

消费品及服务 - 食品

中价位酒放量成为关键

—五粮液 (000858) 跟踪报告

2011 年 9 月 30 日

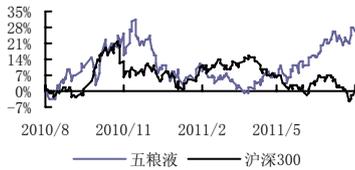
评级: 买入

| 市场数据 | 2011 年 9 月 30 日 |
|--------------|-----------------------------|
| 当前价格 (元) | 36.30 |
| 52 周价格区间 (元) | 30.63-40.77 |
| 总市值 (百万) | 137793.59 |
| 流通市值 (百万) | 137777.41 |
| 总股本 (百万股) | 3795.97 |
| 流通股 (百万股) | 3795.52 |
| 日均成交额 (百万) | 876.12 |
| 近一月换手 (%) | 8.85% |
| Beta (2 年) | |
| 第一大股东 | 宜宾市国有资产经营有限公司 |
| 公司网址 | http://www.wuliangye.com.cn |

| 预测指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 15541 | 21826 | 27463 | 33395 |
| 净利润 (百万元) | 4395.36 | 6251.14 | 9216.91 | 11243.02 |
| 每股收益 (元) | 1.16 | 1.65 | 2.43 | 2.96 |
| 净利润增长率% | 35.46% | 42.22% | 47.44% | 21.98% |
| 每股净资产 (元) | 4.77 | 6.12 | 8.20 | 10.64 |
| 市盈率 | 34.24 | 24.08 | 16.33 | 13.39 |
| 市净率 | 8.32 | 6.48 | 4.83 | 3.73 |
| EV/EBITDA | 22.69 | 15.05 | 10.35 | 8.59 |

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|--------|---------|---------|---------|
| 五粮液 | 1465.14 | 4935.38 | 7138.77 |
| 沪深 300 | -6.74% | -6.72% | 2.18% |

梁希民

执业证书号 S1030510120001

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

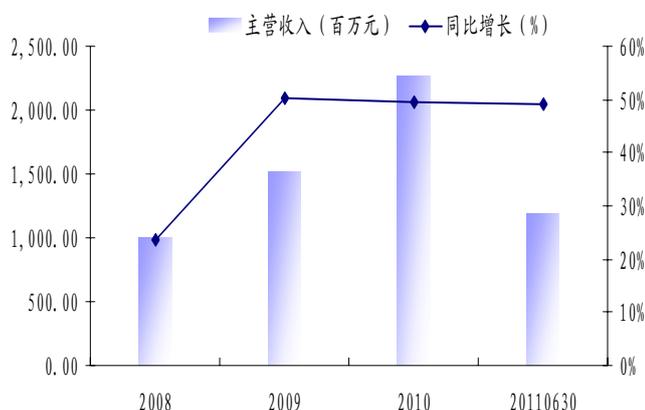
本人, 梁希民, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 2011 年中期业绩好于预期, 中低价酒的放量为市场带来惊喜。由于浓香型白酒的工艺特点, 公司的高、中低档酒的出酒量占比分别达到 10-15%、60-70%和 15-25%。中档酒的销量很大程度上制约着五粮液高档酒的产能和销量。2011 年上半年, 公司营销改革初见成效, 中低价酒收入增长(46.74%)超越于高价酒(36.73%)。中低价酒的销售放量也将为高价酒的产量提高打开空间。
- 公司在营销管理上进行了更加精细化的调整。加大团购和定制酒的比重、加强中端酒的营销力度, 渠道逐步下沉, 营销将更为主动, 终端把控能力有所增强。
- 未来五年的五粮液将是怎样的? 预计 2015 年的销售收入和产量分别为 2010 年的 2.57 倍和 1.82 倍。如果 2011 年的收入增长保持在 40%的水平, 则 2012 年-2015 年要实现销售目标, 公司收入的年复合增长率为 16.4%。预计公司产品年均价格增长 10%, 销量增长可达 20%。如果华东销售中心的销售模式较为成功并可复制到全国, 中价位酒的销售短板得到弥补, 公司的高中价位酒的销量将超出市场预期。
- 盈利预测与投资评级。预计贵州茅台 2011 年和 2012 年的每股收益为 1.64 元和 2.43 元, 对应的市盈率为 22.13 倍和 14.94 倍, 略低于同行业可比公司的平均水平 (11 年 28.26 倍、12 年 21.14 倍)。考虑到公司未来经营业绩较为明确, 管理层释放业绩的动力较强, 给予“买入”的投资评级。
- 风险提示: 宏观经济波动可能引发高端酒销量下滑超预期; 政府限价可能导致白酒涨价幅度低于预期。

