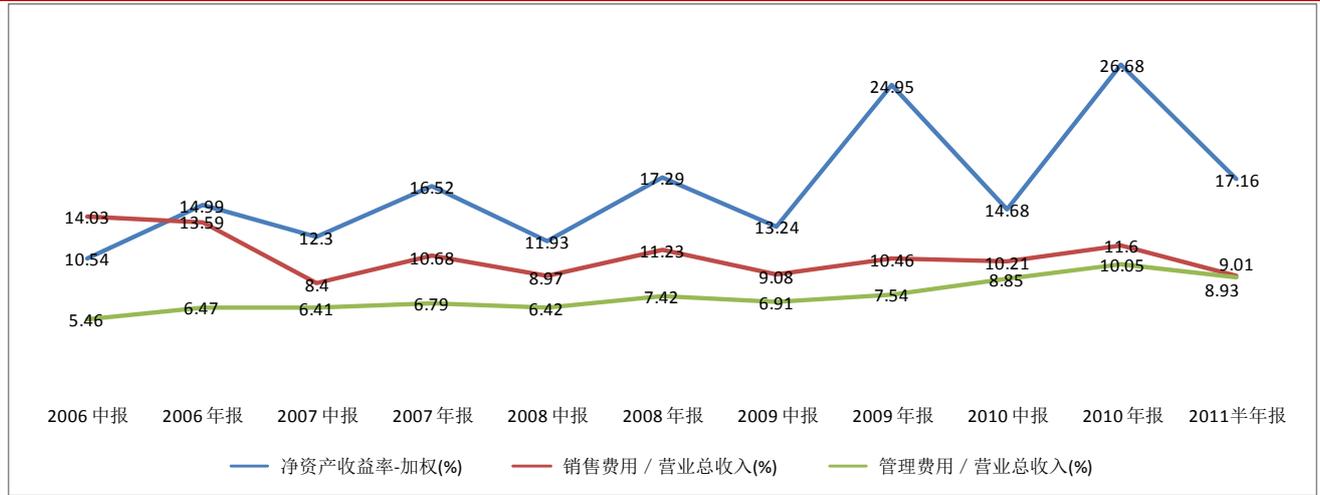
五粮液价值快速回归，盈利能力持续提升

- 五粮液 2011 年上半年营业收入 105.95 亿元，同比增长 39.84%；净利润 34.91 亿元，同比增长 48.98%；每股收益达 0.886 元，同比增长 48.66%；公司营收受主导产品影响，呈现稳健加速成长态势，充分收益高端酒扩容和自身高端品牌运营渠道和品牌价值提升的双重努力；

图表 3: 五粮液营收和净利润增速


来源: 齐鲁证券研究所

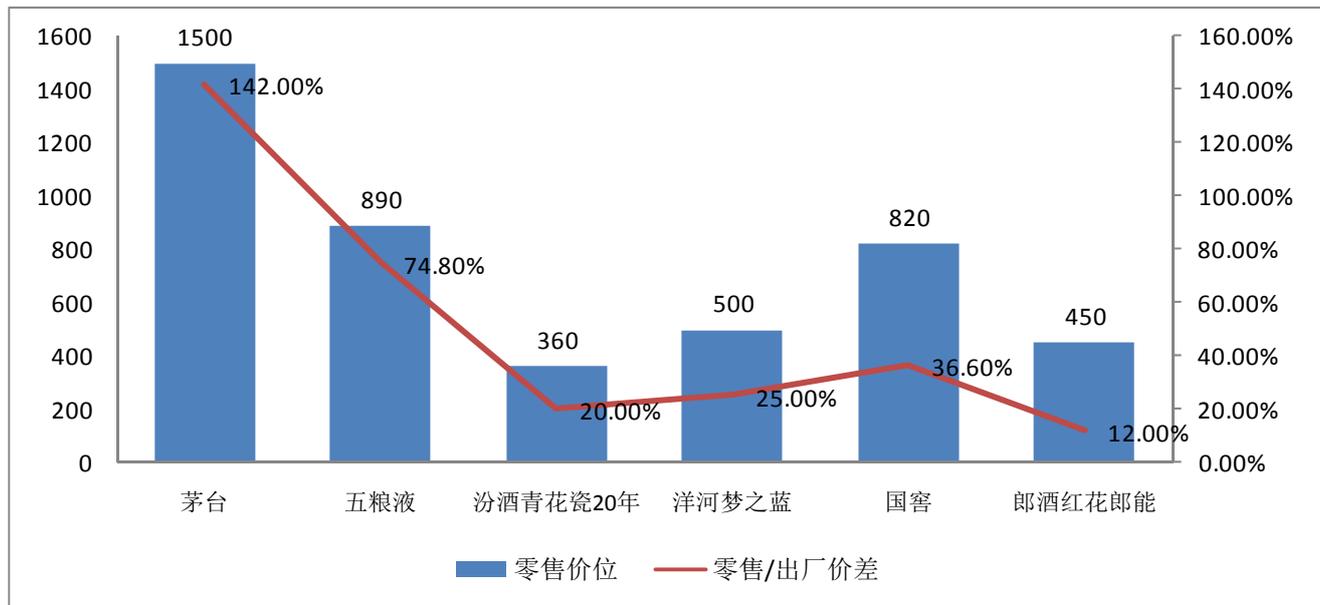
- 公司的运营质量持续提升，销售费用率和管理费用率大幅度下降，净资产收益率持续提升，公司的整体运营质量大幅度提升。

