

## 改革朝预期方向推进，穿越周期牛股隐现

### 买入维持

目标价格：45 元

#### 事件：

8月7日公司召开2012年投资者交流会，集团董事长唐桥、股份公司董事长刘中国、副总经理朱中玉以及董秘彭智辅与投资者就未来战略和营销改革进展进行交流。

#### 报告摘要：

- **白酒行业调整期为公司提供行业整合、提高占有率的机遇。**白酒行业增速下滑，面临新一轮调整期。竞争的日渐激烈和利润率的下滑，大量竞争力不强的中小企业将被清洗出局。五粮液作为龙头企业，一方面得以填补剩余的空白提高占有率，一方面通过兼并收购增强实力。
- **公司在四川政府支持下，确立千亿战略目标。**公司力争在“十二五”实现销量25-30万吨，收入超过600亿元，其中500亿来自于内生增长，100亿来自于收购地方品牌的外延扩张；在“十三五”中期实现1000亿目标，成为世界性白酒企业。
- **营销改革思路确立，效果值得期待。**公司已形成完整的营销改革方案，除产品线全覆盖、重点打造优势品牌、发力团购和直营渠道、宣传手段更务实外，最重要的营销体制改革复制华东模式，采用营销中心+销售公司的模式解决快速反应、服务、激励和团队的问题。
- **股权理顺扫平内部发展障碍。**集团持股后，集团、上市公司、股东利益一致，唐桥表态将全力支持股份公司发展，并且自己要承担责任。集团将通过分工而不是关联交易从上市公司获取收益，此举将提高分红率对股价形成支持。最后，公司计划搭建融资平台，提高账面大量闲置资金的收益率。
- **盈利预测、估值与投资建议：**维持深度报告《蜕变中的一线龙头，价值被低估》中的盈利预测，预计2012-2014年收入分别为280亿元、350亿元、435亿元，同比增长38%、25%和24%，归属母公司的净利润分别为86.8亿元、109.7亿元、136.3亿元，同比增长41%、26%和24%，对应EPS分别为2.29元、2.89元和3.59元。给予20X12PE/15X13PE，12个月内目标价位43-45元，给予“买入”评级。

#### 食品饮料行业

#### 分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

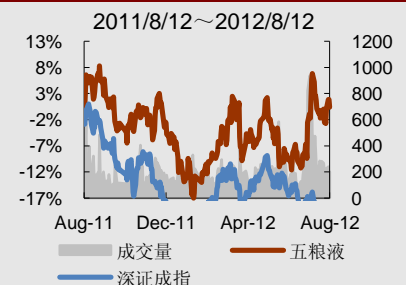
#### 联系人：

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

#### 市场表现



#### 相关研究

1 《五粮液(000858) 宏源证券-动态跟踪报告-五粮液：中报高增长，估值待修复-000858-食品饮料-苏青青》，2012.7

2 《五粮液(000858) 宏源证券-公司研究-五粮液：蜕变中的一线龙头，价值被低估-000858-食品饮料-苏青青》，2012.7

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,541.3	20,350.6	28,071.1	35,027.5	43,460.4
YoY	39.6%	30.9%	37.9%	24.8%	24.1%
净利润	4,395.4	6,157.5	8,676.8	10,969.3	13,626.8
YoY	35.46%	40.09%	40.91%	26.42%	24.23%
EPS (元)	1.158	1.622	2.286	2.890	3.590
净利率	29.4%	31.4%	32.7%	33.2%	33.3%

## 目录

<b>一、</b>	<b>白酒行业“危”、“机”并存，公司受益行业整合</b>	<b>4</b>
1、	白酒进入行业调整期，下半年将逐渐显现	4
2、	行业冬天利好龙头企业，公司受益于集中度提升	4
<b>二、</b>	<b>加强营销、兼并收购，实现千亿战略目标</b>	<b>5</b>
1、	目标确定：三年 600 亿，五年 1000 亿	5
2、	营销改革思路理顺，系列酒增长有望超预期	6
3、	兼并收购抓住行业调整的外延扩张机会	8
<b>三、</b>	<b>营销改革和股权理顺打开市值增长空间</b>	<b>8</b>
1、	复制华东模式，提高营销水平，保障业绩增长	8
2、	股权理顺奠定发展基础，提升估值	9
<b>四、</b>	<b>估值及投资建议</b>	<b>11</b>
1、	盈利预测	11
2、	相对估值及投资建议	11

## 图表

图 1: 调整期为龙头企业提供发展机遇, 在兴盛期迎来高速增长.....	5
图 2: 随着白酒价格拐点出现, 行业盈利下降导致进入整合周期.....	5
图 3: 酱香崛起, 浓清酱三大香型趋向均衡.....	7
图 4: 五粮液欲在酱香市场分一杯羹.....	7
图 5: 五粮液营销体系由品牌事业部制变为区域事业部制.....	8
图 6: 股权划转前股权结构图 .....	10
图 7: 股权划转后股权结构图 .....	10
图 8: 五粮液今后将不再通过关联交易输送利润.....	10
图 9: 大量账面现金的利用成为白酒企业的困扰.....	11
图 10: 五粮液账面现金利息回报率很低.....	11
图 11: 五粮液分红率与其他一、二线白酒相比较低.....	11
图 12: 可比上市公司 PE 估值一览表 .....	12
图 13: 分项目收入预测 .....	12
图 14: 三张财务报表分析摘要 .....	13

