

五粮液(000858.SZ)

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **57.7-60.6**

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8月24日

2011年8月24日

量价乘积最大, 增长动力多极

基本状况

总股本(百万股)	3795.97
流通股本(百万股)	3795.97
市价(元)	38.17
市值(百万元)	144892.05
流通市值(百万元)	144892.05

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	1.69	2.32	3.07
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	22.86	16.63	12.56
PEG	0.47	0.84	0.50	0.44	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	6.26	4.55	3.34
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

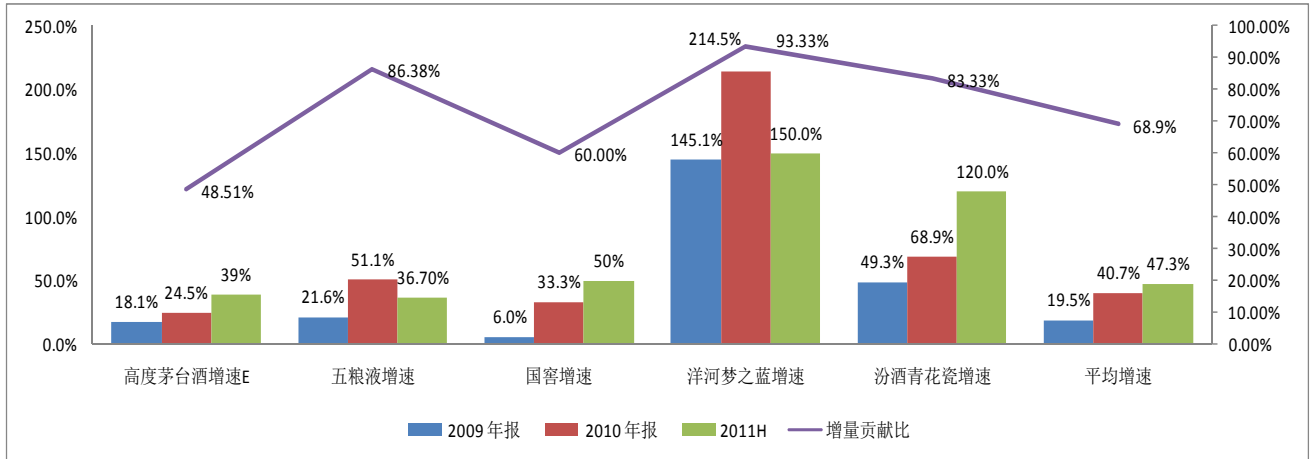
- 五粮液在高端价位第二高, 量第一大, 量价乘积最大: 茅台会持续控量守住产品最贵优势, 而增量相对较小; 五粮液会追随茅台提价, 但可以持续放量, 其量和价的乘积会最大; 中国高端白酒扩容的逻辑是越来越多的人能够喝得起茅台五粮液, 所以高端扩容主要来自量, 所以五粮液最大受益;
- 根据经销商调研, 茅台当前 80% 的量在军队和党政系统, 而五粮液在 20% 左右; 所以茅台的高价位在于流通市场的供给严重失衡, 而未来的增长基本来自流通市场或大众市场, 所以茅台增量 20%, 相当于流通增量 64%, 五粮液不存在这样的问题, 五粮液可以持续放量+提价;
- 制约浓香型五粮液快速发展的两个因素, 一是卖不上价, 渠道模式不对; 二是不够卖, 产品结构失衡。前者正在通过增加团购专卖店比重下沉营销层级逐步解决, 后者通过系列酒卖好, 解决高端酒放量问题, 而系列酒通过营销模式改革+品牌品质优势持续放量;
- 事实证明, 新领导上台, 五粮液越卖越好不够卖, 系列酒加速增长; 公司的发展越来越良性; 五粮液、六和液、中高端系列、永福酱酒都是五粮液的增长点, 外延并购也在进行;
- 预测 2011-2013 年营收达到 218.08、294.41 和 390.178 亿元, 增长 40.33%、35.00% 和 32.53%; 净利润 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 2011-2013, PE 分别为 22.6、16.5 和 12.4 倍, PEG 0.50、0.44、0.38, 净利润 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, 五粮液正被严重低估, 维持“买入”评级, 强烈推介广大投资者战略性买入五粮液。

