

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价:	55.00元
当前股价:	39.56元
评级调整:	维持

#### 基本资料

深证成份指数	11651.29
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	3796
流通市值(亿)	1502
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	4.19	19.23	17.06
深证成份指数	-5.03	-3.49	-5.22



#### 相关报告

《五粮液-年内团队有望彻底稳定, 基本面良好, 股价回落正是买入良机——董事会秘》  
《五粮液-老茅市值创新高, 五粮液还远吗? (差29%! )》2011-7-22  
《五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑, 公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的》

## 五粮液

000858

强烈推荐

基本面强劲大超预期, 上调12个月目标价至55元

——五粮液调研简报

2011/8/16, 我们调研了五粮液, 对中报业绩做了了解及分析, 公司基本面强劲大超预期, 仍是我们最看好的白酒投资标的, 我们上调了盈利预测及目标价, 维持“强烈推荐”的评级。

#### 投资要点:

- **公司上半年销售情况超预期:** 五粮液量7969吨(+19.16%); 六和液量560吨(+54%); 五粮春量4200吨(+28%); 五粮醇量7600吨(+43.5%); 永福酱酒量400吨(去年上半年没得卖)。出口酒680吨(-9.7%, 出口量有所控制) 总销量6万吨(+30.5%), 尖庄上半年6000吨(+69%)。
- **我们判断全年业绩维持高增长来自于良好的销售+累积的巨额预收帐款释放。**
- **良好的销售情况缘于宏观环境+营销模式变革。对高档酒:** 从宏观层面看, 我们认为投资性需求推高了茅台终端价格后, 茅台假酒较多, 挤出的部分需求使得五粮液、1573这些替代品也受益; 从公司层面看, 实际上也是公司**品牌力提升+渠道扁平化**的必然结果。**品牌力提升:** 董事长、销售公司总经理亲自带队做团购, 争取意见领袖提升品牌力(由于今年没提价, 中报高价位酒量增30%, 收入增36%说明了整体价增6%, 原因有二: 一是超高档的定制酒销售情况良好; 二是团购比例提高(五粮液出厂价509, 团购价569), **保守假设如果团购比例提高贡献了整体价增的3%, 则算出(509(1-x)+569x=509×1.03) 团购比例已达30%**); **渠道扁平化:** 大力发展专卖店, 削减老店的计划量, 以供给新店, 扁平化渠道提高掌控力(目前已有近1000家专卖店数量与茅台相仿), 掌控力提高, 则价格体系理得很顺, 经销商利益有保障, 销售动力很足。**对中低档酒:** 去年年底成立的华东营销中心一改过去品牌事业部资源分散的缺点, 充分整合资源, 以更加贴近市场的方式营销, 取得良好成效。
- **累积的预收款的释放, 实际上取决于管理层的意图, 我们认为有三个因素决定了管理层释放业绩动力强:** 1、今年公司董事会换届; 2、竞争对手茅台规划今年收入增速45%; 3、白酒行业今年利润总额整体增速在40%+, 公司作为白酒巨头, 从情感上理应超越行业水平。中报中公司预收款高达82亿元, 我们测算, 释放6亿元对应EPS为0.1元( $6 \times 85\% (\text{高档酒毛利率}) \times (1-25\%) / 37.96 = 0.1$ 元)。若假设去年底71亿元的预收款数量合理, 则至少能释放0.2元。

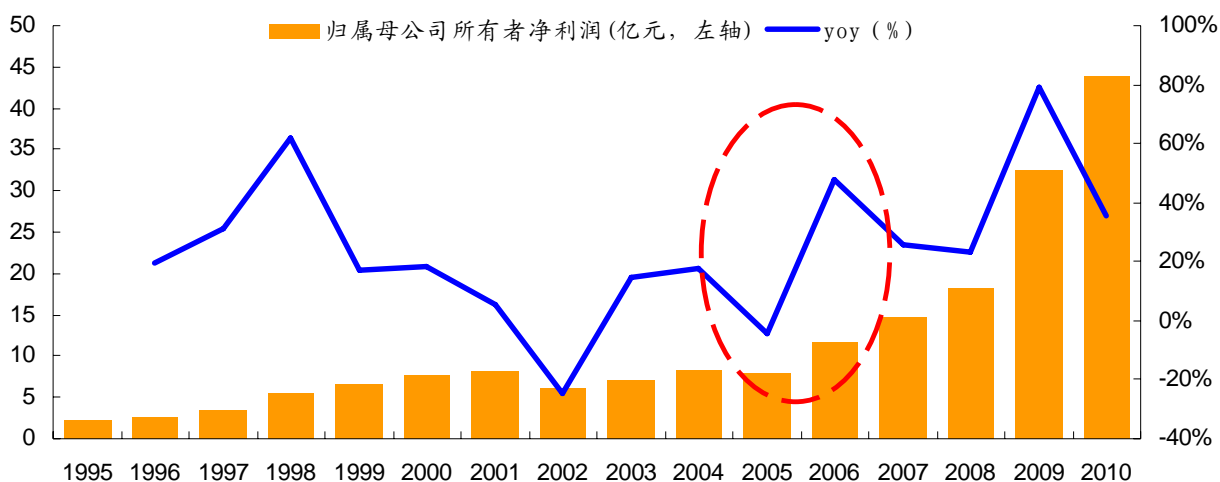
#### 主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15541	22027	25927	31967
同比(%)	40%	42%	18%	23%
归属母公司净利润(百万元)	4395	6464	8539	10878
同比(%)	35%	47%	32%	27%
毛利率(%)	68.7%	68.6%	73.4%	74.8%
ROE(%)	24.3%	27.6%	28.2%	27.9%
每股收益(元)	1.16	1.70	2.25	2.87
P/E	33.85	23.02	17.43	13.68
P/B	8.22	6.35	4.91	3.82
EV/EBITDA	20	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

- **明年的业绩增长来自于提价+放量。**提价：我们预期年内提价在 20%+，有可能在中秋前后完成提价，放量：公司今年上半年主品牌产量增速 10%+，决定了明年可供放量 10%+，照此估算，明年业绩有望实现 30%+ 的增长。
  - **长期业绩增长有积极改善的趋势：贴近市场的营销模式变革+并购潜力逐步打开公司的中长期增长空间。**公司主力产品五粮液酒长期以来供不应求，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。当前公司产能利用率仅 25%，有极大的提升潜力。目前来看，华东营销中心的模式非常成功，有望在年内向各区域市场复制。中报显示公司账面上有 182 亿元现金，目前白酒行业 CR10 不足 40%，我们预计公司将加快白酒行业整合步伐。
  - **低估值的观点理应扭转：**我们此前盈利预测为 11/12/13 年 EPS1.61/2.23/2.84 元，本次上调盈利预测至 11/12/13 年 EPS 为 1.7/2.25/2.87。公司关联交易、管理层级混乱等问题已经彻底解决，而且公司目前对资本市场的重视程度在白酒公司中称得上佼佼者，估值不应低于茅台、老窖。如果按照 11 年 EPS2.2，给予 25 倍 PE 估值，12 个月目标价在 55 元。
  - **股价催化剂：**CPI 持续高企，五粮液主品牌提价，并购
- 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

图 1 五粮液十一五首年（2006）业绩高增长



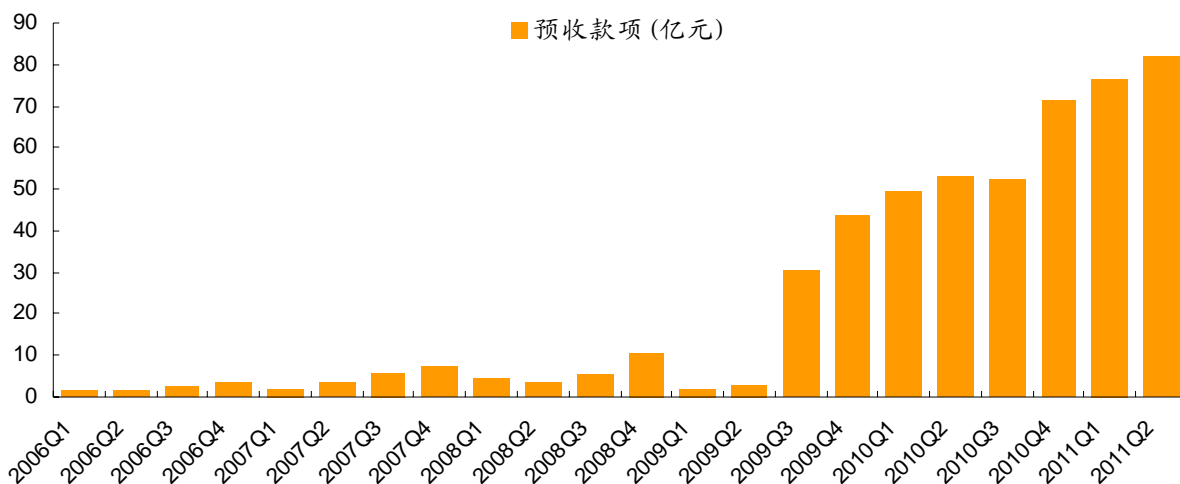
资料来源：wind、中投证券研究所

表 1 五粮液产品系列

产品档次	产品系列	终端价 (元/瓶)	2010 年销量 (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	