## 一、白酒行业“危”、“机”并存，公司受益行业整合

### 1、白酒进入行业调整期，下半年将逐渐显现

白酒行业高点已过。经济增长下滑，严控三公消费以及社会舆论，不同程度的导致了白酒消费群体和消费量的减少，预计今年下半年旺季将逐渐体现在经销商拿货积极性下降以及白酒厂家出货量下滑等方面：

- ◆ 政策是行业的决定性重要指标。1998 年建立许可证生产制度，对白酒广告严加限制（广告费不得税前扣除、黄金时间广告不得多于 4 条、广告费不得超过收入 20%），2001 年施行量价复合计税，行业增速均应声下滑。在国家廉政建设和规范三公消费的过程中，白酒消费将受到制约；
- ◆ 行业的轨迹离不开宏观经济背景的支持。白酒行业反映经济活动程度，过去与固定资产投资高度相关，在 2010 年固定资产投资见顶后，白酒行业高点也随之显现。靠投资拉动的经济增长不可持续，我国正在进行经济转型，从以往经验来看，转型期会影响原有需求，而新的需求尚未兴起，因此在转型期间难以再现过去 10 年的全行业高景气；
- ◆ 白酒行业产能急速扩张，要维持绝大部分企业的高盈利不现实。政府考核、资本压力以及过去行业的高景气使得企业大举扩张产能，10 家主要上市公司已公布的产能规划在“十二五”末较 2011 年产能增长超过 200%，在供需逐渐逆转的背景下，全行业高盈利难以维持；
- ◆ 渠道去库存将成为泡沫引爆的导火索。过去三年，行业形成了价格只涨不跌的循环时，白酒投资吸引了大量资本进入，其中大部分是投机分子。当今年白酒价格下跌时，投机分子会砍仓以规避风险。过去渠道积累了大量库存，一旦价格下跌，投机导致的负循环将开始，今年旺季厂家必将控制出货量帮助渠道清理库存，量价齐升的局面将结束。

### 2、行业冬天利好龙头企业，公司受益于集中度提升

白酒行业面临调整和整合。未来随着产能扩张和需求增速下降，行业过剩终将来临，届时行业竞争愈发激烈，行业利润率将下降，大量竞争力不强的中小型企业将被清洗出局：

- ◆ 白酒行业极度分散，全国白酒企业超过 1.3 万家，规模以上（2000 万收入）企业 1265 家，收入超过 100 亿元的仅 3 家，13 家白酒上市公司总收入仅占规模以上企业收入的 20%；
- ◆ 行业调整期是兼并收购、进行产业整合的好时机。行业高景气时期，企业盈利能力较强，收购成本较高；相反在行业调整期，中小企业由于品牌力较弱、品质较差，盈利能力大幅下滑，或破产倒闭，或被大企业兼并收购，收购成本远低于行业景气时期；

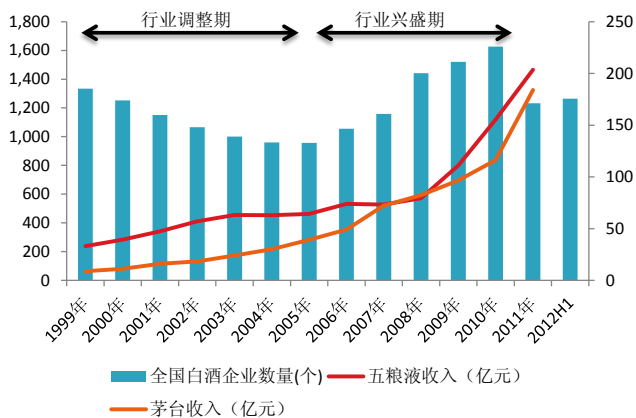
行业整合后通常是龙头企业受益。随着中小企业逐步退出市场，龙头企业可以获得更大的市场份额，随着市场集中度的提升，竞争的激烈程度也逐步减弱，行业利润率将重新回升，龙头企业可获得超额利润。从乳制品和啤酒的行业整合进程也可以证实，伊利、青啤等龙头企业是行业整合的赢家：

- ◆ 白酒行业在 1995-2004 年经历了调整期，虽然全行业白酒产量和收入下滑，但由于

企业数量迅速降低，五粮液和茅台等行业龙头获得机会抢占市场空白，收入并未下滑反而稳步提升。待到 2005 年白酒开始新一轮兴盛期后，龙头企业凭借更稳固的市场地位，获得远快于行业的发展；

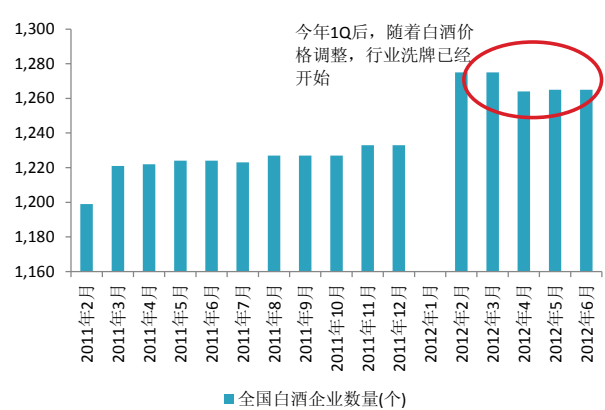
- ◆ 今年 1Q 后行业已进入整合周期。2011 年统计口径的改变为判断行业整合情况带来一些困难，但从 2011 年以来的月度数据中，我们发现 2011 年白酒的最后狂欢仍然吸引了新进入资本带动行业的扩张；但今年 1Q 行业遇冷，白酒价格下降后，企业数量持续下降，行业已经开始洗牌阶段。

