

“五粮”开泰 享 2015 白酒盛宴

核心观点:

● 国企改革主题品种，提升估值预期

2015年将是五粮液国企改革的开局之年，我们认为，公司基本面将有望见底回升，从多个角度看，目前股价仍被市场严重低估。参照过去20多年帝亚吉欧实施收购后的利润率与毛利率、总资产规模和回报率均显著提升，保乐力加也有类似表现，考虑到公司未来可能的改革与兼并收购预期，盈利改善弹性空间很大。

● 看好五粮液在行业调整期的品牌张力

强势品牌竞争力需满足三大基本条件：(1) 产品拥有高品质溢价；(2) 具备广泛的群众基础；(3) 符合消费者的习惯性偏好。纵观整个浓香型白酒品类，我们认为，五粮液正在逐一满足以上三要素，充分发挥自身在原有高档商务社交市场优势的同时，正积极转型深入大众消费领域，稳步提升市场份额，有望以龙头之势重获未来新一轮增长。

● 为更好地契合大众消费趋势，公司营销体系正在发生重大转型，由传统的“坐商”向更为市场化的“行商”转变，未来发展空间巨大

五粮液转型之四大看点：(1) 坚持控量保价，保持普五 609 元/瓶出厂价不变，在理顺价格体系基础上开启以核心商家为主的直分销模式试点运行；(2) 积极布局“全价区覆盖”产品线，初步确立以“1+5+N”为主的品牌新格局。同时重点对 200 元以上价位段进行品牌清理，更高价格带还将进行品牌规划，力求打造单品价值；(3) 继续推进“走出去”战略，以深度区域化为主线，依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式并购整合扩张；(4) 梳理经销商渠道的同时开始重视新型渠道（如电商）构建等等。我们认为，在新的价量平衡点上，公司面临的最大难题是在动销恢复后如何有效改善各级经销商的合理利润空间。目前，虽然调整的最终效果显现仍需时日，但趋势正逐步见底向好。

● 多因素促估值提升预期

我们认为，在新一轮板块轮动大背景下，五粮液将有望提升估值修复空间预期；未来国企改革和深港通亦将成催化剂。现在仍是战略配置期，给予公司 2014/15 年 EPS 为 1.58/1.81 元。维持五粮液为白酒行业首推品种和继 12 月 5 日正式开始力推全线白酒的观点，“推荐”评级。

主要财务指标

| | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 24718.59 | 20632.53 | 22730.08 | 25359.95 |
| 营业收入增长率 | -9.13% | -16.53% | 10.17% | 11.57% |
| EBITDA | 11155.72 | 8054.75 | 9127.69 | 10502.03 |
| 归母净利润(百万元) | 7972.81 | 6012.33 | 6872.04 | 7895.29 |
| 归母净利润增长率 | -19.75% | -24.59% | 14.30% | 14.89% |
| 摊薄 EPS(元) | 2.10 | 1.58 | 1.81 | 2.08 |

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

五粮液 (000858.SZ)

推荐 维持评级

合理估值区间 31—36 元

分析师

董俊峰(首席)

☎: 010-66568780

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

李璇

☎: 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)

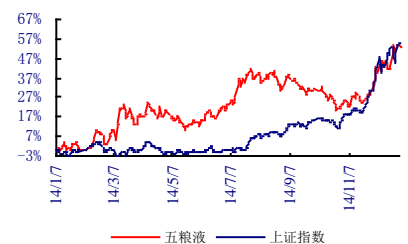
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.01.06

| | |
|--------------|-----------|
| A 股收盘价(元) | 23.76 |
| A 股一年内最高价(元) | 23.98 |
| A 股一年内最低价(元) | 14.33 |
| 上证指数 | 3351.45 |
| 市净率 | 2.36 |
| 总股本(万股) | 379596.67 |
| 实际流通 A 股(万股) | 379556.47 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 902 |

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.SZ) 深度分析报告：“醉”牛白酒之首推五粮液 20140922
2. 五粮液 (000858.SZ): 期待旺季业绩回升，估值有望持续修复 20140828
3. 五粮液 (000858.SZ): 战略转变持续推进，估值修复空间凸显 20140709
4. 五粮液 (000858.SZ): 调到白酒首推品种，估值变化趋势全反应 20140707

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、强势的品牌竞争实力

根据最新的草根调研数据，虽然高档白酒消费的市场蛋糕整体在缩小，但茅台、五粮液在这一价格带的产品市场份额却在持续加大至 80% 以上；

2、原有营销体系包括产品策略、渠道策略等调整已经完成，由传统的“坐商”向更为市场化的“行商”转变，未来发展空间巨大；

3、主要预测数据：（1）公司主营收入假设：我们预计 2014/15/16 年公司实现酒类业务收入为 200.14、222.76、250.16 亿元，增速分别为-15.67%、11.30%、12.30%；（2）毛利率假设：我们预计公司 2014~2016 年酒类业务毛利率在 74%-75%。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司业绩成长性和弹性不足。

我们认为，五粮液的营销体系转型已具备四大看点：（1）力保价量平衡，维持普五出厂价为 609 元/瓶，并在理顺价格体系的基础上积极构建了以核心商家为主的直分销体系；（2）积极布局“全价区覆盖”产品线，初步确立了以“1+5+N”为主的品牌新格局；（3）继续推进“走出去”战略，以深度区域化为主线，依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式扩张；（4）梳理经销商渠道的同时开始重视新型渠道（如电商）的构建等等。我们此前曾预计，在新的价量平衡点位置，公司面临的最大难题是在动销恢复后如何有效改善各级经销商的合理利润空间。从目前情况来看，虽然调整的最终效果显现仍需时日，但是趋势正在逐步见底向好。

我们认为，白酒作为 A 股消费独有板块具备很强的吸引力，以“茅五洋”为代表的一线白酒蓝筹股已具备国际估值比较优势，作为当中最坚定的国企改革先行者，一旦预期兑现，五粮液作为当中的稀缺龙头标的，将有望大幅提升估值修复空间预期。

我们同时预计，2015 年五粮液的基本面将大概率见底回升，因此，目前股价仍被严重低估。考虑到公司未来可能的改革与兼并收购预期，盈利改善的弹性较大。经测算得出，2015 年五粮液的目标价格区间为 31—36 元（对应 2015 年 PE 为 17-20 倍），上涨空间较大，维持“推荐”评级。

估值与投资建议:

给予公司 2014/15 年 EPS 为 1.58/1.81 元，对应 PE 为 15/13 倍。考虑到公司近一年来的估值变化趋势，维持五粮液为白酒行业首推品种，“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

整合收购事件；深港通及国企改革等题材因素超预期；定期报告超预期。

主要风险因素:

