

战略转变持续推进 估值修复空间凸显

核心观点:

1. 事件

公司于7月8日披露了关于收购河南五谷春酒业股份有限公司的《对外投资公告》后，再发公告根据深交所要求补充披露信息。

2. 我们的分析与判断

(一) 公司跨区域并购梅开二度

五粮液发布公告称，与北京和君咨询有限公司、信阳市发展投资有限公司、淮滨县楚风咨询服务有限公司签署协议，共同投资河南五谷春酒业股份有限公司。至此，公司出资约 2.55 亿元，收购河南五谷春酒业股份有限公司约 51% 的股份。这也是继去年宣布出资 2.55 亿元并购河北永不分梨酒业后，公司再次出手并购的另一家地方酒企。我们认为，五粮液再次进行对外投资并购，充分印证了我们此前的判断：在白酒行业调整过程中，资本的集聚和有效配置未来在白酒产业集中过程中将起非常关键的作用，预计公司将继续寻求跨区域并购机会。

公司此次投资五谷春酒业与此前投资河北永不分梨酒业的模式几乎一致，将采取委托加工的生产模式，重点打造“乌龙”与“金谷春”两大产品系列，共计 100 余种，产品主要在河南销售，辐射北京、山东、河北、南京等地区。新产品将标注“宜宾五粮液股份公司出品、河南五谷春酒业股份有限公司生产”双标识。我们认为，收购后公司将通过继续使用原有品牌布局中低端市场，向大众价位市场扩张。同时，如公司能有效借助和君咨询等专业机构进行合理运作，除了可加强对河南本地市场的渠道控制与下沉，提升市场占有率外，还可以逐渐向湖北、安徽、湖南、江西等周边省市渗透，提升公司在华中区域市场竞争力，但考虑到中部区域市场中品牌多且竞争激烈，投资效果仍有待检验。

(二) 战略改变随行业调整进入显效阶段

公司自 2013 年以来为保增长积极采取了诸多措施：(1) 调整普五出厂价至 609 元后，其一批价目前已有所回升；(2) 推出一系列主攻“腰部”价格带的新品，同时加强了对定制酒的开发（与北大荒的合作等）；(3) 多次出资进行跨区域并购，外延式扩张布局区域市场；(4) 梳理经销商渠道的同时开始重视新型渠道（如京东等电商渠道）的构建等等。从目前情况看，调整的最终效果显现仍需时日，但已凸显了公司积极主动的战略改变。我们判断在现有的价量平衡点位置上，公司面临的**最大难题是未来将如何确保渠道能维持住一定的盈利能力。那么，其未来工作的重点必将在动销恢复后有效改善盈利能力上。当然公司业绩的真正拐点最早也要到 2015 年才会出现，但市场有望提前反映改变预期。**

五粮液 (000858.SZ)

推荐 维持评级

分析师

董俊峰(首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李琰

☎: 010-83571374

✉: liyan_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

特此鸣谢: 岳思铭 010-66568238

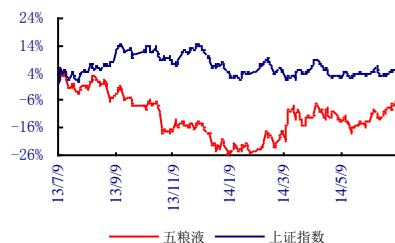
(yuesiming@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2014.07.08

A 股收盘价(元)	17.73
A 股一年内最高价(元)	21.02
A 股一年内最低价(元)	14.33
上证指数	2064.02
市净率	1.86
总股本(万股)	379596.67
实际流通 A 股(万股)	379559.01
限售的流通 A 股(万股)	37.66
流通 A 股市值(亿元)	672.96

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1. 五粮液 (000858): 再次出手跨区域并购, 估值变化趋势全反映 20140708
2. 五粮液 (000858): 调到白酒首推品种, 估值变化趋势全反应 20140707
3. 五粮液 (000858): 一季度业绩未见改善, 静候渠道调整与复苏 20140428