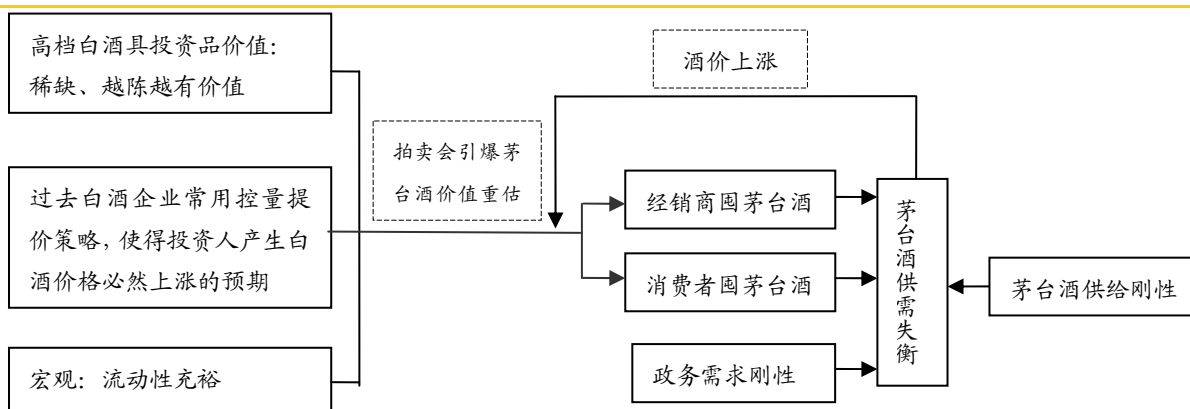
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司巨额的预收帐款有望为业绩保持稳定增长保驾护航



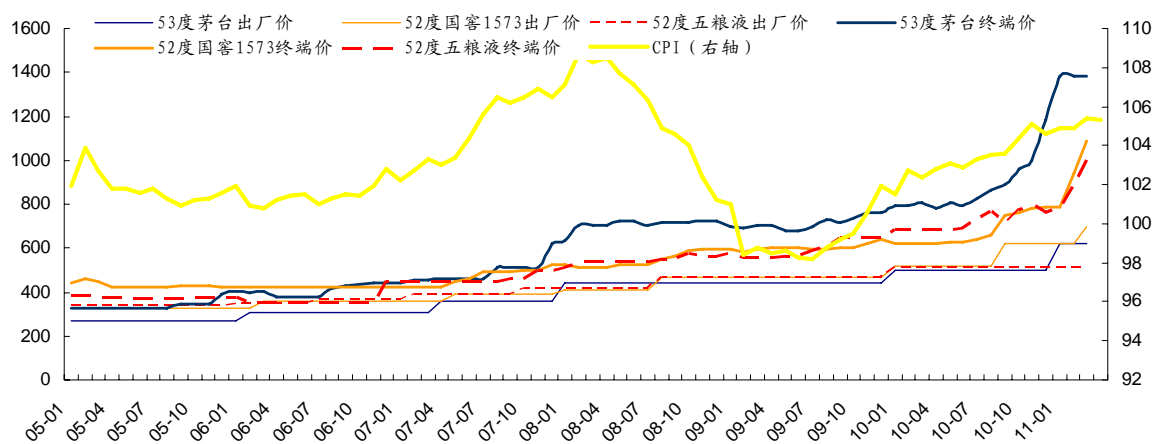
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑



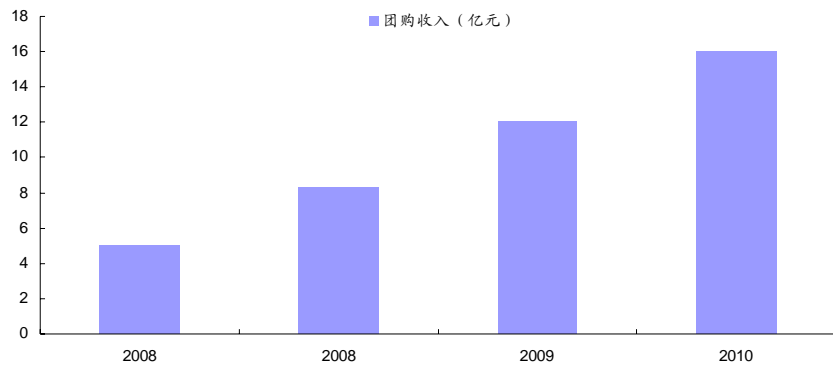
资料来源：中投证券研究所

图 4 高档白酒出厂价、终端价远远跑赢 CPI



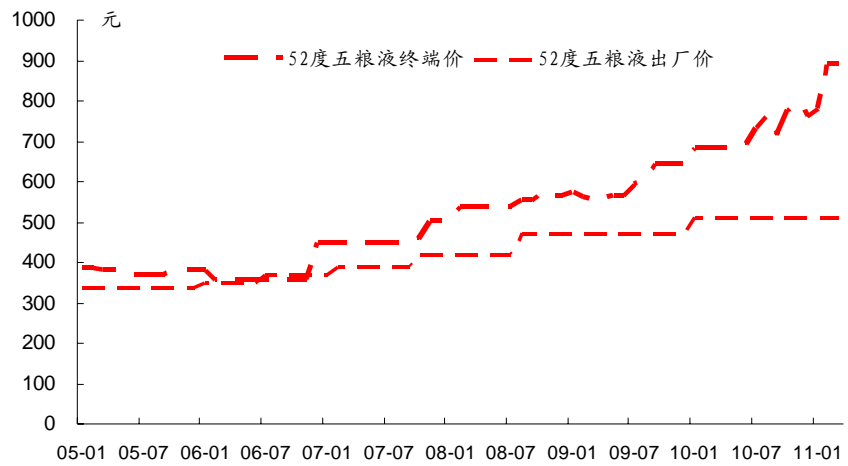
资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

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

图 6 五粮液终端价与出厂价价差达史上高点



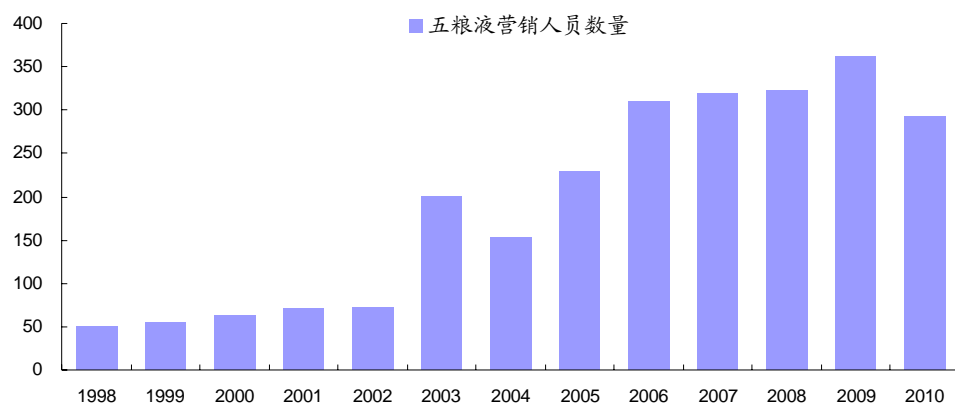
资料来源: CEIC、国家统计局、中投证券研究所

表 2 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%

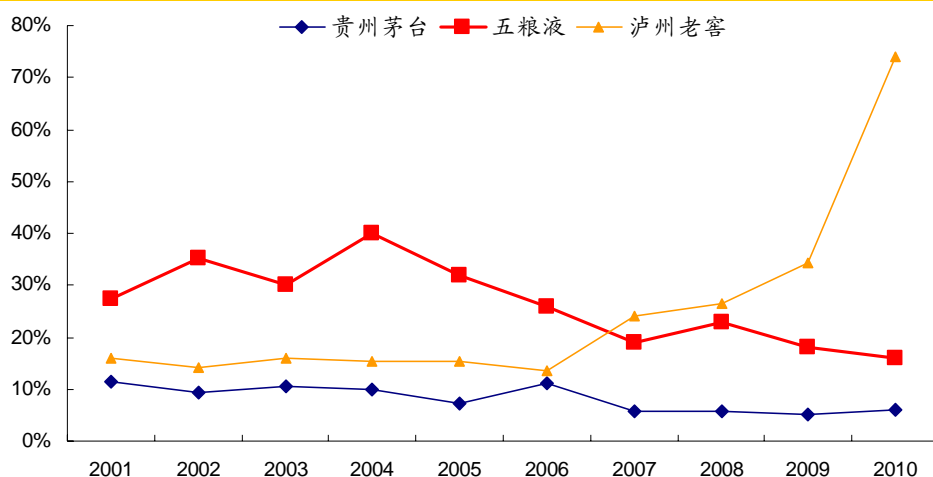
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 7 五粮液营销人员团队持续壮大