图 1：调整期为龙头企业提供发展机遇，在兴盛期迎来高速增长



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：随着白酒价格拐点出现，行业盈利下降导致进入整合周期



资料来源：Wind，宏源证券研究所

五粮液的收购目的是扩大规模，消化系列酒的产能，五粮液拥有优质的基酒产能和丰富的品牌运作经验，在行业整合中拥有优势，可能成为最大受益者：

- ◆ 中小型酒企产品大多是浓香型，与五粮液香型一致。对于行业整合动机最强的三家企业（五粮液、茅台、洋河）而言，茅台几乎全部是酱香型白酒，缺乏浓香型的技术积累和运作经验，几乎不可能收购浓香型酒企；
- ◆ 五粮液优势在于拥有大量优质基酒产能，收购后输出品牌和品质，帮助地方品牌改造技术、提升品牌，依赖当地品牌和渠道解决系列酒的销售问题；而洋河的收购目标是寻找基酒产能，目标质地的千差万别将对洋河的品质形成威胁，且洋河缺乏“蓝色经典”系列以外其他品牌的运作经验；

## 二、加强营销、兼并收购，实现千亿战略目标

### 1、目标确定：三年 600 亿，五年 1000 亿

白酒行业并非夕阳行业。虽然行业进入调整期，但调整也是机遇，是行业蛋糕重新切分的过程。白酒行业发展的深层次动因没有改变，白酒行业消费升级特性不会改变，城市化进程加快、居民收入提升、商务活动消费结构水平提升大趋势不改变。

在四川省的大力支持下，五粮液的目标是力争股份公司在“十二五”末实现商品酒销量达到 25-30 万吨，收入超过 600 亿元，集团公司实现 1000 亿的目标；而在“十三五”中期，



再造一个以酒业为主体新的产业链，实现 1000 亿目标，成为世界性白酒企业：

- ◆ 四川省将白酒产业提升到战略高度，全力扶持白酒产业发展。四川力争做到世界白酒看中国，中国白酒看四川，四川白酒看宜宾的局面，川酒实现占全国白酒收入比重 60% 以上，净利润比重占 70% 以上；
- ◆ 大企业大集团成为四川重点发展思路。四川省目前尚没有企业达到千亿规模，目前初步确定五个未来五年要实现千亿目标的企业，去年四川省确立五粮液作为四川省优先工程和企业，资源向五粮液倾斜，目前只有五粮液有实现千亿目标的可能。
- ◆ 对于目标的区域划分，树立十个重点省份、直辖市、经济特区，销售收入总量达到 300 个亿；建立三个大本营，广东广西和天津，销售过 40 个亿，总量达到 120 个亿，其余省份达到 10 个亿左右，总量达到 200 亿。

五粮液未来仍然以酒业为核心，集团围绕酒业服务，根据自身优势发展多元化业务。唐桥董事长提出今后的发展方向是“一个中心，四个支柱”：

- ◆ 一个中心是指白酒产业，必须围绕主业搞好服务；
- ◆ 支柱 1：现代制造（普什集团）。主要是塑料磨具或者冲压磨具，为打造成都汽车城提供支持，磨具规模现在排世界第三位；
- ◆ 支柱 2：特种工艺（环球集团）。过去仅仅是为了五粮液酒提供包装服务，现在成为全国最大的电子绝缘子生产企业，另外还包括压延玻璃、超白玻璃和从美国引进的工业轴承等。
- ◆ 支柱 3：高分子产业（普什集团）。公司现有二醋酸、三醋酸产品，是全国唯一能生产醋酸纤维的企业，能够生产塑料级、纺织级两种级别的只有美国和意大利，公司通过合资将意大利技术引入中国。
- ◆ 支柱 4：物流产业（安吉物流）。除了为五粮液提供物流服务外，还为客户一站式、整体优化的第三方物流服务。

## 2、营销改革思路理顺，系列酒增长有望超预期

与我们在深度报告《蜕变中的一线龙头，价值被低估》中分析结论相同，五粮液提出要发挥产品结构的优势，打造优势品牌，补齐营销短板，拓展团购渠道，发力腰部产品，公司现提出更加清晰的规划，坚定我们对公司“蜕变”成功的信心。

### （1）通过全价位、全香型产品结构，覆盖大部分消费者需求

五粮液的优势在于拥有大量优质基酒产能，可以对高中低档各种需求层次进行全面覆盖，目前已经基本形成金字塔型的产品销量结构，但在一些价格带品牌竞争力还不强，未来将继续优化品牌结构，清理梳理产品线，完成金字塔高中低产品的全覆盖：