中低价位酒的放量给市场带来惊喜

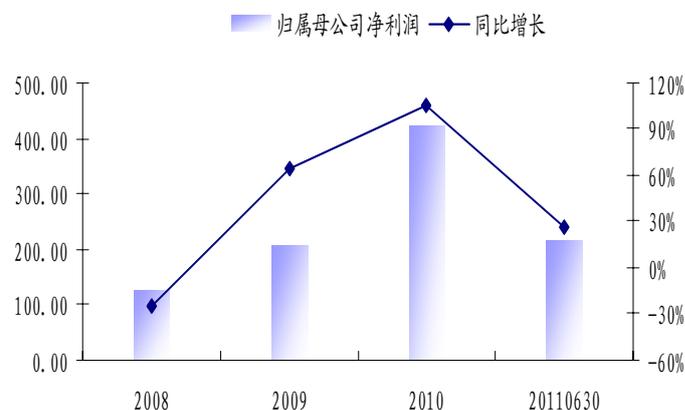
2011 年中期业绩好于预期。公司实现营业收入 105.95 亿元、营业利润 46.04 亿元、净利润 34.91 亿元，分别同比增长 39.84%、49.13%，48.98%。实现每股收益 0.48 元，超过市场预期。上半年，公司销售收入增长幅度大于五粮液系列酒销量同比增长 30.50%，“五粮液”酒供不应求，生产经营呈现淡季不淡、旺季将更旺的态势。而产品结构的调整也使得公司的销售收入增长大于销量增长。公司综合毛利率下降 1.27 个百分点至 66.12%，但期间费率下降，导致营业利润超过收入增长。同时销售费用率和管理费用率的下降导致净利润增长明显超过收入增长。

Figure 1 近年销售收入及增长 单位: 百万元、%



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 近年净利润及增长 单位: 百万元、%



资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

中低价位酒收入增长达 47.7%。由于浓香型白酒的工艺特点，公司的高、中低档酒的出酒量占比分别达到 10-15%、60-70%和 15-25%。中档酒的销量很大程度上制约着五粮液高档酒的产能和销量。2011 年上半年，公司营销改革初见成效，中低价酒的量价增长理想：高价位酒和中低价位酒的收入增长分别达到 36.73%和 46.74%。中低价酒的销售放量也将为高价酒的产量提高打开空间。

Figure 3 公司主要产品

| | 主要产品 | 终端价格 (元) |
|------|-----------------------------------|-----------|
| 高档产品 | 五粮液、永福酱酒 | 1100-1300 |
| 中档产品 | 六和液、五粮春、五粮醇、金六福 (买断品牌)、浏阳河 (买断品牌) | 50-500 |
| 低档产品 | 尖装、散酒 | 10-50 |

资料来源: 世纪证券研究所

营销模式和营销策略发生改变

公司在营销方面逐步精细化。最早一个省就是一个糖酒公司，之后为大区制的，每个大区管理很多品牌。04、05年公司成立了品牌事业部，2010年我们又成立了华东营销中心。公司的营销模式逐步与消费者和客户需求对接。公司2011年提出“做精做强高端产品，做大做活中端产品，做实做稳低端产品”。为此，公司在营销方面进行更为精细化的调整：

加大团购和定制酒的比重。公司2011年上半年的团购和定制酒的销量增长20—30%，团购和定制酒的销量占比达到10%左右。由于公司团购价于2010年9月底上涨40元至569元/瓶，团购价较出厂价高60元，加大该方面的销售有利于公司盈利的提高。同时，团购和定制酒量增大，使得流通领域的酒量减少，有利于终端价格的控制和稳定，因此加大团购与经销商的利益也并不矛盾。预计公司未来将继续提高团购和定制酒的比重，经销商的计划内发货量占比将有所下降，团购量的提高带动高档酒五粮液吨酒价格提升。