3. 投资建议

预计公司 2014/15 年 EPS 为 1.91/2.16 元，对应 PE 为 9/8 倍。考虑到公司一年来估值变化趋势，维持“推荐”评级。并请投资者持续关注近两日报告：《五粮液（000858）：调升到白酒首推品种，估值变化趋势全反应》、《五粮液（000858）：再次出手跨区域并购，估值变化趋势全反映》，继续作为**白酒板块首推品种**。

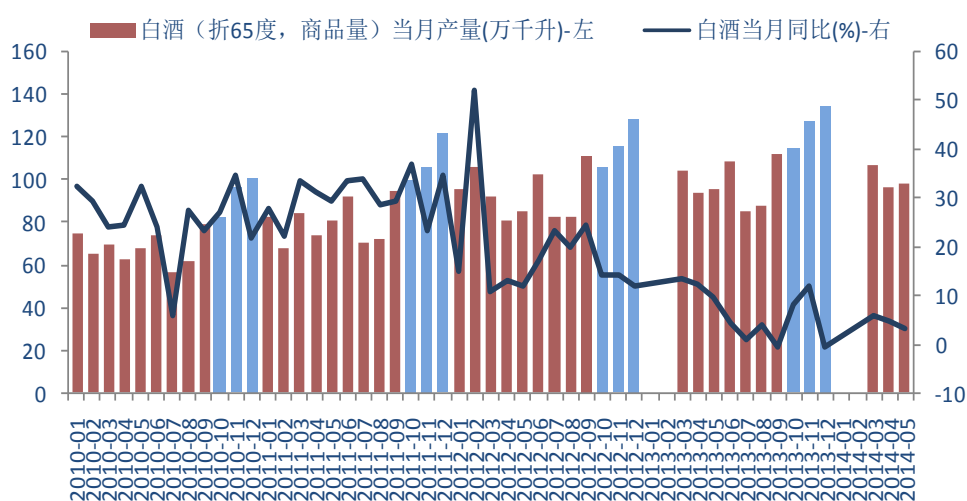
附：白酒行业：行业景气度将低于市场预期

在今年初我们曾反复提示过大家要把握好白酒板块的阶段性估值修复机会，我们认为，即使在经历一轮反弹之后，现在板块各品种估值水平仍处于底部区域。虽然行业销售方面，景气度将低于市场预期，但估值水平仍低于十年前夕阳行业论时的水平，因此可择时看好白酒板块的市场表现。

我们继续前述逻辑：

从策略上看，（1）市场对大盘前景不是确定性明确看多，因此防御类品种存在一定市场需求；（2）存在受资金流动影响的板块轮动因素；（3）存在补涨因素。

图 1：我国白酒行业 2010-2014 年前 5 月单月产量及增速变动



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部整理

2014 年 1-5 月我国白酒行业累计产量 497.79 万千升，同比增长 7.23%。就累计产量增速水平来看，比上年同期减少 1.22 个百分点，环比下降 1.85 个百分点。其中，5 月单月实现产量 97.72 万千升，同比增长 3.47%，比上年同期减少 6.39 个百分点，环比下降 1.59 个百分点。

2014 年 1-5 月我国白酒行业收入增速为 3.55%，利润总额增速为负的状况并无改观。2014 年 1-5 月，我国白酒行业实现收入 2055.89 亿元，同比增长 3.55%（比上年同期减少 5.91pct.），实现利润总额 274.03 亿元，同比下滑 16.61%（比上年同期下滑 18.37pct.）。另外，我们向前考察十年来历史数据，2011 年 1-12 月份的收入增速达到历史高点，为 40.25%；利润总额增速接近 2007 年 1-11 月最高值 60.27%，为 2008 年全球金融海啸以来最高增速。此后，自 2012