产品线布局及主品牌推广未达预期；竞争加剧导致市场份额下降；行业格局突变；食品安全问题等。

目 录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 一、改革有望带来估值提升空间超预期..... | 3 |
| (一) 并购引领盈利改善预期..... | 3 |
| (二) 估值水平有望归常态..... | 5 |
| 二、白酒行业：牛市旺季叠加 必配白酒品种..... | 7 |
| (一) 关于白酒行业的最新核心观点..... | 7 |
| 1、新常态下牛市有望逆转行业悲观预期..... | 7 |
| 2、分化中寻找表现优秀的公司..... | 7 |
| 3、维持板块轮动下估值修复超额收益预期..... | 7 |
| 4、关注国企改革等题材性投资机会..... | 7 |
| (二) 白酒行业景气度维持低位..... | 8 |
| 三、五粮液：论行业调整下的品牌+渠道优势..... | 11 |
| (一) 五粮液：论白酒行业调整下的品牌竞争力..... | 11 |
| 条件一：产品的高品质溢价..... | 11 |
| 条件二：具备广泛的群众基础..... | 12 |
| 条件三：符合消费者习惯偏好..... | 13 |
| (二) 强势品牌下的营销体系调整..... | 13 |
| 四、外延式增长：新品与原有产品共振..... | 17 |
| 五、附录..... | 18 |

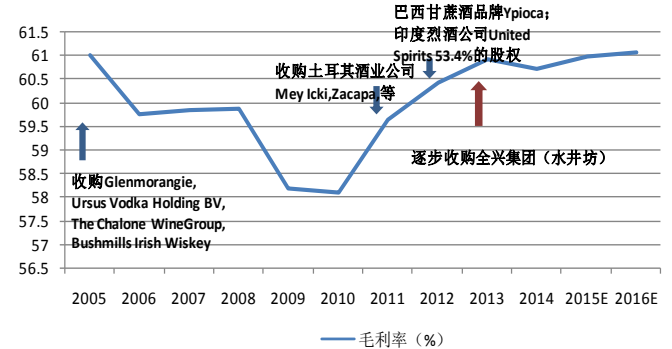
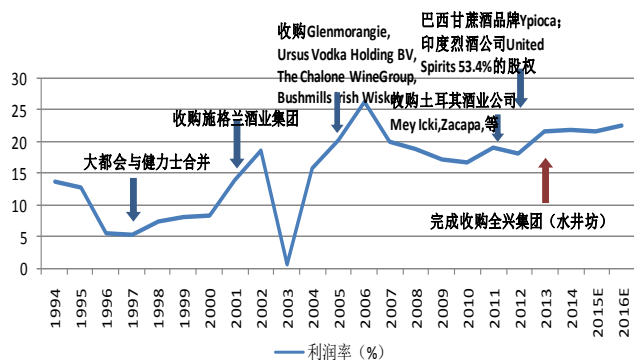
一、改革有望带来估值提升空间超预期

(一) 并购引领盈利改善预期

证监会近期已公开表态，在沪港通试点取得经验的基础上，支持深港两地交易所进一步加强合作，这意味着深港通有望随后推出。我们认为，沪港通开通，白酒作为 A 股消费独有板块具备很强的吸引力，以“茅五洋”为代表的一线白酒蓝筹股已具备国际估值比较优势，一旦深港通紧随沪港通其后推出，那么五粮液作为当中的稀缺标的，将有望提升估值修复空间预期。

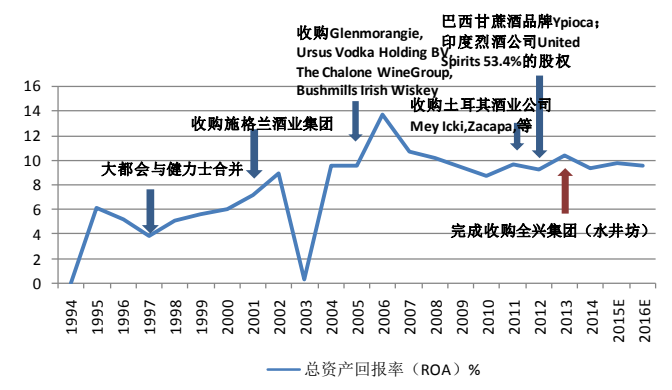
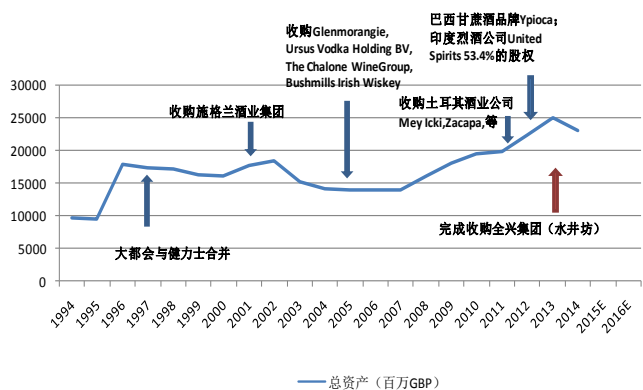
更为重要的是，在国企改革以及行业整合的大背景下，按照我们对白酒行业业绩压力将逐级传导的判断，那么接下来区域型白酒势必将面临一轮大的调整。在这个过程中，除了会有一批区域强势品牌依靠有力的细分市场优势实现突围，其余地区性品牌业绩恐将持续承压，直至持续亏损。因此，我们认为，调整促使资产价格回落，白酒行业将迎来一波并购高潮。其中，以五粮液“走出去”战略为代表将引发最为直接的兼并收购预期，通过分析海外成熟市场企业的发展历程，我们认为，这将对公司的盈利能力带来直接的改善，从而提升公司的估值中枢，其提升空间更有望超出市场预期。

图 1：帝亚吉欧收购后的利润率与毛利率均显著提升



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

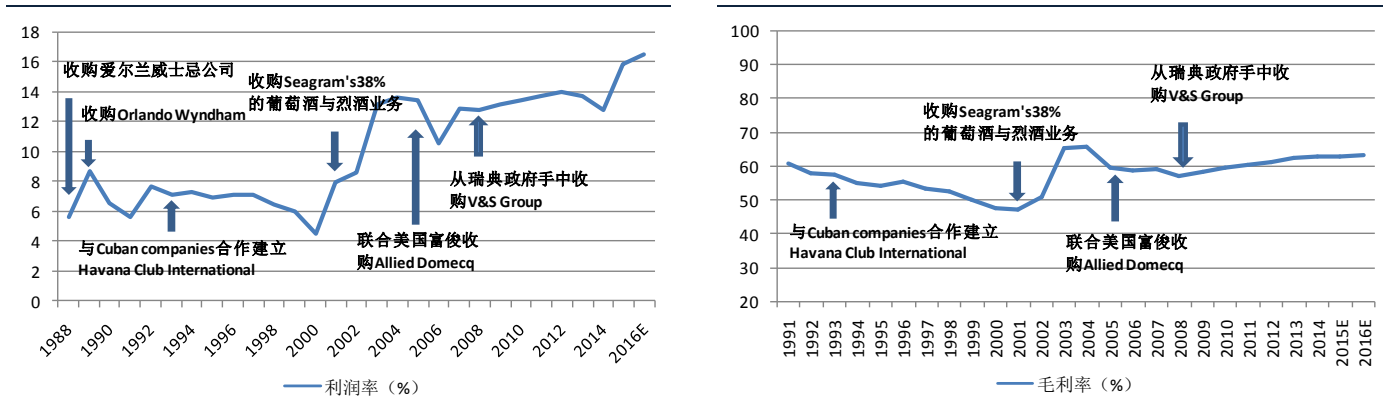
图 2：收购使得 Diageo 的总资产规模和回报率提升至较高水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