加强中端酒的营销力度。由于公司的酿酒工艺特点，中价位酒的出酒量较大，中价位酒的销量一直制约着高档酒的产量并成为销售短板。因此，积极运作中价位酒成为工作的重中之重，公司销售对中价位品牌提出了更高的增长要求。对经销商的考核也主要集中到系列酒方面，超额完成任务后通过给予更多五粮液酒配额的方式对经销商激励。公司跟所有的总经销商签订了硬性指标协议，完不成任务80%的给予警告，明年再完不成任务就取消其经销商资格；今年1-8月所有的品牌事业部全面完成了任务（往年总有个别品牌事业部任务不能达标），而且全部超额完成。

公司成立华东营销中心也是对中价位酒销售模式改革进行探索。华东地区是公司的重点销售区域，涵盖鲁、皖、苏、浙、沪五省市，销量大约占公司的1/3左右，公司在华东设立了营销中心作为试点，给予营销中心更多的快速反应能力和决策权力。渠道逐步下沉，营销将更为主动，终端把控能力也将有所增强。一旦成功将迅速复制至全国。

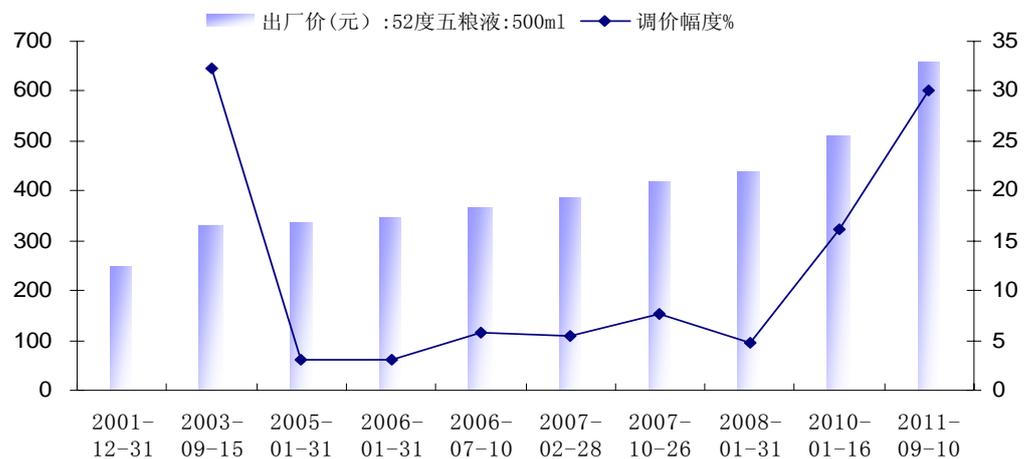
继续精简梳理品牌。近年公司一直在主动收缩品牌，通过与总经销商签订硬性指标协议的方式，对其销售指标进行约束，砍掉销售不利的老品

牌。总品牌数量在未来要保持下降。预计公司未来在开发品牌上将越来越谨慎，对自有核心品牌的资源倾斜力度也将加大。

提价将直接带来收益

公司五粮液产品出厂价自9月10日起上调150元至659元(幅度29%)，终端指导价上调至1109元(幅度25%)，团购价上调120元至689元(幅度21%)。预计系列酒仍将有所不同幅度提价：五粮液系列酒价位偏低，年初以来生产成本出现了较大幅度的上涨，主品牌五粮液价格上调后，预计系列酒还将有不同幅度提价。产品提价将直接提高2012年的销售收益。

