

分析师：刘冉

执业证书编号：S0730511050002

021-50588666-8010

Lushi5132003@yahoo.com

“保增长”——高档酒提价及中低档酒发力

——五粮液(000858) 2011 年中期业绩点评

研究报告-公司点评

增持（下调）

发布日期：2011 年 8 月 23 日

报告关键要素：

公司高档酒产能受限较大，未来主要靠提价拉动增长；公司需要大力发展中低档酒以拉动整体经营和业绩。

事件：

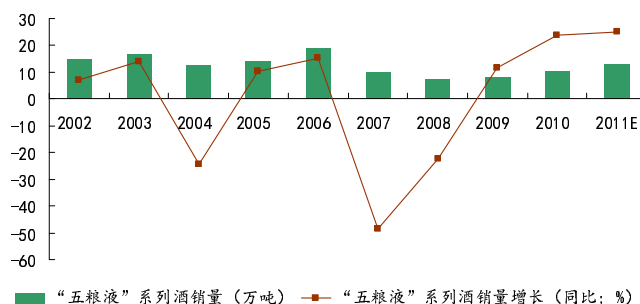
五粮液（000858）公布上半年业绩报告：公司上半年实现营业收入105.95亿元，同比增长39.84%；实现净利润34.91亿元，同比增长48.98%；EPS0.89元。

点评：

● **行业背景：中高端酒水旺销。**我们判断，此轮高端白酒的高增长既是“后危机”时期行业消费的反弹，也是以往高增长趋势的延续。如果没有系统性风险，此轮增长具有一定持续性，预计未来两年高端白酒仍可保持高增长的特质。国内高中端白酒需求坚实：政务、商务消费持续积极；中产阶级尤其是二三线城市的中产阶级崛起，拉动了高端白酒消费。至于对高档白酒消费有潜在影响的“三公消费”公开制度，从目前的状况来看，公开制度缺少强制性和规范性，除少数部委外，大多数政府部门所公开的消费明细都比较含混，如果这种情况延续下去，“三公消费”公开对高档白酒消费很难有大的影响。据统计，2010年“三公”费用支出达到9000亿元，占我国财政收入的30%，我国近10年财政收入平均增速接近20%，某种程度上支撑了高端白酒供不应求的局面。供需推动下，我们判断高端白酒价格未来几年仍处于上升的通道。

● **公司业绩高增长主要由“五粮液”系列酒销量高增长所拉动。**上半年，“五粮液”系列酒销量同比增长30.50%，“五粮液”供不应求，淡季不淡，旺季更旺。“五粮液”系列酒销量近两年较大幅度增长，除了以上讲的行业层面原因之外，另一原因是公司政策方针的切换：公司在2004年、2007-2008年两个时间段致力于压缩中低档酒的产销，力捧高档酒，以达到缩减营业成本、提高盈利能力的经营目的；而2010、2011两年以来，公司旨在做大中低档酒以拉动公司的整体经营。

图 1：“五粮液”系列酒近十年销量及其增长情况



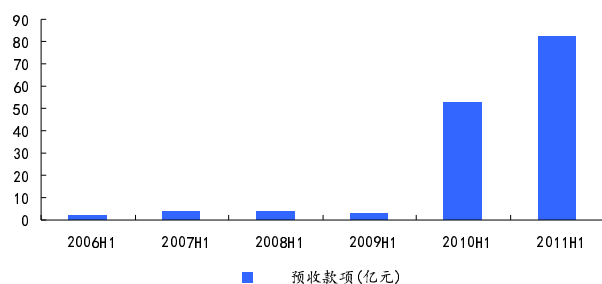
资料来源：公司年报

● **公司白酒收入大幅增长，但毛利率下滑。**上半年，公司白酒业务实现营业收入95.76亿元，同比增长38.69%；白酒业务毛利率72.07%，同比减少1个百分点。其中高价位酒实现营业收入75.97亿元，