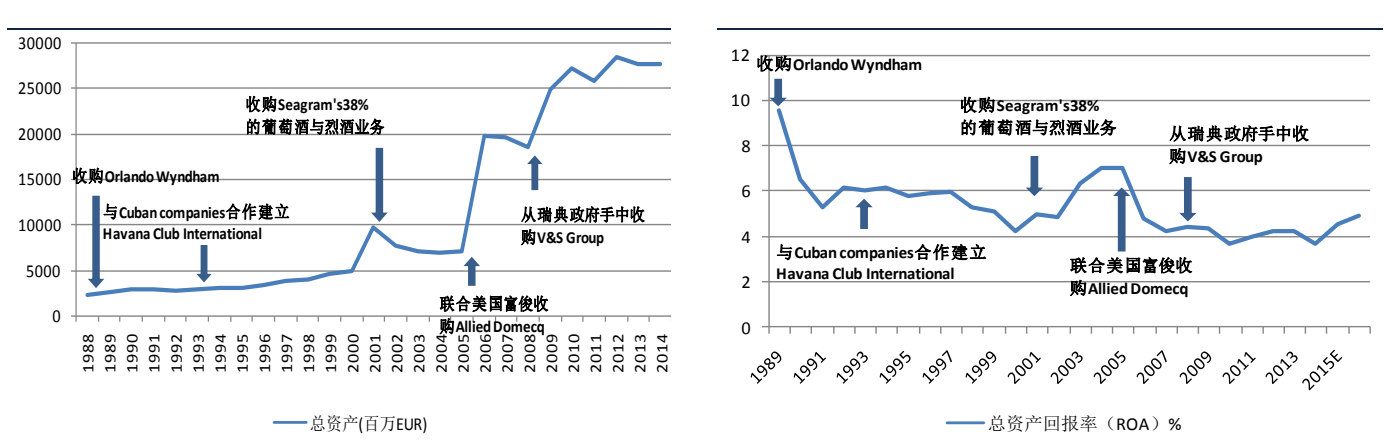
总体看来，在过去大约 20 年的时间里，Diageo 的利润率、毛利率、ROA、ROE 均处在一个上升的通道当中，公司的良好经营以及扩张策略促成了其盈利能力的不断增强。1997 年大都会与健力士的合并，是公司业绩提升的起点，此后公司通过多元化经营使其盈利指标持续上升，虽然因 2000 年后公司战略转变的影响，在收缩食品业务线开始专注于高端酒业务的两三年时间里，盈利能力曾短暂受到冲击，但随着 2001 年，Diageo 和 PernodRicard 一起收购 Seagram 的烈酒和葡萄酒业务，其盈利能力得以显著提升：利润率由 5% 上升至 25% 以上高点；ROA 由 4% 冲高至接近 14%；ROE 也由 10% 上升至 40% 左右；2011 及 2012 年市公司海外并购较为活跃的两年，并购后公司的净利率和毛利率均得到不同程度的改善，而 ROA 和 ROE 也仍然维持在一个相对较高的位置略有波动，我们认为，依照历史经验，这主要与并购后仍需几年时间来调整协同方能显现改善效果有关。

图 3：保乐力加收购后的利润率与毛利率也有所提升



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 4：收购使得保乐力加的资产规模迅速提升



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

而与 Diageo 不同的是，PernodRicard 的国际化并购之路则相对平缓，从现有指标看，保乐力加收购最大的改善是表现在其资产规模上，20 年里扩张了近 10 倍。至于盈利能力改善方面，比较成功的是 2001 年收购 Seagram's 38% 的葡萄酒与烈酒业务后，公司的利润率与毛利率均出现大幅上涨。总体看来，伴随公司的经营和国际并购，总体毛利率和净利率均缓步上升。

因此，我们可得出结论：因并购的方向不同，在规模提升与盈利能力改善的效果显现上也会有所差异。简单来说，并购最直接的表现是体现在规模的迅速扩大上，但成功的并购往往意味着，随着品牌后期不断整合所产生的、基于一定规模下的协同效应，最终都会促使盈利能力的大幅改善。

（二）估值水平有望归常态

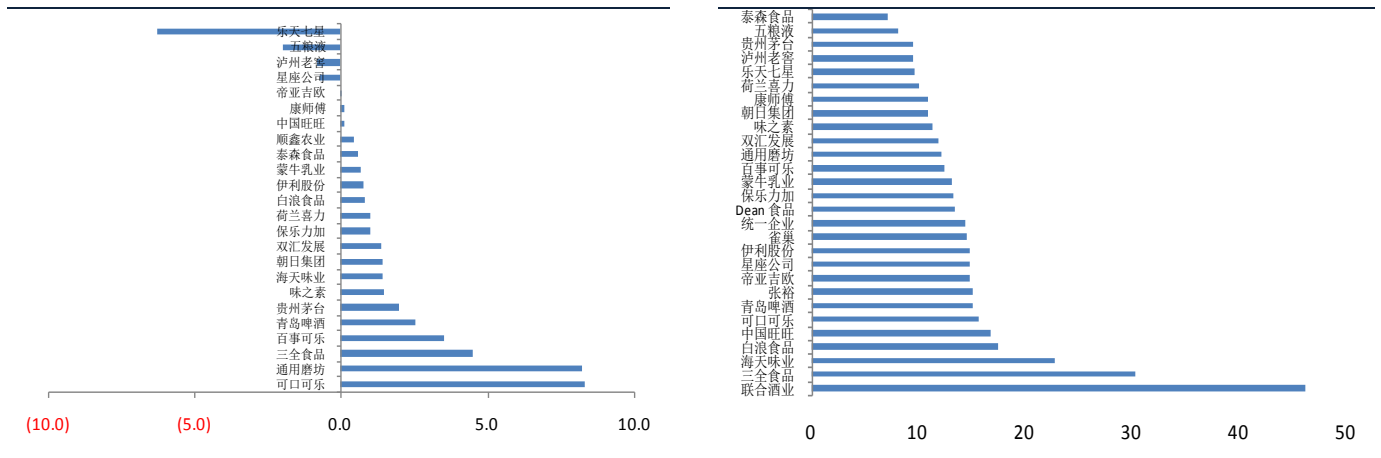
在此前多篇白酒行业报告中，我们曾判断：虽然板块基本面暂时难言见底，至少现在各品种估值水平处于历史估值底部区域，提示投资者注意把握好机会。