白酒扩容主要来自放量，放量主要来自流通市场

消费升级推动高端白酒消费群扩大，进而带动扩容，扩容主要来自放量

- 高端扩容趋势明显，其中一线白酒五粮液的放量明显最大；行业加权平均有 68.9% 的增长来源于量，即高端销量 2011 年预计增长 32.6%；

图表 1: 高端白酒增速与增量贡献比



来源：齐鲁证券研究所

- 2011 年放量来看，预计五粮液成为绝对主体，从超高端来看随着五粮液基数的持续扩大，预计未来五年其放量占比最大，行业保守按照每年 40% 速度年均销售额扩容；

图表 2: 高端白酒份额测算表

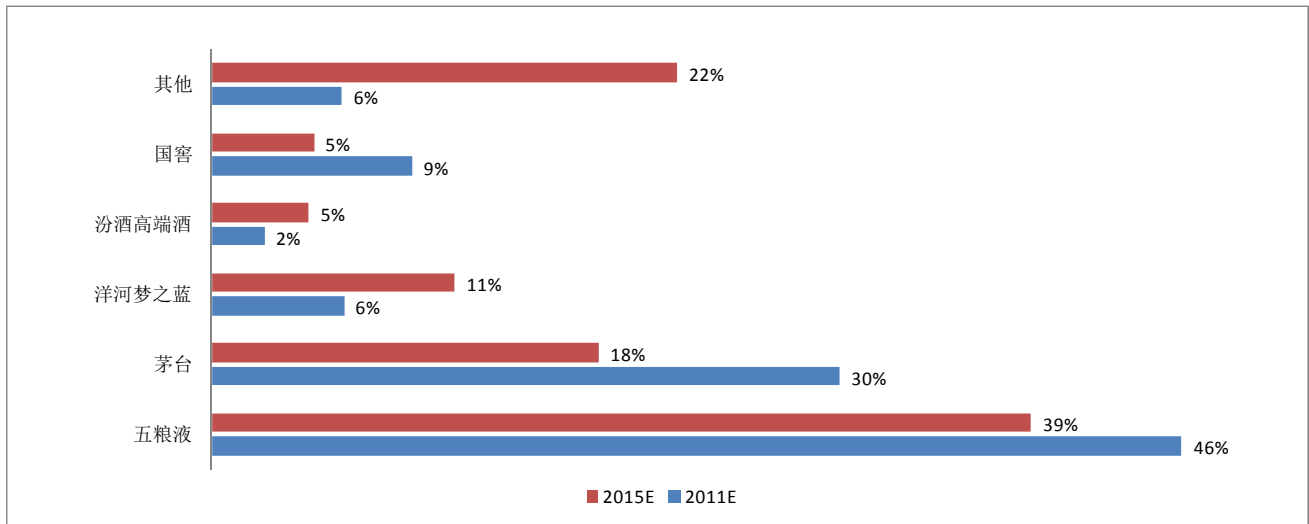
各品牌销量增速前提假设		2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液（吨）		25%	25%	22%	20%	20%
茅台（吨）		15%	15%	13%	12%	10%
洋河梦之蓝（吨）		100%	75%	50%	40%	30%
汾酒高端酒（吨）		72%	63%	51%	40%	40%
国窖（吨）		10%	10%	8%	6%	5%
其他（吨）						
总量（吨）		32%	30%	28%	25%	25%
高端酒格局销量测算	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液（吨）	12800	16000	20000	24400	29280	35136
茅台（吨）	9000	10350	11903	13450	15064	16570
洋河梦之蓝（吨）	1088	2176	3808	5712	7997	10396
汾酒高端酒（吨）	500	862	1405	2121	2970	4158
国窖（吨）	3000	3300	3630	3920	4156	4363
其他（吨）	0	2144	4537	8357	12985	19941
总量（吨）	26388	34832	45282	57961	72451	90564

高端酒格局占比测算	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液	49%	46%	44%	42%	40%	39%
茅台	34%	30%	26%	23%	21%	18%
洋河梦之蓝	4%	6%	8%	10%	11%	11%
汾酒高端酒	2%	2%	3%	4%	4%	5%
国窖	11%	9%	8%	7%	6%	5%
其他	0%	6%	10%	14%	18%	22%