Figure 4 52度五粮液的提价历程



资料来源：世纪证券研究所

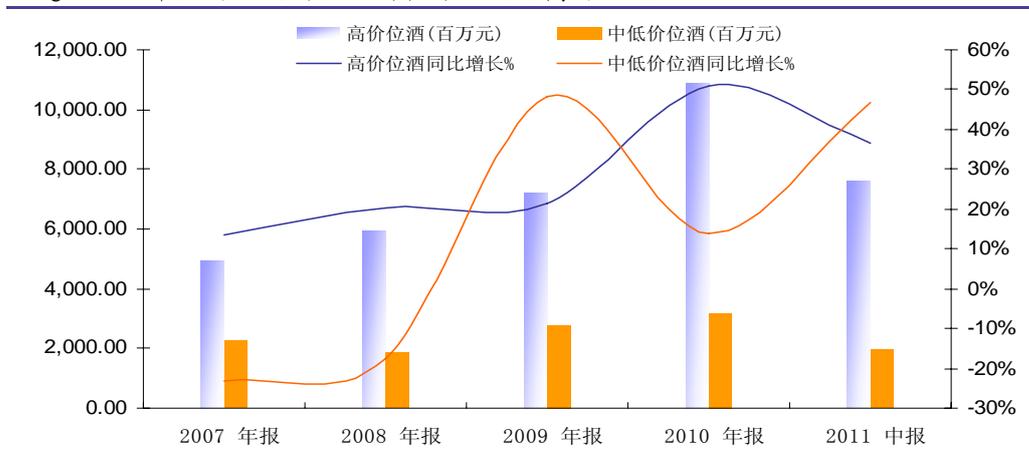
未来五年的五粮液将是怎样的？

未来五年，销量、收入、利税将翻番。公司提出“十二五”发展战略目标：做世界蒸馏酒的领导者。其发展战略可概括为12个字：提升品牌、优化结构、整合资源。2015年，将实现白酒销量20万吨、收入400亿，利税不低于200亿。公司2010年的销量、收入和利税总额分别为11万吨、155.4亿元和93亿元，根据战略规划测算，2015年的销量将达到1.82倍，销售收入和利税分别为2010年的2.57倍和2.15倍。

2012年-2015年销售收入的复合增长率为16.4%。如果2011年的收入增长保持在中期的40%水平，则2012年-2015年要实现16.4%的年复合增长才能实现销售目标。预计增长仍将来自销量和价格的提高。

☆ 销量增长看中价位酒的放量。公司目前的白酒产能为 40 万吨，2010 年产量为 11 万吨，预计 2011 年产量为 13 万吨。与茅台酒不同，五粮液的产能并不构成产量的瓶颈。由于公司中价位酒的产量较大，而前几年中价位酒的销售并不如意，中价位酒的销量始终制约着高价酒的产量。新领导班子上任后加大了营销的改革力度，中价位酒收入增长开始超过高价酒。如果华东营销中心模式成功并复制到全国，则中价位酒的销售短板得到弥补，公司的高中价位酒的销量将超出市场预期。

Figure 5 中低价位酒的收入增长开始超越高价酒



资料来源：WIND 资讯；世纪证券研究所

☆ 产品价格的上涨还能否持续？近五年，五粮液及其系列酒的价格呈现快速上涨的态势，2011 年 9 月 10 日起，公司对五粮液酒产品出厂价进行调整，上调幅度约 20%-30%，略超市场预期。高端白酒价格的上涨空间主要来自于两方面：经济发展水平及消费升级；竞品尤其是洋酒价格的快速上涨的推动。考虑到公司主要产品仍供不应求，中端酒不断提升产品结构等，预计未来五粮液系列酒的出厂价每年仍可提高 10% 左右。

产品结构不断优化。

在高档酒方面，五粮液高价酒供不应求，如果不考虑中价位酒的放量所打开的空间，仅依靠窖池的逐年老熟和较强管理方面的措施，高价酒的产量增长约为 10-15%。同时公司 2010 年 4 季度推出永福酱酒，该酒从十年前开始生产储存，目前产能达到 2.7 万吨。2011 年 1-8 月销售 500 吨，预计全年将完成 800-1000 吨，永福酱酒由银基总代理，终端零售价 1280 元左右。公司计划十二五期间，酱酒的销量将达到 3000