表 1: 全球同行估值对比：寻找可比水平（倍）

| 公司 | 货币 | 股价 (元) | 市值 (百万元) | EV/EBITDA | | PE | | | CAGR (13-15) | PEG | ROE | PB | 总资产 周转率 |
|------|-----|-----------|-------------|-----------|-----|------|-----|-----|-----------------|--------|---------|------|------------|
| | | | | 13A | 14E | 13A | 14E | 15E | | | | | |
| 青岛啤酒 | CNY | 42.74 | 56,905 | 20 | 15 | 29 | 27 | 24 | 11 | 2.5 | 14.0 | 3.9 | 1.0 |
| 青岛啤酒 | HKD | 51.75 | 71,022 | 18 | 15 | 35 | 27 | 24 | 22 | 1.2 | 13.3 | 3.6 | 1.0 |
| 伊利股份 | CNY | 29.88 | 91,563 | 20 | 15 | 27 | 21 | 17 | 27 | 0.8 | 25.4 | 5.1 | 1.5 |
| 蒙牛乳业 | HKD | 31.6 | 61,886 | 19 | 13 | 35 | 24 | 20 | 35 | 0.7 | 11.4 | 2.4 | 1.3 |
| 张裕 | CNY | 36.7 | 21,536 | 8 | 15 | 24 | 26 | 25 | (1) | (19.8) | 15.4 | 3.8 | 0.5 |
| 五粮液 | CNY | 23.76 | 90,192 | 4 | 8 | 11 | 14 | 13 | (7) | (2.1) | 15.2 | 2.4 | 0.4 |
| 贵州茅台 | CNY | 197.83 | 225,921 | 8 | 9 | 15 | 14 | 13 | 6 | 2.4 | 33.8 | 4.6 | 0.5 |
| 泸州老窖 | CNY | 21.58 | 30,261 | 4 | 10 | 9 | 15 | 13 | (19) | (0.8) | 19.8 | 3.0 | 0.5 |
| 燕京啤酒 | CNY | 8.4 | 23,601 | 11 | 14 | 34 | 31 | 26 | 13 | 2.4 | 5.8 | 1.9 | 0.7 |
| 三全食品 | CNY | 20.11 | 8,086 | 41 | 30 | 69 | 76 | 50 | 17 | 4.4 | 4.9 | 4.4 | 1.3 |
| 顺鑫农业 | CNY | 19.34 | 11,035 | 21 | 12 | 43 | 25 | 18 | 56 | 0.4 | 8.0 | 2.2 | 0.6 |
| 双汇发展 | CNY | 33.97 | 74,754 | 13 | 12 | 19 | 18 | 15 | 15 | 1.2 | 30.1 | 5.1 | 2.4 |
| 联合酒业 | INR | 2798.1 | 406,642 | 41 | 46 | (28) | 150 | 65 | N/A | N/A | (114.8) | 13.4 | 0.7 |
| 乐天七星 | KRW | 1461000 | 1,807,554 | 12 | 10 | 20 | 26 | 22 | (5) | (5.6) | 2.0 | 0.8 | 0.6 |
| 朝日集团 | JPY | 3560 | 1,721,566 | 10 | 11 | 26 | 23 | 20 | 14 | 1.6 | 8.6 | 2.0 | 1.0 |
| 百事可乐 | USD | 93.73 | 140,277 | 13 | 12 | 21 | 20 | 19 | 6 | 3.5 | 30.6 | 6.1 | 0.9 |
| 可口可乐 | USD | 42.14 | 184,578 | 17 | 16 | 22 | 21 | 21 | 2 | 8.3 | 23.9 | 5.5 | 0.5 |
| 通用磨坊 | USD | 52.15 | 31,485 | 12 | 12 | 18 | 18 | 17 | 2 | 8.2 | 21.2 | 4.7 | 0.7 |
| 星座公司 | USD | 99.82 | 19,244 | 37 | 15 | 10 | 24 | 21 | (32) | (0.7) | 15.4 | 3.5 | 0.4 |
| 荷兰喜力 | EUR | 56.83 | 32,734 | 10 | 10 | 24 | 19 | 17 | 19 | 1.0 | 11.6 | 2.8 | 0.6 |
| 帝亚吉欧 | GBP | 1821 | 45,787 | 15 | 15 | 1958 | 19 | 18 | 951 | 0.0 | 32.4 | 6.7 | 0.4 |
| 保乐力加 | EUR | 89.11 | 23,652 | 13 | 13 | 23 | 18 | 17 | 18 | 1.0 | 9.0 | 2.0 | 0.3 |
| 达能 | EUR | 52.48 | 33,786 | 12 | 13 | 22 | 20 | 18 | 10 | 2.0 | 9.5 | 2.9 | 0.7 |

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部整理

图 5: 全球龙头公司 PEG、EV/EBITDA14E (倍)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

我们认为, 2015 年五粮液的基本面将有望见底回升, 因此, 目前股价仍被明显低估。同时考虑到公司未来可能的改革与兼并收购预期, 盈利改善的弹性较大。经我们测算, 2015 年五粮液的目标价格区间为 31—36 元 (对应 2015 年 PE 为 17-20 倍), 以目前 23.76 的市场价格仍有至少 30% 以上的上涨空间, 维持“推荐”评级。

二、白酒行业：牛市旺季叠加 必配白酒品种

（一）关于白酒行业的最新核心观点

1、新常态下牛市有望逆转行业悲观预期

在经济新常态下，影响白酒行业中长期发展的核心驱动因素需要改变。而我们认为，这不单是指在反腐已成常态的格局下三公消费将难以卷土重来；更意味着在不再以 GDP 增速高低衡量经济增长好坏的大格局下，白酒行业未来将从粗放式依靠固定资产投资产生的大规模消费转向真正的大众消费领域。在此背景下，股市出现牛市代表改革提速给市场投资者带来的一种乐观预期，因此，**我们开始从行业基本面角度强烈推荐白酒板块，核心观点是，行业销售景气度下降通道将有望被牛市逆转，预计持平概率较大。**

高端酒水市场已开始呈现旺季特征。2015 年春节较晚在二月中旬，现在才开始逐渐进入白酒的消费旺季。从调研的市场情况来看，目前五粮液的渠道库存约在 1-2 个月，普五销量同比略有增长，且随着其性价比的提升，在高端市场的份额也呈上升趋势。而茅台的出货量则表现更为突出，广州的茅台中心仓甚至一度出现断货，市场动销已率先步入旺季节奏。公司 1 月份开始执行 2015 年计划，我们预计，将有望迎来一波良好的业绩复苏行情。