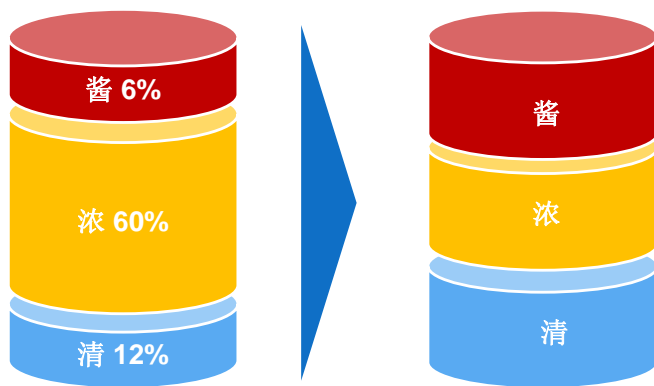
- ◆ 公司产品集中于大众消费，为品牌的成长带来更大空间，在行业下滑时能够提供更多的缓冲。伴随未来消费升级，300-800 元价格带的次高端将会兴起，公司系列酒占销售额的 30-40%，销量占 80% 以上。在高端需求放缓、次高端兴起的背景下，系列酒将成为发展重点；
- ◆ 品牌规划更加精细，实现金字塔式品牌结构。除了高端品牌五粮液的销售收入实现 30% 以上的增长外，对系列酒品牌继“1+3”战略后，现提出实现 10 亿以上战略品

牌 2 个，5 亿以上品牌 5 个，1 亿以上品牌 10 个，500 万常规品牌 20 个。

酱香将成为全香型覆盖的突破口。公司将实施多酒种发展战略，在巩固浓香型白酒战略地位的同时，发展酱香型、兼香型白酒，成为酒种最全的企业，满足不同消费需求：

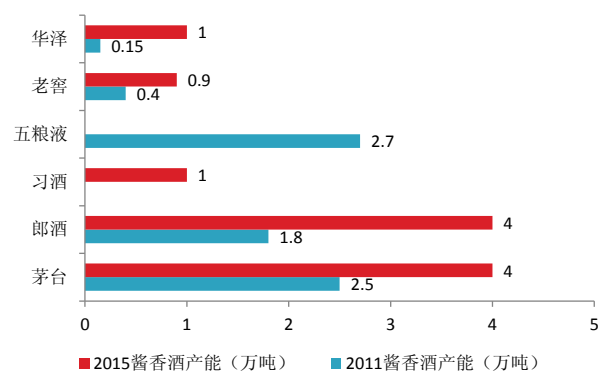
- ◆ 酱香正在成为新的细分行业机会。茅台成就了酱香，酱香成就了郎酒，在茅台和郎酒的带动下，整个酱香市场正在快速扩大，过去 5 年复合增速超过 30%，未来的趋势是浓清酱三大香型趋向均衡；
- ◆ 公司酱香酒正逐步打开市场。五粮液目前拥有酱香产能 2.7 万吨，2011 年永福酱酒销量 800 吨，随着市场开拓深入，永福酱酒正在逐渐成为被“三公消费”打压政策挤出的部分消费者的新选择。

图 3：酱香崛起，浓清酱三大香型趋向均衡



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 4：五粮液欲在酱香市场分一杯羹



资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

## （2）发力团购和直营支持高档酒销售，务实营销符合系列酒销售特点

公司正在努力适应高档酒销售渠道的变化。造假和价格越来越成为高档酒销售的两大难题，流通渠道的层次多，中间环节层层加价，商超和餐饮价格要高出出厂价 1-2 倍，且真伪难以保证，因此价格实惠又保真直销越来越成为高档酒的主要销售渠道：

- ◆ 创新团购运作模式。五粮液计划实现 3%以上的大型企事业、500 强等的团购运作，将团购销售占比提升至 25%。而竞争对手茅台实施团购战略已超 10 年，团购占比超过 70%；
- ◆ 公司还计划自建终端，通过直营渠道销售。五粮液目前除团购外，流通渠道完全依靠经销商运作，而茅台从去年开始自建销售终端（直营店），直营店不仅可以收回渠道中间商的利润，还具备宣传企业形象、打假保真的作用，目前茅台已建有 45 家直营店。

为与系列酒营销模式匹配，五粮液提出更加务实的营销战略。我们在深度报告中提出，高档酒和中低档酒营销的差别在于前者依靠品牌拉力而后者更需要渠道推力，因此茅台更重视高空广告，而五粮液对于系列酒的营销需要强调地面推进，五粮液自刘中国任营销总监后运用更加多元化的营销手段，本次明确提出了务实营销的思路：

- ◆ 适度调整五粮液品牌宣传策略，强化落地实施。从公司今年央视广告投放量下降即可看出端倪，公司未来将改变高举高打的宣传策略，而是更多的采用地面营销手段配合

中低档系列酒的销售;

- ◆ 将大事件营销引入公司营销体制。根据我们的统计,公司从 2005 年开始即采用事件营销手段,随着消费者逐渐理性,以及白酒对电视广告资源争夺进入白热化,广告投入的边际产出大大下降,大事件营销作为新的营销手段更容易获得消费者接受。

### 3、 兼并收购抓住行业调整的外延扩张机会

公司将重启兼并收购,缘于三方面原因:一是行业调整期,收购成本大幅降低;二是为完成规模扩张目标,在“十二五”末 600 亿收入目标中,计划依靠兼并收购完成 100 亿元;三是解决产能扩张后系列酒的销售问题:

- ◆ 公司重启收购获得了地方政府的支持。2009 年五粮液谋求对枝江大曲的收购,但由于政府担心税收外流并不支持,因此收购暂停。而现任政府加大了对收购的支持力度,鼓励走出宜宾,收购优秀的区域性品牌,提高市场占有率,扩大企业规模;
- ◆ 公司收购地方品牌后,将进行技术提升、品牌打造,为其提供五粮液优质的基酒,利用地方品牌的渠道扩大销售。公司目前拥有产能 40 万吨(其中 18 万吨传统工艺,22 万吨现代工艺),未来将再增加 10 万吨传统工艺产能,总产能达到 50 万吨,大量系列酒产能需要通过地方品牌消化;
- ◆ 目前,宜宾市委市政府高层以及集团董事长唐桥已对潜在的收购目标进行了大范围调研,力争在年内有所作为和突破。