来源：齐鲁证券研究所

- 未来的格局中，茅台和五粮液的销量仍然占主导，但是在上表的假设前提下，五粮液的量会处于绝对优势，预计 2015 年达到行业 39% 的比重，接近茅台的两倍；

图表 3: 2011-2015 年行业高端白酒品牌格局变化图



来源：齐鲁证券研究所

除茅台外，其他品牌 80% 以上销量来源于流通渠道

- 国家正在限制三公消费支出增长，当前不断增长的消费需求主要来源于商务和大众需求的崛起，我们看到可比对象五粮液、山西汾酒、洋河股份、郎酒高端酒的数据即可证明；
- 广东等发达地区高端白酒需求明显回升，主要受益商务需求逐步提升；
- 我们认为未来名酒厂高端酒的增长主要依托大众需求和商务需求推动，占增量比例的 80% 左右。

五粮液流通放量优势+跟随同步提价=量价乘积最大

五粮液销量渠道结构+品牌地位可以承受进一步 20%以上年度增量

- 茅台流通渠道占比约 20-25%，按照 2010 年 10000 吨计算，如果总量增加 20%，那么流通渠道销量增长在 50%以上；对于注重价格第一稀缺第一的茅台来说难度极大；
- 五粮液流通销量渠道占比达 80%；进一步增量 20%，只相当于流通增量 25%左右，还远没有达到行业 30%的保守销量需求增长水平；
- 国窖虽可渠道放量，受品牌力差距影响，必须持续控量保价。

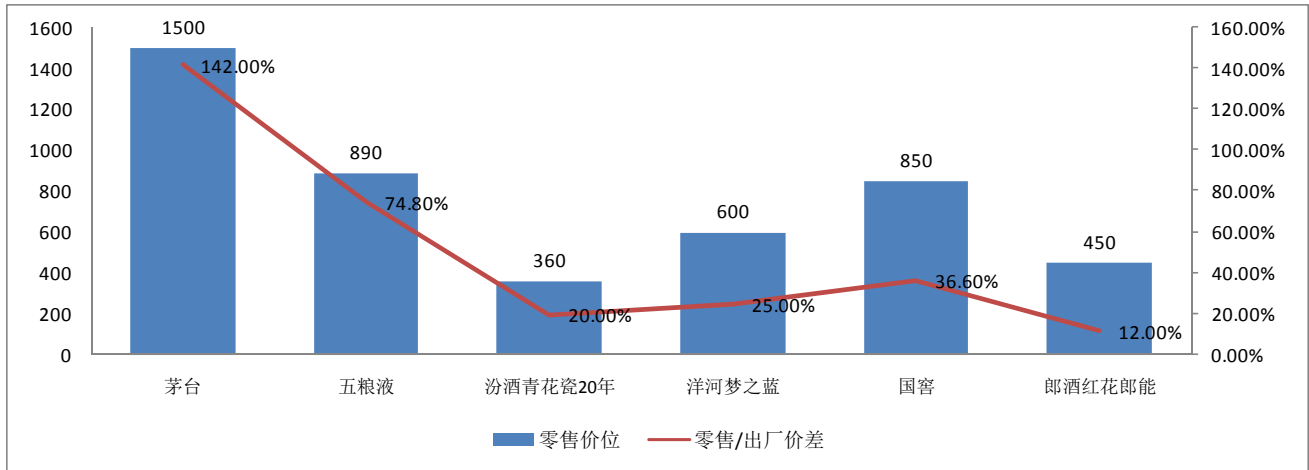
图表 4：不同假设前提下茅台五粮液流通渠道增速

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液销量增速	25%	25%	22%	20%	20%
五粮液流通渠道增量	2560	3200	3520	3904	4685
五粮液流通渠道销量增速	25%	25%	61%	42%	36%
销量增速前提假设 1	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
茅台（吨）	15%	15%	13%	12%	10%
茅台流通渠道年度增量	1080	1242	1238	1291	1205
茅台流通渠道销量增速	48%	37%	27%	36%	25%
销量增速前提假设 2：	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
茅台销量增速	20%	20%	18%	15%	15%
茅台流通渠道年度增量	1440	1656	1714	1614	1808
茅台流通渠道销量增速	64%	45%	55%	34%	28%
销量增速前提假设 3	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
茅台销量增速	25%	25%	22%	20%	20%
茅台流通渠道年度增量	1800	2070	2095	2152	2410
茅台流通渠道销量增速	80%	51%	54%	36%	30%
前提假设：2010 年茅台流通渠道销量占其总销量比重的 25%，五粮液流通占比为 80%。未来五年销售增量的 80%由流通渠道贡献。					