2、分化中寻找表现优秀的公司

回归到白酒产业的根本属性进行分析，目前已表现出的白酒行业经营数据的分化并非偶然，未来可能还将得以强化。总体来说，酒企的业绩表现主要与其品牌的强势程度以及营销策略的调整速度相关。**我们认为，从行业角度分析，即使最坏情况发生，仍然会有表现优秀的公司。**虽然白酒行业具有弱周期性，但经过仔细分析各主要高端白酒企业的内部新动作，我们认为，在新竞争环境下，一线和少数二三线龙头公司将在行业景气度改变的不利之时，仍然能够保持原有上升通道，确保业绩增速符合甚至超越市场一致预期。主要表现在（1）未来行业供给继续增长，整体产能可能有些过剩；（2）在此背景下，兼并收购在所难免，弱势企业将遭淘汰；（3）由此将导致未来大型龙头企业产生和壮大，步入高收入和高利润率的新周期。但我们认为，这里的龙头企业将可能不完全是现有既定的强势企业，也就是说，在转型中同样可能出现个别新的竞争者和替代者。

3、维持板块轮动下估值修复超额收益预期

我们对比了欧美烈性酒龙头企业，发现无论是帝亚吉欧还是保乐力加等公司，虽然其成长速度已放缓，但其估值仍维持在 20 倍 PE 上下。考虑到即使在经历前一轮反弹后，现在白酒板块各品种估值水平仍低于十年前夕阳行业论时的水平，处底部区域。因此，我们继续强烈看好未来白酒板块市场表现，更为重要的是——**“牛市来，白酒旺”。**

因此，我们继续去年 12 月 5 日开始跨年度基本面角度推荐观点：**强推全线白酒板块！**后续市场表现符合判断。考虑到现阶段仍具有相当大的上涨空间，再次强调兼具国企改革主题性+板块轮动避险性的白酒板块投资机会，预计有望获得较大的超额收益。

4、关注国企改革等题材性投资机会

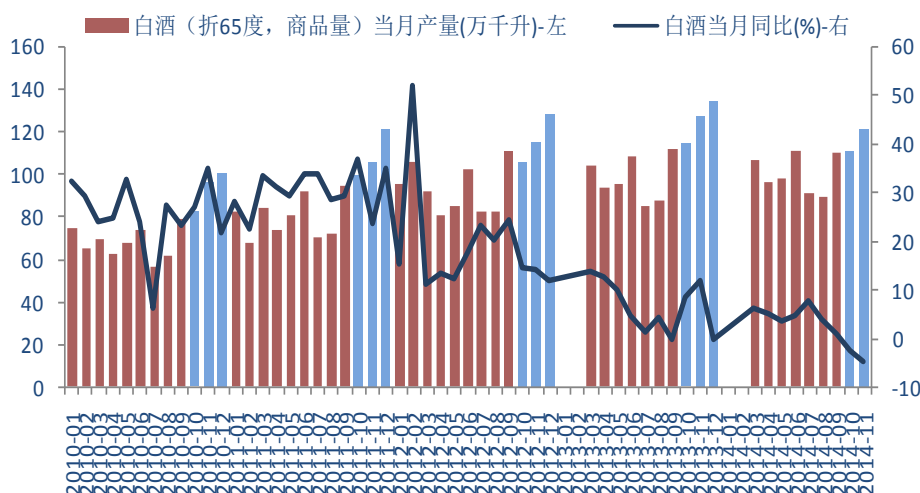
我们认为，国企改革将是 2015 年重要的行业性题材投资机会，白酒企业将陆续迎来国企改革实质进展，包括茅台在内的大中小市值品种改革预期全面提升。目前白酒企业改制的主要路径有两大类：一是混合所有制改革，包括股东整合、引入战投以及民营资本直接入股。目前已经涉及的上市酒企包括：沱牌舍得(已公告射洪县人民政府拟引入战略投资者对沱牌集团进行战略重组)、酒鬼酒(中粮或有望间接入股其实际控制人)、老白干酒(公司激励机制改革已公告，释放管理层和员工积极性，盈利能力有望大幅提升，业绩弹性较大)；二是激励机制改革。涉及的公司主要有：贵州茅台(大股东承诺推进股权激励，改善激励机制)、五粮液(公司已明确提出明年是国企改革的开局之年。通过成立改革领导小组讨论引入战略投资者、经销商持股、员工持股以及薪酬体系改革等一系列可行性措施的同时，集团层面还将从顶层设计的角度，进一步考虑股份制改革、上市公司股份减持等可行性)。我们预计，接下来白酒行业国企改革将有望提速，看好未来相关受益酒企的业绩表现。

此外，从策略角度：(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。因此，我们认为白酒行业仍具备良好的投资价值。

(二) 白酒行业景气度维持低位

自 2012 年底白酒行业开始步入调整以来，这一轮调整已进入第三个年头。从目前调整的结果来看，以茅五为代表的部分名酒去泡沫、去库存已经比较充分，限制“三公消费”政策对高端白酒需求的抑制也已初步见底，我们预计，未来行业有望在白酒消费旺盛的民间需求拉动下步入复苏。

图 6: 我国白酒行业 2010-2014 年前 11 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 1-11 月我国白酒行业累计产量 1125.61 万千升，同比增长 3.57%。就累计产量增速水平来看，比上年同期减少 3.89 个百分点，环比下降 0.97 个百分点。其中，11 月单月实现产量 121.34 万千升，同比下降 4.86%，比上年同期减少 16.74 个百分点，环比下降 2.37 个百分点，这也是 2014 年以来出现的第二次单月负增长，且降幅较 10 月进一步扩大。

图 7: 我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 年 1-11 月)

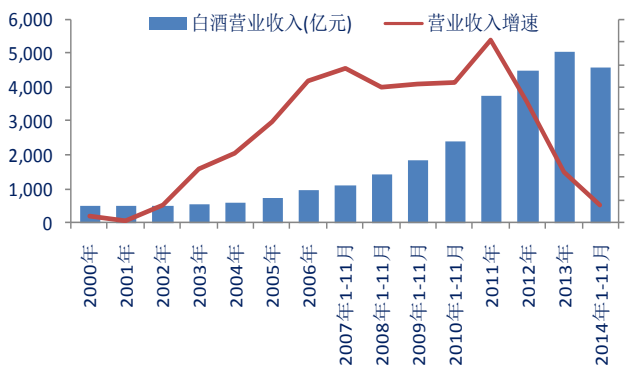


图 8: 我国白酒行业利润总额累计值及增速(2000-2014 年 1-11 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2014 年 1-11 月我国白酒行业收入增速为 4.02%，利润总额增速为负的状况仍无改观。

2014 年 1-11 月, 我国白酒行业实现收入 4564.77 亿元, 同比增长 4.02% (比上年同期减少 6.45pct.); 实现利润总额 595.57 亿元, 同比下滑 13.70% (比上年同期下滑 10.07 pct.)。另外, 我们向前考察十年来历史数据, 2011 年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 9: 我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2014 年前 11 月)