同比增长36.73%，毛利率85.33%，同比下滑0.07个百分点；低价位酒实现营业收入19.79亿元，同比增长46.74%，毛利率21.18%，同比下滑1.08个百分点。公司白酒业务毛利率下滑主要由低价酒拖累：上半年通胀压力大，低价酒由于盈利空间小难以消化成本价格的上涨，毛利率下滑幅度较大，从而拖累了白酒的整体毛利率。

● **“五粮液”的市场需求巨大，但供给受限。**公司高档酒的销售由供给面即产能决定而不是消费面。市场对“五粮液”的需求巨大，目前产能供给根本无法满足，上半年公司的预收帐款巨增暗示了这一市场潜力。公司高档酒产能受限较大，按照13%的优酒率计算，预计目前仅有不到2万吨的产能。五粮液高档酒在2010年、2011年上半年产销量增幅高达23%、19%，更大程度是对2008、2009年负增长的修复，而不具备长久性、持续性。

图 2：公司预收款项

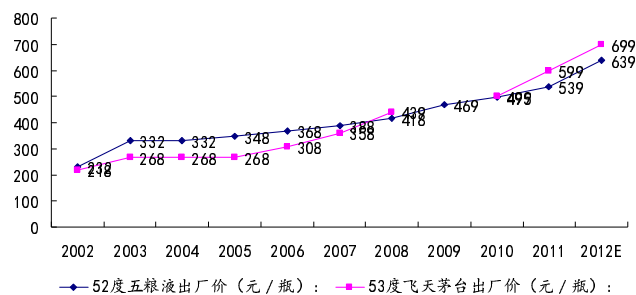


资料来源：公司年报

● **公司做大中低档酒以拉动整体经营和业绩。**我们预计，未来高档酒销量增长在 5%-10%区间。高档酒对公司的毛利贡献将近 90%，意义重大：根据敏感性分析，公司的高档酒销量减少 10%，需要中低档酒销量增加 90%来弥补对业绩的影响。因此，公司需要大力发展中低档酒以拉动整体经营和业绩，公司成立华东营销中心的主要目的也是在此。但是，公司中低档酒的盈利能力低下，近 5 年来的平均毛利率仅 24.8%，甚至不及二线白酒；且公司中低档酒的市场运营能力也不如二线白酒企业如洋河和汾酒：上半年，预计五粮醇、五粮春销量分别增长 44%、28%，低端的尖庄增长近 70%，公司中低档酒销量增速不及二线白酒代表性上市公司的同期增长水平。

● **公司产品提价空间较大。**茅台去年年底提价均幅高达 28%，而五粮液至今还未提价。52 度、53 度五粮液目前出厂价分别是 539 元、599 元，而市场终端价格已经达到 1000 元以上，渠道利润丰厚。我们预计公司下半年将会提价，提价时点或是“双节”或是年底，提价幅度在 16%-18%区间。如果公司下半年如期提价，则白酒毛利率有望提升。

图 3：公司主要产品出厂价格



资料来源：糖酒资讯

● **投资评级:** 我们预计公司 2011、2012 年每股收益为 1.60 元、2.10 元, 按照 8 月 19 日收盘价 39.60 元计算, 相应市盈率为 24.75 倍、18.86 倍。公司当前股价已经反映了今年的业绩增长, 下调对公司的评级为“增持”评级。

● **风险提示:** 公司产品销量下滑。

表1: 盈利预测

	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	155.41	202.07	265.21
增长比率 (%)	39.64	30.02	31.25
净利润 (亿元)	43.95	60.62	79.56
增长比率 (%)	35.46	37.93	31.25
基本每股收益 (元)	1.16	1.60	2.10
市盈率 (倍)	34.14	24.75	18.86

注: 以8月19日收盘价39.60元为准。

表2: 市场和基础数据

市场数据 (2011年08月19日)

收盘价 (元)	39.60
一年内最高/最低 (元)	41.48/29.38
沪深300	2807.66
市净率 (倍)	8.31
流通市值 (亿元)	1503.03

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	5.35
每股经营现金流 (元)	1.43
毛利率 (%)	66.12
净资产收益率 (%)	16.54
资产负债率 (%)	36.05
总股本/A股流通股 (万股)	379597/379597
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。