## 三、 营销改革和股权理顺打开市值增长空间

### 1、 复制华东模式,提高营销水平,保障业绩增长

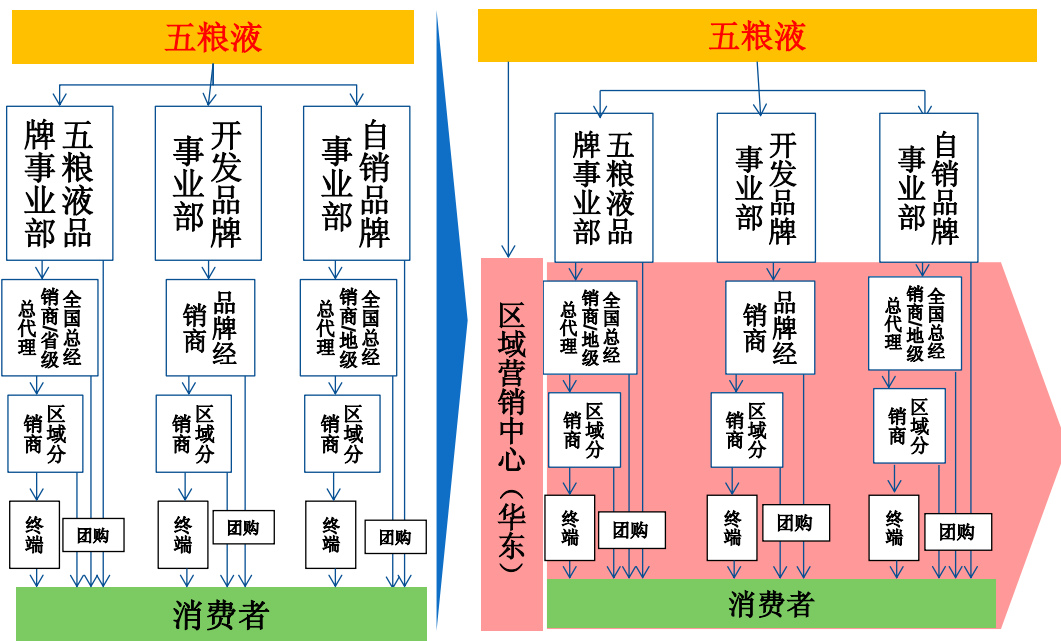
公司自今年 5 月设立营销改革领导小组,对营销体系进行全面改革,由唐桥任组长,刘中国任副组长。目前营销改革方案已经形成,在经董事会审议以前无法获知细节,但主要内容是复制华东营销中心成功模式,提高营销运作水平,打造系列酒名牌,保障业绩持续、快速增长。

公司在 2010 年开始进行营销体系改革的试点工作——成立华东营销中心,华东营销中心将营销决策权前移,目的是为解决快速反应、市场调节、精细化服务终端问题以及激励机制和团队建设问题,具体操作如下:

- ◆ 整合产品。此前五粮液所有产品分属三大事业部管理,由对应事业部管理每款产品的全部营销工作。而在华东地区,所有产品的销售区域、销售价格、经销商招商等全部由华东营销中心全权管理;
- ◆ 整合渠道网络。以前分产品设立经销商,同一渠道(如餐饮)的五粮春和五粮醇经销商可能不同。而华东营销中心整合华东地区餐饮、商超、团购等渠道的优势经销商,一个经销商可以在其优势渠道中运作多个产品,将经销商的能力最大化;
- ◆ 提高市场响应速度。以前营销方案和营销费用的审批均需要到宜宾品牌事业部报批,而现在华东营销中心也具有审批权,贴近市场提高了审批效率和质量,对市场掌控能力提高。

图 5: 五粮液营销体系由品牌事业部制变为区域事业部制





资料来源：宏源证券研究所

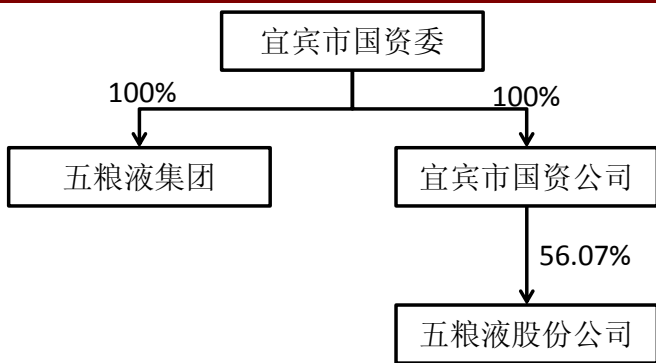
华东营销中心试点两年，对销售情况特别是系列酒的销售提升明显，准备向全国复制。新的营销体系的构建是为了最终实现公司的战略目标，构建中高价位和低价位重点品牌体系，通过市场化运作打造系列酒名牌，实现营销变革的目标：