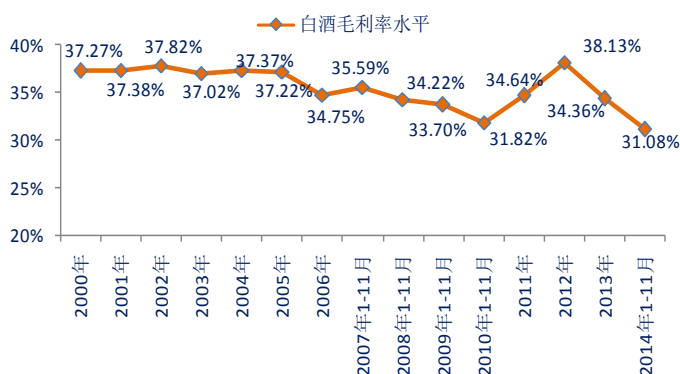
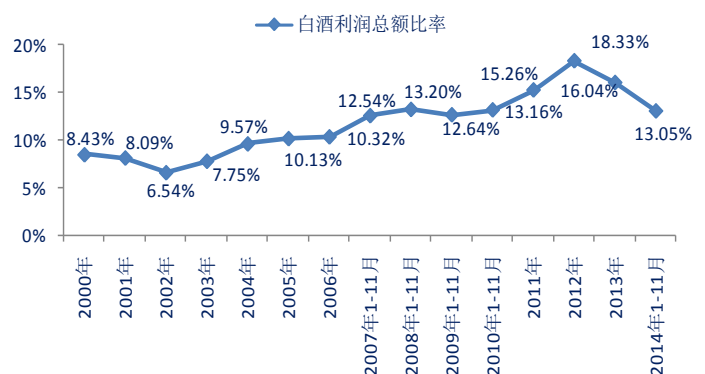


图 10: 我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 年前 11 月)



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部整理

2014 年 1-11 月白酒行业毛利率 31.08%，延续拐点趋势。如上所述, 2014 年 1-11 月, 我国白酒行业实现收入 4564.77 亿元, 同比增长 4.02% (比上年同期减少 6.45pct.); 主营成本为 3145.87 亿元, 同比增长 8.71%, 毛利率为 31.08%, 环比上月回升 0.23 个百分点, 对比去年同期, 仍下滑 2.91 个百分点, 行业毛利率延续拐点下行趋势, 但未再创新低。

利润总额比率自 2013 年 3 月份出现拐点以来, 始终处于下降趋势。据我们测算, 2014 年 1-11 月行业利润总额比率为 13.05%, 同比下滑 2.66 个百分点, 环比基本持平。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。但目前毛利率和利润总额比率都出现止跌迹象，是否为行业盈利能力见底信号仍有待进一步数据观察。

三、五粮液：论行业调整下的品牌+渠道优势

（一）五粮液：论白酒行业调整下的品牌竞争力

我国的白酒历史源远流长，在中国酒类行业中占的比重最大，且始终代表着中国传统文化精髓。现今，作为弱周期消费品行业，拥有着深厚底蕴和价值的白酒品牌，是支撑产品溢价的核心要素。我们认为，产品的价格与其品牌竞争力有着很强的正相关性，高价往往是由强劲的品牌力作支撑。然而，品牌的打造并非一朝一夕之事，因此，白酒行业中目前具备绝对品牌竞争实力的企业依然相当有限。

1909年，“利川永”烤酒作坊老板邓子均，采用红高粱、大米、糯米、麦子、玉米五种粮食为原料，酿造出了香味纯浓的“杂粮酒”，送给当地团练局文书杨惠泉品尝，他认为此酒色、香、味均佳，又是用五种粮食酿造而成，使人闻名领味。从此，这种杂粮酒便以五粮液享于世人，流芳至今。蜚声中外、誉满神州的四川宜宾五粮液酒厂所产的交杯牌、五粮液牌五粮液（由“荔枝绿”——宜宾元曲而来），在中国浓香型酒中独树一帜，为四川省的六朵金花之一。它以“香气悠久，滋味醇厚，进口甘美，入喉净爽，各味谐调，恰到好处”的风格享誉世界。

表 2：公司品牌价值情况

| | |
|-------|--|
| 川酒六金花 | 五粮液-宜宾 、泸州老窖-泸州、剑南春-绵竹、全兴大曲-成都、郎酒-古蔺、沱牌曲酒-射洪 |
| 十七大名酒 | 茅台、汾酒、 五粮液 、洋河大曲、剑南春、古井贡、董酒、西凤酒、泸州老窖、全兴大曲、双钩大曲、特制黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒 |

资料来源：中国银河证券研究部整理

根据 2013（第 19 届）中国 100 品牌价值榜”公布的数据显示，五粮液的品牌价值再创新高，以 701.58 亿元再次蝉联百强第三名，连续 19 年稳居该榜单食品行业第一，是名符其实的龙头企业。那么，品牌对于消费者选择的重要性到底表现在哪些方面呢？我们认为，至少应该具备如下三大条件：

条件一：产品的高品质溢价

消费者之所以喜欢某种产品，是因为他们相信这一产品给他带来的利益比同类竞品更大。以白酒来说，区分各类产品间的差异无外乎包含有：酿造工艺、酿造条件、香型、地理因素、原料、制作流程等几大类。因此，从这个角度来说，**五粮液无疑是具有高度稀缺性的。**

● 独有的自然生态环境使五粮液独具唯一性

宜宾属南亚热带到暖湿带的立体气候，山水交错，年平均气温在 15℃-18.3℃ 间，全年降雨量高达 1200 毫米/年·平均，年平均相对湿度 81-85%，年平均日照 950-1180 小时，常年温差和昼夜温差小，湿度大，土壤丰富，有水稻土、新积土、紫色土等六大类优质土壤，非常适合种植糯、稻、玉米、小麦、高粱等作物。这些正是酿造五粮液配方中的主要原料。特别是宜宾紫色土上种植的高粱，属糯高粱种，所含淀粉大多为支链淀粉，是五粮液独有的酿酒原料。而五粮液筑窖和喷窖用的弱酸性黄粘土，粘性强，富含磷、铁、镍、钴等多种矿物质，尤其是镍、钴这两种矿物质只有五粮液培养泥中才有微弱量，其他酒厂的培养泥中都没

有。这个生态环境非常有利于酿酒微生物的生存。五粮液的生产需要 150 多种空气和土壤中的微生物参与发酵，因此，必须要有能适应 150 多种微生物共生共存的自然生态环境，而这样的环境只有在万里长江第一城的宜宾才能找到。如果缺了这些环境，五粮液的酒味就没有这么全面，这都使得五粮液更具独有性。

● 独有的酿造工艺使五粮液十里酒城上空形成了独有的微生物圈

五粮液的工艺技术是独有的，采用独有的“包包曲”作为空气和泥土中的微生物结合的载体，非常适合酿造五粮液的 150 多种微生物的均匀生长和繁殖，而其他白酒只利用了空气中的微生物，所以酒味不全面。而五种粮食的配方，更将不同粮食的香气和产酒的特点融合在一起，形成了“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、尤以酒味全面而著称”的风格特点，在浓香型白酒中独占鳌头。