图表 4: 五粮液费用率和加权净资产收益变化


来源：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。

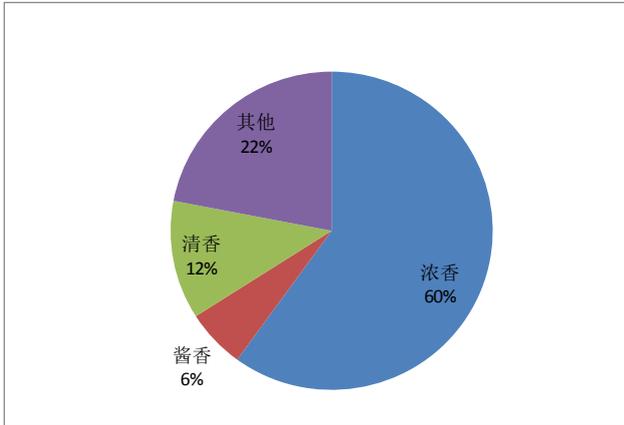
图表 5: 主流名酒企业及品牌的实际市场价位 (元/瓶)


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

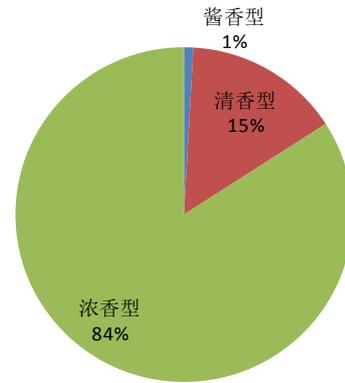
价位消费群基础均为绝对主流，进一步升级的核心方向为浓香型白酒。

图表 6: 2009 年白酒香型-销售额占比



来源: 齐鲁证券研究所

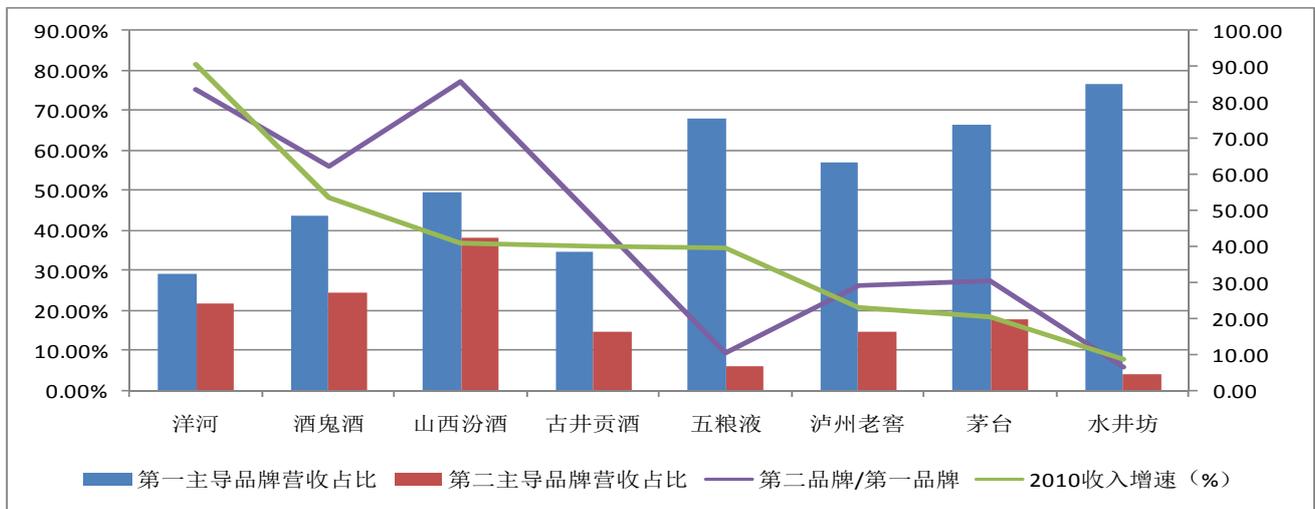
图表 7: 2010 年白酒香型-销售量占比



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。

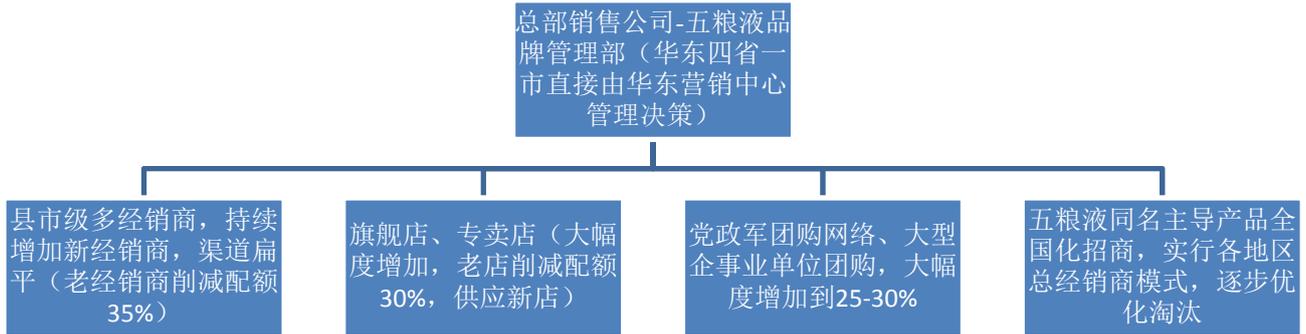
图表 8: 2010 年主流名酒增速与多价位运营关系图



来源: 齐鲁证券研究所

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 9: 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 10: 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

附件一：齐鲁证券食品饮料行业报告

图表 11：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
17	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵，精准选股实现长期超额汇报》
18	2011 年 7 月 6 日	洋河股份《增长战略清晰，增长质量全面提升》
19	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
20	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长，搏击一片蓝海》
21	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》
22	2011 年 8 月 9 日	《张裕 A-高端聚焦带动全面发展》2011 中报点评
23	2011 年 8 月 12 日	《青岛啤酒-最后的大佬》