- ◆ 销售提升明显，经销商满意度提高。五粮液在华东地区的主要系列酒产品五粮醇09-11年销量增速分别为13%、13%和43%，今年上半年预计超过50%，华东营销中心成立后销售明显好转。我们在上海地区的草根调研也获得反馈，经销商对华东营销中心十分满意，五粮液目前已增派人员帮助经销商开拓市场，打款拿货都较以往更加方便快速；
- ◆ 年内将升级华东中心，新设两个营销中心。公司在华东营销中心成功经验的基础上，再设立一个直营分公司（华东销售有限公司），采用一个班子两块牌子的方式，帮助解决管理体系和品牌管理目标落地的问题；同时年内将再设立华北（北京）和西南营销中心/销售公司，后续将在全国推广区域管理模式。

## 2、 股权理顺奠定发展基础，提升估值

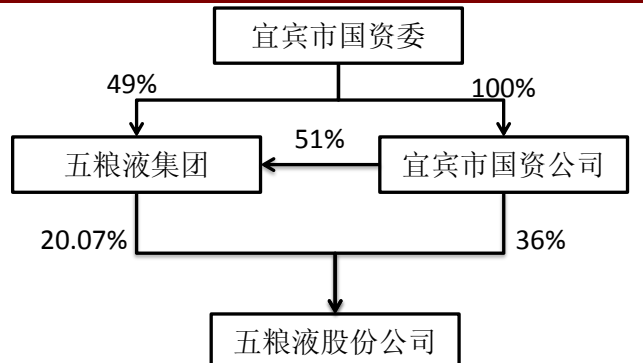
7月9日宜宾国资委将公司大股东宜宾市国资公司持有公司20.07%的股份无偿划转至五粮液集团公司，五粮液长期被诟病的集团公司不持有上市公司股权问题被解决，五粮液股份公司与集团公司的股权和利益关系被理顺。

图 6: 股权划转前股权结构图



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 7: 股权划转后股权结构图

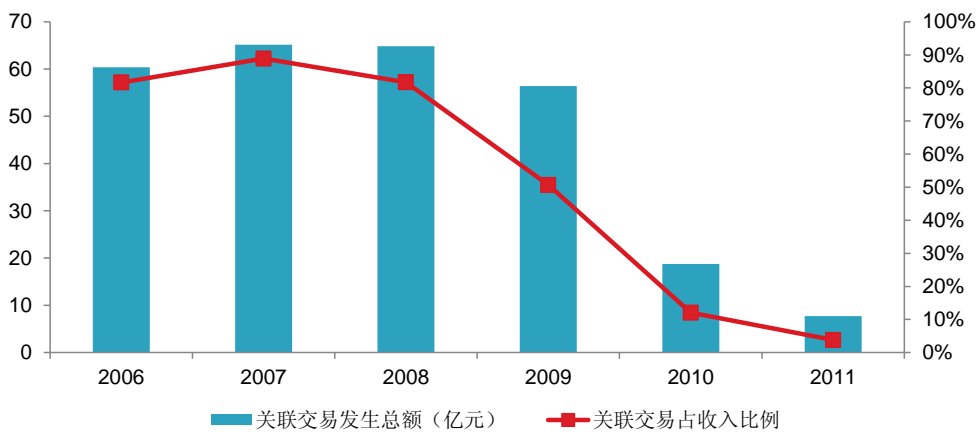


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

股权理顺的意义有三个, 首先集团公司和股份公司利益一致, 集团将来会加大对股份公司的扶持力度; 其次是可以搭建融资平台, 提高资金使用效率; 最后, 将提高股份公司的分红率, 对股价提供支撑:

- ◆ 集团、上市公司、股东之间利益理顺, 三者共同目标是做大上市公司利润。此前集团公司与股份公司是争夺利益的对立关系, 未来集团将从印刷, 包装, 物流等方面对股份公司提供支持, 集团将不再通过关联交易从股份公司获取利润, 关联交易金额将大幅降低。同时, 唐桥表态股份公司如果经营不善, 其作为集团董事长、股份公司党委书记要承担责任。

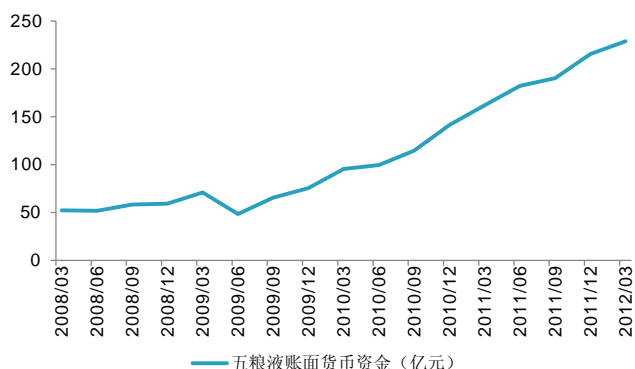
图 8: 五粮液今后将不再通过关联交易输送利润



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

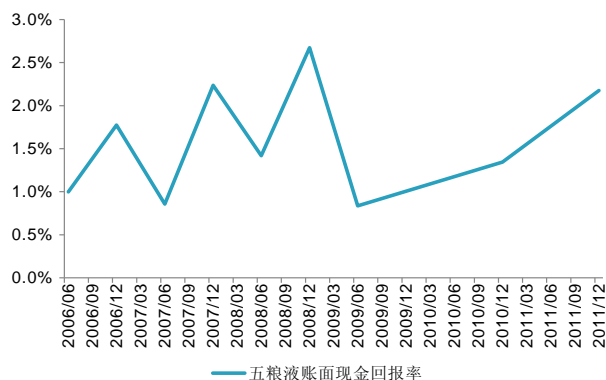
- ◆ 公司未来可能与集团共同设立财务公司, 提高闲置资金回报率和公司业绩。名酒销售通常采用先款后货的方式, 因此随着销售规模的扩大账面现金将迅速增加, 目前仅依靠少许银行利息收入, 回报率很低, 造成资金的大量闲置和浪费。本次转让 20.07% 的股权解决了设立财务公司的监管障碍, 在茅台已经宣布要设立财务公司后, 我们认为五粮液也将紧随其后。