条件二：具备广泛的群众基础

关于这一大条件，我们从白酒的品牌定位以及消费细分上来进行分析。

● 大众消费领域

在此轮行业调整之前，五粮液作为一线高端名酒的代表，其目标消费群体主要聚焦在“三公消费”以及高档商务宴请等人群上。然而，此次的行业危机迫使公司进入深入调整阶段，从消费品的根本属性出发，重回市场化轨道运作。从终端市场草根调研的结果来看，公司以五粮春、五粮醇为代表的中低端产品销售良好，且保持着增长之势。我们认为，这一数据可部分验证了五粮液在大众消费领域所展现出的品牌实力。

通过观察研究大众消费白酒的属性，我们发现，其更多地表现出一种惯性，在强调大众化的生活方式之余，品牌的选择一方面是契合了消费结构升级的基本要求；另一方面则是在消费者深层次的心理上更多地满足了虚荣心的要求。更为重要的是，大众消费需求提升，可使得企业占有更多的市场份额，从而拉大与其他同类品牌间的竞争优势。目前，这在五粮液与泸州老窖之间表现的尤为突出。

● 上层消费领域

应该说，以往五粮液在上层消费领域已经具有了一定优势，但是，随着原先以政府、军队为代表的主流消费人群受限，一线高档名酒不得不开始转入商务领域来寻求更大的市场。虽然和红酒的时尚、新潮、清爽、不易醉相比，白酒的粗放、强烈和传统往往面临着一些争议，但是从目标消费群体角度来看，随着 70 后人群逐渐成为社会组织结构的中流砥柱和财富的拥有者，他们的消费喜好仍然支撑着白酒的消费。作为人际交流的重要媒介，因工作应酬而饮酒仍是当前白酒消费最主要的形态。

在“禁酒令”之后，白酒消费群体的消费方式发生变化。根据调查数据显示，商务场合白酒消费的主流价位区间为 151-450 元。消费者在商务场合首选白酒价位集中在 151-300 元之间和 301-450 元之间。高收入群体中，消费价位在 600 元以上比例则占到了 37.2%，远高于低收入群体和中等收入群体。同时，从喝酒的频率来看，高、中、低收入者一周至少喝 2 次酒的比例分别为 70.2%、53% 和 36%。因此，我们认为，五粮液在将主品牌价格带降至 600 元左右之后，正好契合了在社交场合需要高频次喝酒的高收入阶层消费群体的消费需求，在这一领域

上的优势目前已表现的十分显著。

条件三：符合消费者习惯偏好

白酒消费是一种习惯性的消费行为。不同地域有着不同的消费习惯。在目前的中国来看，浓香型白酒的消费人群远高于酱香型消费人群。因此，导致浓香型白酒成为本轮行业调整中受影响相对较大的产品品类。我们预计，未来浓香型白酒的产业集中度将会越来越高，白酒行业将迎来真正意义上的浓香大战。

那么，纵观整个浓香型白酒品类，我们认为，五粮液正在逐一满足以上三要素，充分发挥自身在原有高档商务社交市场优势的同时，正积极转型深入迈进大众消费领域，稳步提升提升自身市场占有率，以期能在行业转型的过程中抓住机遇，以龙头之势重获未来新一轮增长。

（二）强势品牌下的营销体系调整

五粮液营销转型之四大看点：

1、降价顺渠道 保价量平衡

调低产品出厂价，从根源上解决了持续困扰公司业绩的产品价格“倒挂”问题。

回顾历史，自2001年12月起至今，五粮液共经历了数十次调价。除了最近的一次，价格可谓是一路上涨。调价起初是提价频、幅度小，2010年开始大幅提价，直至2014年5月重回609元/瓶。

表3：五粮液历史调价情况

| | 出厂价:52度五粮液:500ml (元/瓶) | 调价幅度:高度五粮液 (%) |
|----------|------------------------|----------------|
| 2001年12月 | 249 | 0 |
| 2003年9月 | 330 | 32.5 |
| 2005年1月 | 343 | 4 |
| 2006年1月 | 348 | 1.5 |
| 2006年7月 | 368 | 5.8 |
| 2007年2月 | 388 | 5.5 |
| 2007年10月 | 418 | 7.7 |
| 2008年1月 | 438 | 4.7 |
| 2010年1月 | 509 | 16.2 |
| 2011年9月 | 659 | 30 |
| 2013年2月 | 729 | 10.62 |
| 2014年5月 | 609 | -16.46 |

资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

自 2013 年以来，因渠道库存较高，五粮液的核心产品普五在市场上一度出现“倒挂”现象。鉴于此，2014 年 5 月份，五粮液终于宣布调价。普五出厂价下调 120 元至 609 元，团购价 659 元，零售指导价 729 元，随后也对其他产品进行了调价。

单纯从出厂价的角度来看，2013 年公司在普五 729 元/瓶的基础上通过一系列的返利及补贴政策，实际拿货成本大经销商约在 580-590 元；而小经销商则在 620-630 元。换言之，当此前普五一批价在 600 元/瓶上下时，大经销商特别是核心经销商可基本实现盈亏平衡甚至部分略有盈余，但对小经销商而言，经营压力是显而易见的。我们认为，公司此番降价的主要目的是为了从根源上解决渠道串货等不良因素，加强价格管控，提升市场信心。最终在价格稳定透明的基础上，通过旺季的快速走量抬升一批价格，使经销商回归正常打款。

然而，降价后的一批价在经历 2014 年 10-11 月的淡季冲击以及“双十一”的电商价格战之后，仍出现了部分“倒挂”亏损的情况，因此，有市场悲观观点认为，五粮液的出厂价 2015 年仍将有向下调整的可能。因此，根据未来市场可能发生的情况，基于不同的销量和出厂价假设，我们对公司酒类营业收入进行敏感性分析，如下表所示：

表 4：普五销售收入敏感性分析（单位：千万元）

| 普五出厂单价变动（元） | 销量变动百分比 | 80% | 90% | 100% | 110% | 120% |
|-------------|---------------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| | 销量（万吨） 出厂价（千元/吨） | 0.88 | 0.99 | 1.1 | 1.21 | 1.32 |
| 509 | 1018 | 895.84 | 1007.82 | 1119.8 | 1231.78 | 1343.76 |
| 559 | 1118 | 983.84 | 1106.82 | 1229.8 | 1352.78 | 1475.76 |
| 609 | 1218 | 1071.84 | 1205.82 | 1339.8 | 1473.78 | 1607.76 |
| 669 | 1338 | 1177.44 | 1324.62 | 1471.8 | 1618.98 | 1766.16 |
| 729 | 1458 | 1283.04 | 1443.42 | 1603.8 | 1764.18 | 1924.56 |

资料来源：调研数据，中国银河证券研究部测算

依照 1618 和普五等高端产品占其收入比重超过 70% 计算，我们认为，即使最极端悲观的情况发生，公司仍有约 130 亿元的销售收入，对应目前的市场价格，PE 仅为 20 倍，因此目前公司股价具有极高的安全边际。而一旦价格稳住，走量情况开始好转，保守估计全年可实现超过 210 亿元的销售收入，2015 年估值修复空间仍将十分可观。