来源：齐鲁证券研究所

当前的价差和供不应求局面+渠道小商化改革=同步茅台提价

- 五粮液当前的价差达到 74.8%，产品严重供不应求，厂家华东营销中心试点取消预付款制度下，经销商的预收账款 2011 半年报达到创纪录的 82.42 亿，超过茅台的 63.43 亿；

图表 5：不同高端品牌的终端出厂价差对比（元）


来源：齐鲁证券研究所

- 五粮液总经销商从 2011 年开始进一步削减配额 30-35%，增加团购比重和新开发经销商特别是系列酒经销商配额，并通过强化价格管理实现其主导品牌提价的能力接近茅台。

五粮液放量提价的基酒消化和渠道模式问题行将解决
系列酒增长带动基酒问题又好又快地解决

- 系列酒快速增长带动整体产能的良性增长，从而为五粮液同步高增长提供保障，基酒消化压力持续减小。同时低端酒的营收提升也带动了整体成本和营销费用的下降，2011 年没有大幅提价，上半年高端酒毛利只下降 0.07 个百分点，销售费用和管理费用各下降约 1.2 个百分点；

图表 6：五粮液销售与基酒需消化吨数（吨）

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液销量	12800	16000	20000	24500	29000	33000
优质酒率	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%	12.5%
系列酒消化基酒	79681	104900	129400	154300	182750	210650
生产五粮液产出基酒	115200	136381	161818	188543	212667	231000
需要消化的基酒	35519	31481	32418	34243	29917	20350

来源：齐鲁证券研究所

渠道模式改革提升产品价格管控能力，提价能力更强，价值提升明显

- 首先公司五粮液品牌及产品推进渠道商小商化改革，削弱大经销商配额，使得经销商的存货管理更加可控，进而提升提价能力和价格管理水平；
- 公司成立华东营销中心，试点强化区域管理，针对经销商和终端管理在加强，并推动不同经销商的渠道协同，见**齐鲁证券《五粮液-高端白酒扩容的最大受益者》**；
- 透过现象看本质，五粮液的变化趋向高速、高质量的增长；

图表 7：五粮液最近 1 年的关键变化与运营本质

要素	变化	本质
产品及品牌	2011 年 7 月 27 日在人民大会堂举行新闻发布会，推出馆藏级古窖老酒——“五粮液 百年古窖典藏”	公司强化年份酒运营，争夺高端市场，对抗茅台年份酒，提升五粮液主导品牌形象
	开发尖庄等系列产品	拓展低端酒市场，消化基酒
价格-渠道	系列酒全国布局，五粮醇增速明显，华东增速超过 40%，其他区域均超过 50%，六和液也在快速增长	形成全国网络，系列酒正在推动五粮液全国化网络的建成
	削减总经销商配额	强化小商模式，淡季终端价格坚挺表明效果显现
组织变革	运营华东营销中心	渠道重心下移，管理下沉，强化对经销商管理和渠道的掌控
公司治理	持续降低关联交易 接受证监会处罚，出台内部控制规范	规范法人治理结构，重视上市公司股东利益
公司业绩	2011H 净利润增长 48.66%	公司的业绩释放动力强，后续更可期

来源：齐鲁证券研究所

问题解决结果：五粮液形成多个细分市场增长点，量价乘积最大

- 六和液独立五粮液主品牌的全国化网络正在布局，进入次高端发展快车道，而次高端市场持续扩容推动六和液快速提升；
- 五粮春、五粮醇成为中高端核心增长动力，其全国化平台商网络基本建成，正在向细化管理推进；
- 永福酱酒和高端年份酒同时发力带动其高端化多元化。

图表 8：量价乘积测算表

量*价增速测算	年度提价	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液	10%	38%	38%	34%	32%	32%
茅台	13%	30%	30%	28%	27%	24%
洋河梦之蓝	8%	116%	89%	62%	51%	40%
汾酒高端酒	8%	86%	76%	63%	51%	51%
国窖	10%(11年20%)	32%	21%	19%	17%	16%
收入测算	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
五粮液（亿元）	98.4	135.2	186.0	249.6	329.4	434.8
茅台（亿元）	94.5	122.8	159.6	203.8	257.9	320.6
洋河梦之蓝（亿元）	9.3	20.0	37.8	61.2	92.5	129.9