图 9: 大量账面现金的利用成为白酒企业的困扰



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

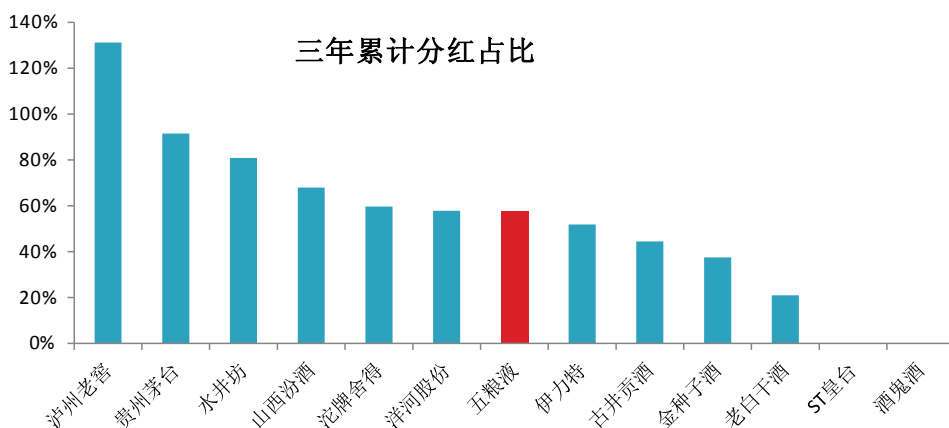
图 10: 五粮液账面现金利息回报率很低



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 未来公司将加大分红率, 有利于提升估值。解决关联交易和股权问题后, 集团公司未来将通过分红从上市公司获得发展资金, 因此上市公司分红率将会显著提高, 目前五粮液的分红率在一、二线白酒中排名最后; 分红率的稳定提升, 在目前低估值的条件下将对价值投资者更有吸引力, 对提升公司估值有正面影响。

图 11: 五粮液分红率与其他一、二线白酒相比较低



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

## 四、估值及投资建议

### 1、 盈利预测

维持我们在深度报告《蜕变中的一线龙头, 价值被低估》中的盈利预测, 预计 2012-2014 年收入分别为 280 亿元、350 亿元、435 亿元, 同比增长 38%、25%和 24%, 归属母公司的净利润分别为 86.8 亿元、109.7 亿元、136.3 亿元, 同比增长 41%、26%和 24%, 对应 EPS 分别为 2.29 元、2.89 元和 3.59 元。

### 2、 相对估值及投资建议

五粮液的产品结构介于一线酒和二线酒之间, 根据可比上市公司动态估值情况, 给予

20X12PE/15X13PE，12个月内目标价位43-45元，给予“买入”评级。

图 12: 可比上市公司 PE 估值一览表

公司名称	收盘价	EPS		PE	
		2012E	2013E	2012	2013
五粮液	36.58	2.29	2.89	16.0	12.7
贵州茅台	248.21	13.02	17.84	19.1	13.9
泸州老窖	41.95	3.00	3.85	14.0	10.9
一线平均估值				16.5	12.4
洋河股份	143.4	5.97	8.59	24.0	16.7
古井贡酒	42.65	1.78	2.56	23.9	16.7
山西汾酒	39.09	1.45	2.29	27.0	17.1
酒鬼酒	56.3	1.21	2.09	46.6	26.9
ST 皇台	10.77	0.69	1.48	15.6	7.3
伊力特	13.76	0.61	0.79	22.7	17.4
金种子酒	24.99	1.05	1.48	23.9	16.9
老白干酒	31.27	0.84	1.10	37.4	28.4
沱牌舍得	36.74	1.08	1.64	34.1	22.4
水井坊	28.11	0.85	1.12	32.9	25.2
平均估值				26.8	18.3

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 13: 分项目收入预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>高价位酒</b>							
销售收入 (百万元)	5936.10	7216.60	10902.26	14097.59	20547.69	25992.83	32582.01
YoY	20.2%	21.6%	51.1%	29.3%	45.8%	26.5%	25.4%
销售成本 (百万元)	1974.64	2870.64	1543.24	2166.68	3182.49	4200.89	5494.76
毛利 (百万元)	3961.45	4345.96	9359.02	11930.91	17365.20	21791.94	27087.25
毛利率	66.7%	60.2%	85.8%	84.6%	84.8%	83.8%	83.1%
<b>中低价位酒</b>							
销售收入 (百万元)	1879.81	2788.87	3178.57	4376.81	5459.61	6764.46	8381.17
YoY	-17.7%	48.4%	14.0%	37.7%	24.7%	23.9%	23.9%
销售成本 (百万元)	1566.76	1055.41	2029.27	3106.92	3930.92	4802.77	5950.63
毛利 (百万元)	313.05	1733.46	1149.30	1269.89	1528.69	1961.69	2430.54
毛利率	16.7%	62.2%	36.2%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
<b>业务总收入</b>	<b>7933.07</b>	<b>11129.22</b>	<b>15541.30</b>	<b>20350.59</b>	<b>28071.12</b>	<b>35027.49</b>	<b>43460.39</b>
YoY	8.2%	40.3%	39.6%	30.9%	37.9%	24.8%	24.1%
<b>业务总成本</b>	<b>3618.07</b>	<b>3860.66</b>	<b>4863.19</b>	<b>6895.41</b>	<b>8897.40</b>	<b>10966.04</b>	<b>13604.02</b>
毛利率	54.4%	65.3%	68.7%	66.1%	68.3%	68.7%	68.7%