吨，销售收入达到几十个亿。市场对酱酒预期不高，若后续推广成功将是锦上添花。

中价位酒方面，把重点品牌梳理后，重点品牌重点支持重点打造。五粮醇在华东区、山西、陕西、河南、北京等地的销售已打开局面，预计2011年的销售增长达到58%。

收购兼并是公司资本运作的思路之一。2011年中期，公司现有账面现金182亿，扣除82亿预收款后仍有100亿现金。基于白酒行业未来走向整合的趋势以及公司提高资金使用效率的需要，五粮液的整合也要走出去，进行资本运作。收购兼并是公司资本运作的思路之一。目前，公司选择收购的标的主要是：品牌在其区域内有优势、营销团队很强、有很好的品牌、社会资源、当地政府的支持。五粮液将通过输送优良的基酒对其进行整合和嫁接。目前公司已有初步接触的项目，但是现在还没到信息披露的时间段。

业绩释放动力明确。宜宾市政府对公司的管理层从2011年开始进行每年一次业绩考核，三年一次管理层任期考核。考核主要包括经济指标、综合指标和市值指标等三方面。可以预见，由于集团领导换届，十二五开局，以及同业其他公司的业绩增长比较等方面的压力，公司释放业绩的动力明确。因管理层个人利益与公司业绩、资本市场表现挂钩，公司也将更加尊重和重视资本市场的意见和建议，加强与资本市场的互动和交流，增大公司透明度。

Figure 6 管理层主要考核指标

| | 占比 | 主要分项指标 |
|------|-----|---------------------------------------|
| 经济指标 | 80% | 净资产收益率、总资产报酬率、营业收入增长率、国有资产保值增值率、资产周转率 |
| 综合指标 | 10% | 经济运行、战略管理、投融资及管理、重大事项的决策和报告、安全生产责任等 |
| 市值指标 | 10% | 公司股价相对于大盘的涨幅，相对于食品饮料行业的涨幅等，占10%。 |

资料来源：政府文件、世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

Figure 7 公司主要产品预测

| | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | | | | | |
| 酒类 | 10,005 | 14,081 | 19,640 | 25,021 | 30,660 |
| 化工 | 0 | 12 | 2,000 | 2,200 | 2,420 |
| 防伪防震材 | | | | | |
| 料 | 0 | 0 | 100 | 130 | 169 |
| 合计 | 11,073 | 15,423 | 21,826 | 27,463 | 33,395 |
| 毛利率 | | | | | |
| 酒类 | 71.3 | 74.6 | 72.1 | 72.1 | 72.1 |
| 化工 | 0.0 | 13.6 | 9.2 | 9.2 | 9.2 |
| 防伪防震材 | | | | | |
| 料 | 0.0 | 0.0 | 19.5 | 19.5 | 19.5 |
| 合计 | 65.5 | 69.1 | 65.8 | 66.5 | 67.0 |

资料来源: WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 盈利预测

| 项目(单位:百万元) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 一、营业利润 | | | | | |
| 营业收入 | 11129 | 15541 | 21826 | 27463 | 33395 |
| 减: 营业成本 | 3,861 | 4,863 | 7,457 | 7,457 | 9,188 |
| 减: 营业税金及附加 | 799 | 1,392 | 1,826 | 2,351 | 2,837 |
| 减: 营业费用 | 620 | 621 | 2,449 | 3,117 | 3,776 |
| 减: 管理费用 | 839 | 1,562 | 1,746 | 2,197 | 2,672 |
| 减: 财务费用 | -110 | -192 | -292 | -414 | -621 |
| 加: 投资净收益 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 加: 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 4587 | 6095 | 8631 | 12742 | 15532 |
| 二、利润总额 | | | | | |
| 加: 营业外收入 | 21 | 51 | 41 | 44 | 43 |
| 减: 营业外支出 | 2 | 75 | 39 | 57 | 48 |
| 加: 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 4606 | 6070 | 8633 | 12729 | 15527 |
| 三、净利润 | | | | | |
| 减: 所得税 | 1,139 | 1,508 | 2,145 | 3,163 | 3,858 |
| 加: 未确认的投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 加：其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 3467 | 4562 | 6488 | 9566 | 11669 |
| 四、归属于母公司所有者净利润 | | | | | |
| 减：少数股东损益 | 221.9 | 166.7 | 237.1 | 349.6 | 426.4 |
| 加：其他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 归属母公司净利润 | 3245 | 4395 | 6251 | 9217 | 11243 |
| 五、股利分配 | | | | | |
| 总股本 | 3,796.0 | 3,796.0 | 3,796.0 | 3,796.0 | 3,796.0 |
| EPS(摊薄、元) | 0.85 | 1.16 | 1.65 | 2.43 | 2.96 |