年开始，受到了宏观经济不景气以及限制“三公消费”政策等诸多因素对行业造成的一系列负面影响，规模以上白酒企业的收入增速呈现明显下滑趋势，利润总额增速则在前期维持一定高位的情况下，于2012年底开始出现下滑，且下滑速度在2013年5月传统淡季期间出现明显加快，至8月出现近两年以来首次负增长，进入2014年负增长幅度更是攀升至两位数。总体来说，白酒行业景气度仍在低位运行。

图 2: 我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 年 1-5 月)

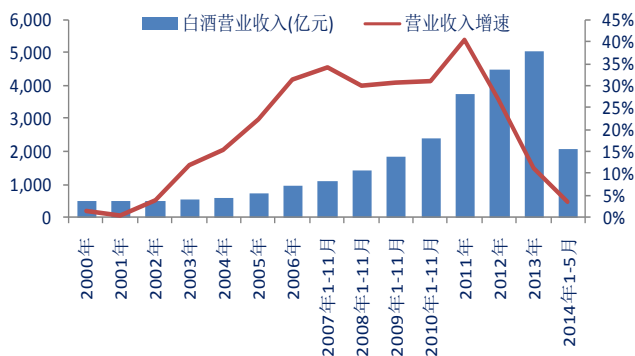
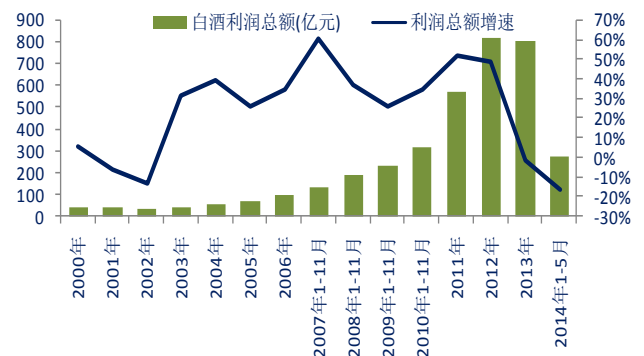


图 3: 我国白酒行业利润总额累计值及增速 (2000-2014 年 1-5 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2014 年 1-5 月白酒行业毛利率 31.53%，延续拐点趋势。2014 年 1-5 月，我国白酒行业主营业务成本为 1407.68 亿元，同比增长 12.23%，毛利率为 31.53%，环比上月下滑 0.17 个百分点，对比去年同期，下滑 5.06 个百分点，行业毛利率延续拐点下行趋势且再创新低。

利润总额比率自 2013 年 3 月份出现拐点以来，始终处于 17% 以下。据我们测算，2014 年 1-5 月行业利润总额比率为 13.33%，同比下滑 3.06 个百分点，环比下滑 0.51 个百分点，可以说是再下一个台阶。考虑到目前白酒行业景气度偏低，企业在产品销售方面投入依然较大，利润总额比率短期恐难以改善。

图 4: 我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2014 年前 5 月)

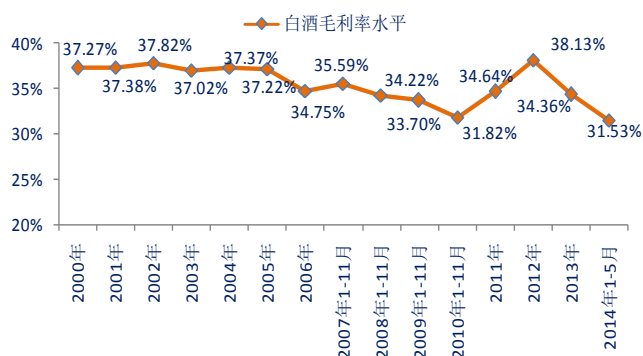


图 5: 我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 年前 5 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富最佳分析师。

董俊峰，食品饮料行业分析师（首席）。1994—1998 年消费品营销策划业四年从业经历、1998—1999 年超市业一年从业经历、2001 年至今证券业十年从业经历。清华大学硕士。2003 年首创消费品行业数量化研究模型《品牌渠道评级体系》，已获国家版权局著作权登记证书。

李琰，食品饮料行业分析师。2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn