

# 两高一低第一股 剑指白酒新帝国

## ——五粮液（000858）调研快报

2012年8月10日

强烈推荐/维持

五粮液

调研快报

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynliw999@hotmail.com">yynliw999@hotmail.com</a>	执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017	
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063	Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

### 事件:

近期我们参加了五粮液在深圳举办的投资者交流会,并与公司领导就集团公司和股份公司发展战略以及市场销售情况进行了交流。

### 主要观点:

**1.新管理层带来新变化,五粮液集团获得 20.07%股权形成股份公司治理结构积极变化预期。**集团和股份公司之间的股权划拨是一个“双赢”的过程,首先集团公司获得股份公司的股权后将会加大对股份公司的支持;其次股权划拨后有利于集团公司建立融资平台,成立财务公司,实现集团多元化发展。同时,集团获得了 20.07%的股份公司的股权后,将对其“十二五末”完成 1000 亿的收入规模形成强大的支撑。

**2.在一线白酒中的高成长趋势和优势已经确立,高中端酒需求旺盛,腰部发力在即。**目前公司已预告中期业绩同比增长 50.07%,超出市场预期。公司业绩高速增长的主要原因 11 年 9 月份提价因素的体现以及公司高中端酒终端需求比较旺盛。上半年在经济增速趋缓,高档白酒消费受政策影响较大的情况下,五粮液系列酒销量实现同比增长 35%左右,终端需求得到稳定。下半年为白酒消费的旺季,在高端白酒终端需求稳中有升的情况下,再加上中端酒的放量(六和液、五粮春、五粮醇等销售情况良好)和产品提价(团购价和新晋经销商进货价都有提升),我们认为未来公司在一线白酒中的高成长趋势和优势已经确立。

**3.营销改革将会继续深化,市场化及服务将空前提升。**营销体制改革一直是公司的重点,未来公司将会建立现代化的营销模式:华东营销中心升级为华东销售公司,并充分借鉴华东营销中心的经验,继续在华北(比如成立北京五粮液销售公司)、西南等成立 2 个直营公司。华东营销中心一直是公司营销改革的试点,未来通过成立华东、华北以及西南营销公司等营销改革措施,能比较彻底解决市场终端销售和服务不及时和不到位问题,比如快速反应、市场协调、精细化服务、激励机制、团队建设等。这次营销体制变革是公司经过很多市场调研以及对竞争对手优点分析得出的,这将是公司历史上最彻底的变革,而并不会停留在简单组织结构形式上的变化。改革后,公司的销售体制将更接近市场运作,公司中端以及中价位产品的市场占有率将会得到大幅提升。

**4.与公司立志十二五完成白酒销售 500 亿元+兼并收购 100 亿元合计 600 亿元销售收入、十三五完成 1000 亿元收入相比,目前估值严重偏低。**根据公司的战略规划,到 2015 年商品酒销量达到 25 万吨-30 万吨,股份公司实现收入 600 亿以上规模(集团 1000 亿元);到“十三五”末,股份公司争取达到 1000 亿的收入规模。公司“十二五”末 600 亿元收入规模可分解为:首先白酒销售 500 亿元+兼并收购 100 亿元=600 亿元。2011 年公司收入为 203.5 亿元,如果每年复合增长率达到 25%以上,到 2015 年白酒销售便可完成 500 亿元收入。每年复合增长 25%,对公司来讲,难度不大,因此 2015 年完成 500 亿元收入也只是时间问题。兼并收购方面,宜宾市委及企业领导已完成大规模考察,力争今年有所突破。其次是区域销售深化。树立

10个重点省份、直辖市，平均收入规模达到30个亿，总量达到300亿；建立3个大本营，平均收入40亿，总量120亿；20个区域市场，平均收入10个亿，总量达到200亿。覆盖30%的团购市场，团购占比提升到25%。**第三现有品牌产品实现收入30%以上的复合增长率**：突破系列酒，10亿以上战略品牌2个，5亿以上5个，1亿以上10个，常规品牌20个，并且到2015年五粮液一级酒销量达到2.5-3万吨。

为了在2015年完成600亿元收入规模，公司已经从以下三个方面进行战略规划：**首先是产能准备**，五粮液产能已经全部恢复，并会逐步提升优质率；**其次是渠道准备**，重点区域、重点品牌、重点打造、重点发展、重点支持，并与国家大型渠道签订战略目标，保证目标的完成；**第三是机制（尤其是营销体制）改革**。

如果2015年公司的收入达到能达到600亿元，复合增长可达32%以上，因为有提价因素，因此净利润增速肯定要高于收入增速。而目前公司的估值只有15倍左右，PEG小于0.5，因此我们认为目前公司的估值严重偏低。

**5.公司未来将进一步加强市值管理，争取做成白酒市值最大公司。**目前市政府国资委已经确立公司高层管理业绩考核指标，分3部分：**首先为经济指标**，占比80%：包括资产收益率、总资产报酬、国有资本保值、销售收入增长，总资产周转率；**其次是综合指标**，占比10%：包括经济运行，战略管理，重大决策、食品安全等；**最后为市值考核**，占比10%：将参考大盘涨跌，酒类上市公司市值等。该考核机制确立后，公司市值将会作为公司管理层一个重要的考核指标，管理层也有信心把公司打造成酒类市值第一名。

### 盈利预测与评级：

公司未来将成为国内惟一浓酱兼皆有、高中低端产品十分丰富、风险抵御与成长兼具的白酒新帝国，在白酒行业里堪称产品结构最完善、香型最典型、业绩最稳定、增长最确定的企业。随着集团公司与股份公司股权结构逐渐清晰化，内部治理结构将实质性迈上新台阶；公司已经着手进行营销体制改革和产品线的梳理、进一步提升激励水平以及开展区域兼并收购，力争在2015年达到600亿元的收入规模，因此我们认为公司已成为白酒行业最具“两高一低”（高成长性、高确定性和低估值）的投资标的。预计公司12-14年EPS2.46元、3.54元以及5.09元，12年对应的PE不到15倍，估值优势明显。12年目标价55元，提升空间超50%，继续强烈推荐。

### 风险提示：

假如三公消费有关政策明确出台细则，明确宣布五粮液为公款限制性消费品种，则会较大影响公司业绩。

表 1：公司 2012-2014 年盈利预测表

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,541.30	20,350.59	27,066.29	33,832.86	42,291.08
(+/-)	39.64%	30.95%	33.00%	25.00%	25.00%
经营利润（EBIT）	6,094.75	8,496.94	12,996.07	18,356.95	25,240.81
(+/-)	32.88%	39.41%	52.95%	41.25%	37.50%
净利润	4,395.36	6,157.47	9,354.98	13,447.78	19,331.19
(+/-)	35.46%	40.09%	51.93%	43.75%	43.75%
每股净收益（元）	1.16	1.62	2.46	3.54	5.09
市盈率（倍）	31.59	22.55	14.84	10.33	7.18

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

## 联系人简介

---

### 李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。