汾酒高端酒（亿元）	5.9	10.9	19.2	31.4	47.4	71.7
国窖（亿元）	30.7	40.5	49.0	58.2	67.9	78.4
注：其他假设见前页图标						

来源：齐鲁证券研究所

图表 9：白酒行业 PE 估值水平（剔除 ST 皇台）

证券代码	证券简称	市盈率(PE) 最新 上年年报	市盈率 (PE,TTM) 最新	预测市盈率 (PE,最新预 测)[年度] 2010	预测市盈率 (PE,未来 12 个 月)最新	预测 PEG 值 [年度] 2010 最新
000568.SZ	泸州老窖	28.96	24.82	30.73	18.67	1.27
000596.SZ	古井贡酒	79.35	50.37	92.62	30.53	1.01
000799.SZ	酒鬼酒	92.31	80.59	79.07	42.19	1.35
000858.SZ	五粮液	32.96	26.36	31.07	19.64	0.71
002304.SZ	洋河股份	58.92	44.01	60.52	28.36	0.85
600197.SH	伊力特	45.21	42.18	41.91	23.99	1.29
600199.SH	金种子酒	66.38	45.47	68.14	24.83	0.52
600519.SH	贵州茅台	42.12	37.53	41.16	23.64	2.07
600559.SH	老白干酒	113.59	102.30	90.11	36.45	1.92
600779.SH	水井坊	48.88	45.94	32.41	30.09	3.01
600809.SH	山西汾酒	72.83	43.97	63.80	31.29	1.08
加权平均		71.95	57.50	65.66	30.51	1.38

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：白酒行业 PS 估值水平（剔除 ST 皇台）

证券代码	证券简称	市销率(PS)上年年报	市销率(PS,TTM)（8月21日）
000568.SZ	泸州老窖	12.28	10.17
000596.SZ	古井贡酒	13.79	9.94
000799.SZ	酒鬼酒	12.37	9.59
000858.SZ	五粮液	9.67	8.10
002304.SZ	洋河股份	17.48	14.29
600197.SH	伊力特	5.47	5.17
600199.SH	金种子酒	8.45	6.94
600519.SH	贵州茅台	18.73	17.01
600559.SH	老白干酒	4.20	3.73
600702.SH	沱牌舍得	9.03	8.55
600779.SH	水井坊	6.43	6.46
600809.SH	山西汾酒	12.34	8.65
加权平均		12.48	10.42

来源：齐鲁证券研究所

图表 11: 2011 年齐鲁证券五粮液相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	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》
02	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
03	2011 年 8 月 16 日	《战略性看好五粮液》
04	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长, 搏击一片蓝海》
05	2011 年 7 月 31 日	《酒鬼酒-走在复兴的路上》