来源：齐鲁证券研究所

附件二：五粮液财务报表预测

图表 12：五粮液财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	7,933	11,129	15,541	21,809	29,441	39,018
增长率	8.25%	40.3%	39.6%	40.3%	35.0%	32.5%
营业成本	-3,618	-3,861	-4,863	-6,876	-9,065	-12,022
% 销售收入	45.6%	34.7%	31.3%	31.5%	30.8%	30.8%
毛利	4,315	7,269	10,678	14,932	20,376	26,996
% 销售收入	54.4%	65.3%	68.7%	68.5%	69.2%	69.2%
营业税金及附加	-566	-799	-1,392	-1,810	-2,444	-3,238
% 销售收入	7.1%	7.2%	9.0%	8.3%	8.3%	8.3%
营业费用	-891	-1,164	-1,803	-2,290	-3,091	-4,097
% 销售收入	11.2%	10.5%	11.6%	10.5%	10.5%	10.5%
管理费用	-589	-839	-1,562	-1,963	-2,650	-3,512
% 销售收入	7.4%	7.5%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	2,269	4,467	5,921	8,869	12,192	16,149
% 销售收入	28.6%	40.1%	38.1%	40.7%	41.4%	41.4%
财务费用	160	110	192	0	0	0
% 销售收入	-2.0%	-1.0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-9	-15	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	-7	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3	3
% 税前利润	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,431	4,587	6,095	8,872	12,194	16,151
营业利润率	30.6%	41.2%	39.2%	40.7%	41.4%	41.4%
营业外收支	-32	19	-25	0	0	0
税前利润	2,399	4,606	6,070	8,872	12,194	16,151
利润率	30.2%	41.4%	39.1%	40.7%	41.4%	41.4%
所得税	-569	-1,139	-1,508	-2,205	-3,030	-4,014
所得税率	23.7%	24.7%	24.8%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润	1,830	3,467	4,562	6,667	9,164	12,138
少数股东损益	19	222	167	266	366	485
归属于母公司的净利润	1,811	3,245	4,395	6,401	8,798	11,653
净利率	22.8%	29.2%	28.3%	29.4%	29.9%	29.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	5,925	7,544	14,134	21,580	31,113	44,985
应收款项	633	2,014	2,308	3,250	4,388	5,815
存货	2,077	3,477	4,515	5,652	7,450	9,881
其他流动资产	106	249	413	566	719	926
流动资产	8,742	13,283	21,370	31,048	43,670	61,607
% 总资产	64.8%	63.7%	74.5%	81.1%	85.8%	89.5%
长期投资	27	30	33	33	33	33
固定资产	4,662	7,154	6,888	6,888	6,888	6,888
% 总资产	34.5%	34.3%	24.0%	18.0%	13.5%	10.0%
无形资产	61	376	372	300	300	300
非流动资产	4,755	7,566	7,304	7,232	7,232	7,232
% 总资产	35.2%	36.3%	25.5%	18.9%	14.2%	10.5%
资产总计	13,496	20,849	28,674	38,280	50,902	68,839
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,175	4,955	8,009	10,703	14,427	19,121
其他流动负债	865	1,308	2,280	3,663	3,397	4,503
流动负债	2,040	6,264	10,288	14,366	17,824	23,624
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	19	19	19	19
负债	2,040	6,269	10,307	14,385	17,843	23,643
普通股股东权益	11,380	14,275	18,101	23,363	32,161	43,815
少数股东权益	76	305	265	531	897	1,382
负债股东权益合计	13,496	20,849	28,674	38,280	50,902	68,839

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.477	0.855	1.158	1.686	2.318	3.070
每股净资产 (元)	2.998	3.761	4.768	6.155	8.473	11.542
每股经营现金流 (元)	0.520	1.595	2.029	2.034	2.811	3.654
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.91%	22.73%	24.28%	27.40%	27.36%	26.60%
总资产收益率	13.42%	15.56%	15.33%	16.72%	17.28%	16.93%
投入资本收益率	31.50%	48.12%	106.44%	294.52%	483.63%	7585.93%
增长率						
营业总收入增长率	8.25%	40.29%	39.64%	40.33%	35.00%	32.53%
EBIT增长率	8.73%	96.83%	32.55%	49.80%	37.46%	32.46%
净利润增长率	23.27%	79.20%	35.46%	45.63%	37.45%	32.45%
总资产增长率	16.63%	54.48%	37.53%	33.50%	32.97%	35.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	195.9	262.5	299.9	300.0	300.0	300.0
应付账款周转天数	3.4	13.1	14.8	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	207.2	184.8	156.3	106.7	79.0	59.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-51.79%	-51.90%	-77.07%	-90.40%	-94.18%	-99.58%
EBIT利息保障倍数	-14.2	-40.7	-30.8	—	—	—
资产负债率	15.12%	30.07%	35.95%	37.58%	35.05%	34.34%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1,830	3,467	4,562	6,667	9,164	12,138
少数股东损益	0	0	0	266	366	485
非现金支出	436	692	778	0	0	0
非经营收益	1	-16	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	-294	1,911	2,366	1,056	1,508	1,734
经营活动现金净流	1,973	6,054	7,703	7,987	11,035	14,354
资本开支	106	985	461	-72	0	0
投资	0	-3,273	0	0	0	0
其他	1	1	-3	3	3	3
投资活动现金净流	-106	-4,257	-464	75	3	3
股权募资	0	11	13	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-3	-190	-661	-349	-1,139	0
筹资活动现金净流	-3	-179	-648	-349	-1,139	0
现金净流量	1,865	1,618	6,591	7,712	9,898	14,357

来源：齐鲁证券研究所

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