

沽酒待新丰

买入

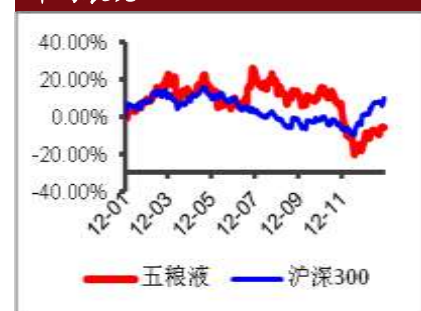
——“川人看川酒”系列报告·五粮液（000858）篇——

分析师

李辉
执业证号：S1250511010001
电话：010-57631229
邮箱：lihui@swsc.com.cn

- **军队情节少一点 商务情节多一点** 整风禁酒令对高端白酒产生直接的影响，12年Q4以来终端动销情况受到压抑，传统旺季备货显清淡，库存存在压力。但相较于竞争对手而言，五粮液的军队情节恰恰少了一些，没有竞争对手那么强烈的军政符号意义。五粮液定位以商务消费为主，商务宴请、私营业主、高收入人群是其主要消费者。
- **类奢侈品属性不容无视** 除饮用作用外，白酒本身还具有药用及典藏价值。陈酿炒价不断增高，增值性突出。高端白酒具有与奢侈品共通的稀缺性、历史性、文化性、地域性、炫耀性、时代性几大特征。五粮液品牌拉力强大，浓香型的口感认同度高，中国富裕阶层调查报告显示，五粮液在京、沪、广三地的品牌认可度超过半数。由于酿造工艺的难以复制性，奠定其稀缺性特征，高端酒处于紧缺状态，毛利率水平高。公司内在的良性发展动力具有抗政策打压的能力。
- **具有提价动力** 五粮液提价依然存在超预期的可能，公司致力于整顿市场价格秩序，保持高端白酒市场地位，2013年1月公司提高超高端产品1618的出厂价30%至900元每瓶，提价幅度达到30.6%，同时计划2013年2月提高52度五粮液10%的出厂价，有利于经销商提振利润空间。虽然受到一定政策性抑制，传统消费旺季价格攀升的预期依然存在，延后提价的可能性加大。2012年公司连续提价直接贡献了业绩的高增长，公司业绩预告显示公司预计2012年将实现归属于母公司股东净利润95-98亿元，同比增长54.28%-59.16%，实现每股收益约在2.50-2.58元。
- **腰部发力释放空间** 政商需求的迅速转移，给一线品牌的腰部产品带来高成长性。五粮液腰部发力的战略，目前的中档产品主要是五粮醇、五粮春和六和液。公司改善营销模式配合腰部发力，凭借强大的品牌拉力和渠道优势，腰部产品增速已超过二线白酒整体增速，一线品牌腰部产品价格坚挺，具有强支撑。伴随渠道下沉，主动贴近市场腰部产品放量可期。
- **具省政府战略倾斜优势** 四川省政府要求五粮液集团到2020年收入达到1000亿，即每年递增30亿收入。公司增长确定性强，将通过高端放量，腰部发力及战略扩张完成世界性白酒企业的目标。
- **通过收购实施战略扩张预期强烈** 白酒行业整合加紧，随着市场集中度的攀升，强势龙头公司将通过兼并收购获取更大的市场份额，获得超额利润，实现强者恒强。
- **估值便宜** 目前公司估值水平为10x，低于国际同类可比公司15x的水平，估值水平已充分反映了悲观预期。
- **风险提示** 终端价格持续回落。

市场表现



资料来源：西南证券研发中心

基本数据

总股本 (万股)	379597
已上市流通股 (万股)	379549
总市值 (亿元)	1045
流通市值 (亿元)	1045
主要股东	宜宾市国有资产经营
主要股东持股比例	56.1%

- **盈利预测** 预期 2012、2013、2014 年每股收益 2.51、3.09、3.66 元，考虑公司未来的业绩增速预期以及行业状况，我们认为按 2012 年 11 倍 PE 较为合理，给予公司“买入”评级。

图 1: 中国白酒黄金三角图



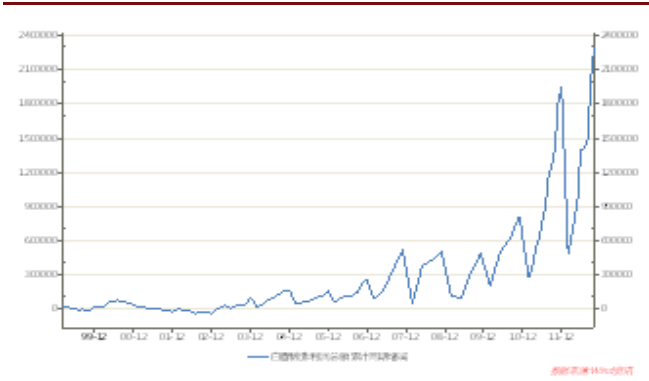
数据来源: 百度百科

图 2: 公司渠道结构



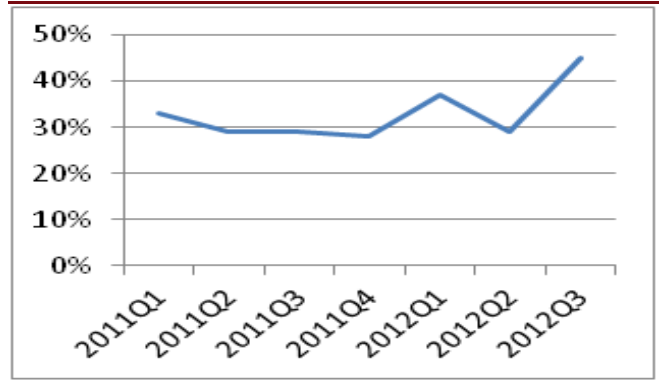
数据来源: 公司公开资料

图 3: 白酒制造利润总额累计同期增减



数据来源: wind

图 4: 公司净利润分季度变化



数据来源: wind

利润预测表

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20,351	27,439	34,379	41,451
营业成本	6,895	8,679	10,835	13,087
营业税金及附加	1602	2025	2531	3063
销售费用	2070	2469	3091	3949
管理费用	1751	1785	2233	2699
财务费用	-477	-739	-764	-892
资产减值损失	12	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	8497	13220	16453	19545
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	8500	13220	16453	19545

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
所得税费用	2106	3179	4103	4889
净利润	6394	10041	12350	14656
少数股东损益	237	498	599	733
归属于母公司所有者的净利润	6157	9543	11751	13923

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上

增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦7楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

主要研究人员联系方式

姓名	电子邮件	研究领域	姓名	电子邮件	研究领域
许维鸿	xwh@swsc.com.cn	业务总监	徐永超	xychao@swsc.com.cn	建筑建材
崔秀红	cxh@swsc.com.cn	副总经理	贺众营	hzy@swsc.com.cn	建筑建材
张仕元	zsy@swsc.com.cn	宏观研究	申明亮	shml@swsc.com.cn	有色金属
刘峰	liufeng@swsc.com.cn	宏观研究	梁从勇	lcyong@swsc.com.cn	农林牧渔
张刚	z_ggg@tom.com	首席策略研究	李辉	lihui@swsc.com.cn	食品饮料
马凤桃	mft@swsc.com.cn	基金研究	潘红敏	phm@swsc.com.cn	餐饮旅游
李慧	lih@swsc.com.cn	交通运输	苏晓芳	sxfang@swsc.com.cn	通信行业