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

估值及投资评级

公司目前的估值水平处于合理范围。预计贵州茅台 2011 年和 2012 年的每股收益为 1.64 元和 2.43 元，对应的市盈率为 22.13 倍和 14.94 倍，略低于同行业可比公司的平均水平（11 年 28.26 倍、12 年 21.14 倍）。考虑到公司未来经营业绩较为明确，管理层释放业绩的动力较强，给予“买入”的投资评级。

Figure 9 估值比较

| 代码 | 公司 | EPS | | PE | | 股价 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | | 2011E | 2012E | 2011E | 2012E | |
| 000568 | 泸州老窖 | 2.05 | 2.70 | 18.98 | 14.41 | 38.90 |
| 600519 | 贵州茅台 | 7.64 | 10.67 | 24.95 | 17.86 | 190.59 |
| 600779 | 水井坊 | 0.64 | 0.77 | 34.23 | 28.45 | 21.91 |
| 600809 | 山西汾酒 | 2.07 | 3.03 | 34.89 | 23.83 | 72.22 |
| 000596 | 古井贡酒 | 2.41 | 3.79 | 35.54 | 22.60 | 85.65 |
| 平均 | | 3.10 | 4.29 | 28.26 | 21.14 | 80.91 |
| 000858 | 五粮液 | 1.64 | 2.43 | 22.13 | 14.94 | 36.3 |

注：股价为 9 月 30 日的收盘价计算。

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济波动可能引发高端白酒销量下滑超预期。
- 2、政府限价可能导致白酒的涨价幅度低于预期。
- 3、食品安全风险。

附件：部分调研问题

问题：1、白酒行业发展的黄金十年是否还会继续？十二五期间，行业内公司纷纷加大投资力度，白酒行业何时走向饱和？

彭智辅总：中国经济的快速发展为白酒提供了良好的发展机遇，白酒行业的发展仍依赖于经济的发展。未来5年行业发展究竟会怎么样，还是看十八大的基调。白酒行业过度投资的状况将会受到惩罚。这几年除了五粮液没有在生产上做了较大的投资之外，其他白酒企业都在投资。2010年白酒销量为850万吨，而过去几年最低有300万吨，预计总量达到1000万吨时，行业将出现整合，市场出现优胜劣汰的局面。消费者会最终会选择适合自己的几个知名品牌。

问题：2、高端白酒价格的天花板在哪里？

彭智辅总：白酒价格的高低取决于两方面：一、是宏观经济发展所带动的消费水平的提升；二、洋酒品牌的价格涨幅。最近，洋酒品牌的调价幅度远超国内，轩尼斯已达到2000-3000元，拉菲在6000元-到上万元，打开了高端酒的价格空间。与洋酒相比，国内高端酒的性价比还是比较高的。

问题：3、行业的深度分销模式是否持续有效？

彭智辅总：任何行业的发展在逐步成熟的过程中，竞争将变得愈加有序，品牌和品质才是支撑行业发展的根本。深度分销将会增加成本，有成功、也有不成功的。如果所有的公司都采用这种模式，终端销售将会变成怎么的竞争甚至混乱！盲目做深度分销就显得不理智。

五粮液的销售过去过度依赖经销商，现在在逐步改变，加大终端的控制力度，努力掌控经销商。

问题4、茅台公司和洋河股份都发展较快，公司是否感觉有压力？

肖祥发总：茅台和五粮液就像两个赛跑的兄弟，这些年始终交互领先。04年以前，五粮液的销量与茅台销量之比为8:1，五粮液的价格为茅台的1.5倍。近几年，茅台宣传定位上比较成功：一是倡导茅台有益健康，保肝护肝；二是定位为国酒茅台，市场比较认同，价格提升很快。实际上，茅台对市场的掌控能力还是要更差一些。之前五粮液出厂价一

直都比茅台高，去年底茅台提价之后第一次超过五粮液。公司目前要求五粮液终端指导价到 1109, 39 度到 1009; 高度 1618 到 1309, 低度 1618 到 1209。公司希望我们市场价格的差距与茅台逐步缩小。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.