来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 五粮液财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	7,933	11,129	15,541	21,809	29,441	39,018	货币资金	5,925	7,544	14,134	21,580	31,113	44,985
增长率	8.25%	40.3%	39.6%	40.3%	35.0%	32.5%	应收账款	633	2,014	2,308	3,250	4,388	5,815
营业成本	-3,618	-3,861	-4,863	-6,876	-9,065	-12,022	存货	2,077	3,477	4,515	5,652	7,450	9,881
% 销售收入	45.6%	34.7%	31.3%	31.5%	30.8%	30.8%	其他流动资产	106	249	413	566	719	926
毛利	4,315	7,269	10,678	14,932	20,376	26,996	流动资产	8,742	13,283	21,370	31,048	43,670	61,607
% 销售收入	54.4%	65.3%	68.7%	68.5%	69.2%	69.2%	% 总资产	64.8%	63.7%	74.5%	81.1%	85.8%	89.5%
营业税金及附加	-566	-799	-1,392	-1,810	-2,444	-3,238	长期投资	27	30	33	33	33	33
% 销售收入	7.1%	7.2%	9.0%	8.3%	8.3%	8.3%	固定资产	4,662	7,154	6,888	6,888	6,888	6,888
营业费用	-891	-1,164	-1,803	-2,290	-3,091	-4,097	% 总资产	34.5%	34.3%	24.0%	18.0%	13.5%	10.0%
% 销售收入	11.2%	10.5%	11.6%	10.5%	10.5%	10.5%	无形资产	61	376	372	300	300	300
管理费用	-589	-839	-1,562	-1,963	-2,650	-3,512	非流动资产	4,755	7,566	7,304	7,232	7,232	7,232
% 销售收入	7.4%	7.5%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%	% 总资产	35.2%	36.3%	25.5%	18.9%	14.2%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	2,269	4,467	5,921	8,869	12,192	16,149	资产总计	13,496	20,849	28,674	38,280	50,902	68,839
% 销售收入	28.6%	40.1%	38.1%	40.7%	41.4%	41.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	160	110	192	0	0	0	应付账款	1,175	4,955	8,009	10,703	14,427	19,121
% 销售收入	-2.0%	-1.0%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	865	1,308	2,280	3,663	3,397	4,503
资产减值损失	0	-9	-15	0	0	0	流动负债	2,040	6,264	10,288	14,366	17,824	23,624
公允价值变动收益	0	16	-7	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3	3	其他长期负债	0	5	19	19	19	19
% 税前利润	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,040	6,269	10,307	14,383	17,843	23,643
营业利润	2,431	4,587	6,095	8,872	12,194	16,151	普通股股东权益	11,380	14,275	18,101	23,363	32,161	43,815
营业利润率	30.6%	41.2%	39.2%	40.7%	41.4%	41.4%	少数股东权益	76	305	265	531	897	1,382
营业外收支	-32	19	-25	0	0	0	负债股东权益合计	13,496	20,849	28,674	38,280	50,902	68,839
税前利润	2,399	4,606	6,070	8,872	12,194	16,151	比率分析						
利润率	30.2%	41.4%	39.1%	40.7%	41.4%	41.4%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-569	-1,139	-1,508	-2,205	-3,030	-4,014	每股指标						
所得税率	23.7%	24.7%	24.8%	24.9%	24.9%	24.9%	每股收益 (元)	0.477	0.855	1.158	1.686	2.318	3.070
净利润	1,830	3,467	4,562	6,667	9,164	12,138	每股净资产 (元)	2.998	3.761	4.768	6.155	8.473	11.542
少数股东损益	19	222	167	266	366	485	每股经营现金净流 (元)	0.520	1.595	2.029	2.034	2.811	3.654
归属于母公司的净利润	1,811	3,245	4,395	6,401	8,798	11,653	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	22.8%	29.2%	28.3%	29.4%	29.9%	29.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.91%	22.73%	24.28%	27.40%	27.36%	26.60%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	13.42%	15.56%	15.33%	16.72%	17.28%	16.93%
净利润	1,830	3,467	4,562	6,667	9,164	12,138	投入资本收益率	31.50%	48.12%	106.44%	294.52%	483.63%	7585.93%
少数股东损益	0	0	0	266	366	485	增长率						
非现金支出	436	692	778	0	0	0	营业总收入增长率	8.25%	40.29%	39.64%	40.33%	35.00%	32.53%
非经营收益	1	-16	-3	-3	-3	-3	EBIT 增长率	8.73%	96.83%	32.55%	49.80%	37.46%	32.46%
营运资金变动	-294	1,911	2,366	1,056	1,508	1,734	净利润增长率	23.27%	79.20%	35.46%	45.63%	37.45%	32.45%
经营活动现金净流	1,973	6,054	7,703	7,987	11,035	14,354	总资产增长率	16.63%	54.48%	37.53%	33.50%	32.97%	35.24%
资本开支	106	985	461	-72	0	0	资产管理能力						
投资	0	-3,273	0	0	0	0	应收账款周转天数	0.3	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0
其他	1	1	-3	3	3	3	存货周转天数	195.9	262.5	299.9	300.0	300.0	300.0
投资活动现金净流	-106	-4,257	-464	75	3	3	应付账款周转天数	3.4	13.1	14.8	14.0	14.0	14.0
股权募资	0	11	13	0	0	0	固定资产周转天数	207.2	184.8	156.3	106.7	79.0	59.6
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-3	-190	-661	-349	-1,139	0	净负债/股东权益	-51.79%	-51.90%	-77.07%	-90.40%	-94.18%	-99.58%
筹资活动现金净流	-3	-179	-648	-349	-1,139	0	EBIT 利息保障倍数	-14.2	-40.7	-30.8	—	—	—
现金净流量	1,865	1,618	6,591	7,712	9,898	14,357	资产负债率	15.12%	30.07%	35.95%	37.58%	35.05%	34.34%

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。