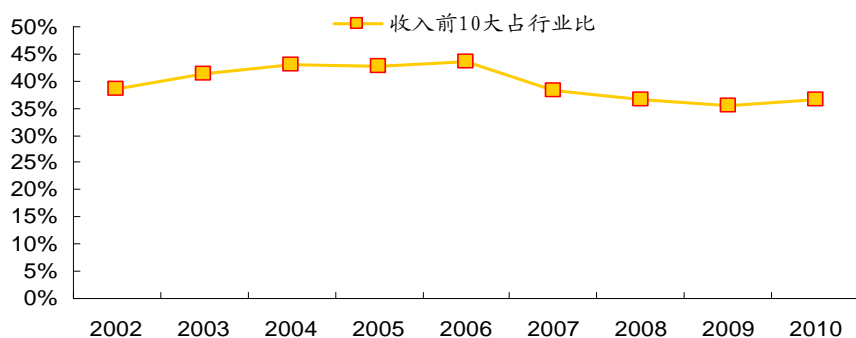
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 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）

图 9 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

**附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告**

基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定坚实基础	2011/6/28
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
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
<b>流动资产</b>	21370	23584	30766	41424	<b>营业收入</b>	15541	22027	25927	31967
现金	14134	17864	24726	34227	营业成本	4863	6920	6893	8063
应收账款	89	20	23	29	营业税金及附加	1392	1974	2323	2864
其它应收款	38	108	127	157	营业费用	1803	2555	3008	3708
预付账款	328	14	14	16	管理费用	1562	1872	2204	2717
存货	4515	3768	3753	4390	财务费用	-192	-240	-319	-442
其他	2265	1810	2122	2605	资产减值损失	15	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	6095	8946	11819	15057
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
<b>资产总计</b>	28674	30605	37469	47763	<b>利润总额</b>	6070	8946	11819	15057
<b>流动负债</b>	10288	6666	6345	7566	所得税	1508	2237	2955	3764
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	4562	6710	8864	11292
应付账款	155	69	69	81	少数股东损益	167	246	325	414
其他	10133	6597	6276	7485	<b>归属母公司净利润</b>	4395	6464	8539	10878
<b>非流动负债</b>	19	3	3	3	EBITDA	6672	9367	12216	15378
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.16	1.70	2.25	2.87
其他	19	3	3	3					
<b>负债合计</b>	10307	6669	6348	7569	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	265	511	836	1250	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	3796	3796	3796	3796	<b>成长能力</b>				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	39.6%	41.7%	17.7%	23.3%
留存收益	13352	18677	25535	34194	营业利润	32.9%	46.8%	32.1%	27.4%
归属母公司股东权益	18101	23426	30285	38945	归属于母公司净利润	35.5%	47.1%	32.1%	27.4%
<b>负债和股东权益</b>	28674	30605	37469	47763	<b>获利能力</b>				
					毛利率	68.7%	68.6%	73.4%	74.8%
					净利率	28.3%	29.3%	32.9%	34.0%
					ROE	24.3%	27.6%	28.2%	27.9%
					ROIC	130.0	143.5%	179.9	245.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	35.9%	21.8%	16.9%	15.8%
					净负债比率				
					流动比率	2.08	3.54	4.85	5.48
					速动比率	1.64	2.97	4.25	4.89
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.63	0.74	0.76	0.75
					应收账款周转率	156	383	1081	1104
					应付账款周转率	24.65	61.61	99.80	107.82
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	1.70	2.25	2.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.40	2.27	3.08
					每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.17	7.98	10.26
					<b>估值比率</b>				
					P/E	33.85	23.02	17.43	13.68
					P/B	8.22	6.35	4.91	3.82
					EV/EBITDA	20	14	11	9

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