资料来源: 宏源证券研究所

图 14: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)													
利润表							资产负债表						
	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,129	15,541	20,351	28,071	35,027	43,460	货币资金	7544	14134	21551	30759	43049	56308
YOY	40%	40%	31%	38%	25%	24%	应收和预付款项	367	455	373	676	836	1035
营业成本	3,861	4,863	6,895	8,897	10,966	13,604	存货	3477	4515	5537	7800	9614	11927
毛利	7269	10678	13455	19174	24061	29856	其他流动资产	29	64	296	1	1	1
% 营业收入	65%	69%	66%	68%	69%	69%	长期股权投资	30	33	131	131	131	131
营业税金及附加	799	1392	1602	2209	2757	3420	投资性房地产	0	0	0	0	0	0
% 营业收入	7.2%	9.0%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	固定资产和在建工程	7154	11853	12319	13119	14119	15119
销售费用	1164	1803	2070	2855	3563	4421	无形资产和开发支出	308	300	297	271	248	228
% 营业收入	10.5%	11.6%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	其他非流动资产	0	0	0	1	1	1
管理费用	839	1562	1751	2415	3013	3739	资产总计	20849	28674	36906	49128	64166	80792
% 营业收入	7.5%	10.0%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-110	-192	-477	-541	-764	-1028	应付和预收款项	6264	10288	13409	17680	21858	24764
% 营业收入	-1.0%	-1.2%	-2.3%	-1.9%	-2.2%	-2.4%	长期借款	0	0	0	0	1	3
资产减值损失	9	15	12	0	0	2	其他负债	1	10305	48	0	0	0
公允价值变动收益	16	-7	-2	0	0	0	负债合计	6269	10307	13459	17680	21859	24767
投资收益	3	3	2	0	0	0	股本	3796	3796	3796	3796	3796	3796
营业利润	4587	6095	8497	12236	15492	19302	资本公积	953	953	953	953	953	953
% 营业收入	41.2%	39.2%	41.8%	43.6%	44.2%	44.4%	留存收益	9526	13352	18371	25871	36082	48949
营业外收支	19	-25	3	0	0	0	归属母公司股东权益	14275	18101	23120	30621	40831	53698
利润总额	4606	6070	8500	12236	15492	19302	少数股东权益	305	265	327	827	1477	2327
% 营业收入	41.4%	39.1%	41.8%	43.6%	44.2%	44.4%	股东权益合计	14580	18366	23447	31448	42308	56025
所得税费用	1139	1508	2106	3059	3873	4826	负债和股东权益合计	20849	28674	36906	49128	64166	80792
净利润	3467	4562	6394	9177	11619	14477							
归属于母公司所有者的净利润	3245	4395	6157	8677	10969	13627							
少数股东损益	222	167	237	500	650	850							
现金流量表							财务指标						
	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	6054	7703	9533	10609	14058	15027	毛利率	65%	69%	66%	68%	69%	69%
取得投资收益收回现金	50	83	0	0	0	0	三费/销售收入	17%	20%	16%	17%	17%	16%
长期股权投资	-3	-3	0	0	0	0	EBIT/销售收入	40%	38%	39%	42%	42%	42%
无形资产投资	-985	-461	-531	-760	-1010	-1010	EBITDA/销售收入	46%	43%	43%	45%	45%	44%
固定资产投资	-2602	-4402	0	-800	-1000	-1000	销售净利率	31%	29%	31%	33%	33%	33%
其他	-66	-4	0	46	0	0	ROE	23%	24%	27%	28%	27%	25%
投资活动现金流净额	-4254	-464	-515	-761	-1010	-1010	ROA	16%	15%	17%	18%	17%	17%
债券融资	0	0	0	-48	1	2	ROIC	23%	24%	26%	28%	26%	24%
股权融资	11	13	0	-417	0	0	销售收入增长率	40%	40%	31%	38%	25%	24%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	1	2	EBIT 增长率	97%	33%	36%	46%	26%	24%
筹资成本	-110	-192	-477	-541	-764	-1028	EBITDA 增长率	90%	30%	31%	43%	25%	23%
其他	0	0	0	0	0	0	净利润增长率	89%	32%	40%	44%	27%	25%
筹资活动现金流净额	-179	-648	-1503	-640	-757	-757	总资产增长率	54%	38%	29%	33%	31%	26%
现金净流量	1621	6591	7514	9208	12290	13260	股东权益增长率	27%	26%	28%	34%	35%	32%
							经营现金净流增长率	207%	27%	24%	11%	33%	7%
							流动比率	2.1	2.1	2.2	2.4	2.6	3.0
							速动比率	1.6	1.6	1.8	1.9	2.2	2.5
							应收账款周转天数	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0

资料来源: 宏源证券研究所



**分析师简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(27元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达151%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会, 截止今日涨幅123%; 近期成功挖掘古越龙山投资机会。

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
区域	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
区域	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。