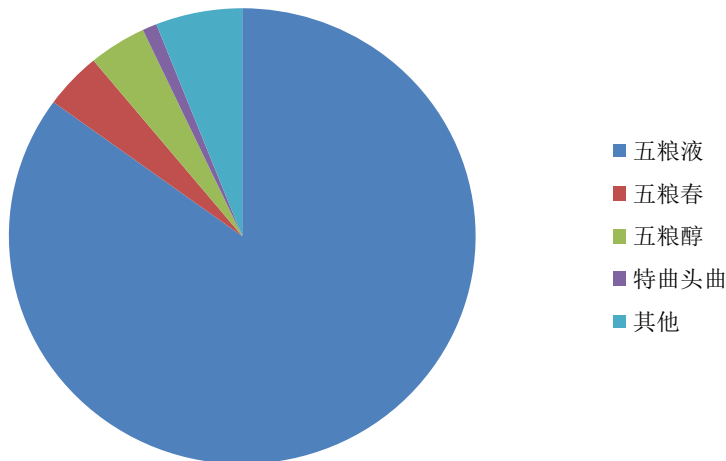
2、品牌新格局下梳理产品价格体系

在产品结构方面，公司通过开发高价位的低度产品，以及特曲、头曲、绵柔尖庄等中低端产品，现已初步确立以“1+5+N”为主的品牌新格局。具体分析：“1”是指高端产品普五（包含 1618），发展战略是抢占市场份额，深度挖掘渠道资源；“5”是指中低档腰部产品，包括有五粮春、五粮醇、特曲头曲、绵柔尖庄和六和液五大重点品牌；“N”则是特定区域市场中的区域性品牌。于今年 8 月 29 日正式推出的其核心产品系列新成员“五粮人家”酒，成功实现了五粮液“1+5+N”产品布局战略规划下的第一款区域产品的顺利上市。我们认为，此举标志着五粮液的“产品创新”战略正式部署落实，针对行业调整期设定的市场操作精细化、产品布局区域化、品牌发展亲民化的“新名酒运动”正式拉开了高速发展的序幕。

而针对市场上争论已久的产品线太过繁杂、价格体系混乱等问题，五粮液已决定对旗下产品价格体系进行梳理，将重点对 200 元以上的部分品牌有计划进行清理，保持每一个价位有

2~3 支代表性品牌，其余一律清理，避免品牌之间相互竞争的局面出现。

图 11: 分产品收入贡献分析



资料来源: 调研数据, 中国银河证券研究部整理

从收入贡献来看, 目前主品牌五粮液仍然是主要的收入来源, 但从实际调研数据来看, 普五并不是公司销售量最大的单品, 因此, 价格的稳定就成为稳定公司收入的核心要素。经过 2014 年以来的不断调价调整, 目前价格已经基本稳定, 我们认为, 随着旺季终端需求的不断提升, 预计产品的单价也将企稳且得到部分修复。如果此预期在旺季能顺利得到验证, 那么五粮液整体业绩在 2015 年将有望见底回升。

3、积极试点直分销模式 推动系列酒独立运作

五粮液此前最为市场所担忧的就是其杂乱无序的经销商管理, 长久以来的“坐商”使得公司的经销商不仅数量多、乱, 而且市场运作的的能力较弱。这也使得在行业的调整初期公司出现了如“串货”、“价格倒挂”等各类问题, 影响了公司的业绩表现。基于对行业调整周期中长期的判断, 公司在本轮调整中尽快完成对渠道的梳理, 由“坐商”变为“行商”就显得尤为迫切了。因此, 公司在调整经销商结构的过程中, 选择积极扶植有能力的核心大商, 淘汰掉缺乏市场竞争力的部分小经销商, 重新构建市场化的网络体系, 提高商家的服务能力、管理能力和配送能力。在一系列转变的基础上, 公司的渠道重新变为“由公司直接管理核心经销商(约 500 家各区域中的优秀商家), 其余经销商变为分销商向核心经销商拿货”的直分销体系。

同时, 为保证市场运作更加积极有效, 增强公司对渠道的影响力, 公司提出设立华北、华东、华南、华中、西南、西北以及东北七大营销中心, 并已于今年 7 月基本完成全国七大营销中心的布局。公司希望依托营销中心作为营销服务平台, 开展深度分销, 并联合部分经销商在条件成熟的情况下组建合资公司, 以此来提升五粮液在各个区域的市场占有率。而前述提到的 8 月 29 日在武汉新推出的“五粮人家”酒, 就是为了实践五粮液的营销体系改革而生, 其业绩也将与五粮液华中区域的管理层挂钩。未来也将考虑引进部分经销商联合组建营销公司, 实现混合所有制在营销体系上的实践。

图 12: 五粮液遍布全球的营销网络



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部整理

我们认为, 通过营销中心自建渠道将有利于增强公司对渠道的影响力。五粮液设立全国七大营销中心, 并在此基础上设立子公司, 通过引入民营资本混合所有制, 给予了子公司更大的市场自主权, 对进一步贴近市场、增强对市场的反应能力都将起着积极的促进作用, 表明了公司为强化新型厂商关系所做的努力。但是, 如何通过有效的激励政策来激发各级管理团队的积极性或将是未来公司改革的重点方向之一。

4、重视新型渠道（如电商）的多元化构建

我们认为, 考虑到目前年轻一代新兴的消费习惯趋势, 未来多元化的渠道构建是快消品行业亟待重点关注的方向之一。现阶段, 五粮液在线上渠道已经与酒仙网和京东建立了战略合作关系, 其中以京东为例, 签订的协议是三年累计销售 50 亿元。在发展补充渠道的同时, 为了减少线上渠道的低价策略对传统经销商渠道产生价格上的冲击, 公司还特别推出了针对电商渠道的专属产品。预计未来在这些全新且多元化的新兴渠道中还会有更多深层次合作, 比如, 利用电商平台所拥有的大量消费者数据库、丰富的行业运营经验、庞大的自建物流体系以及自主研发的信息技术体系, 与公司的各项业务展开深度对接, 以达到促进现有产品潜力、推进新市场的开发、规范市场秩序、维护品牌形象以及共享资源等长期发展目标。

四、外延式增长：新品与原有产品共振

按照我们前文的分析，接下来区域型白酒势必将面临一轮大调整。在这个过程中，除了会有一些区域强势品牌依靠有力的细分市场优势实现突围外，其余地区性品牌业绩恐将持续承压，甚至亏损。因此，我们认为，**调整促使资产价格回落，白酒行业将会迎来一波并购高潮。**

在上述背景下，五粮液早在调整初期便出资 2.55 亿元与和君咨询、邯郸市政府三方共同投资河北永不分梨酒业股份有限公司，作为五粮液整合的首家区域白酒企业，控股永不分梨酒业被认为是五粮液重组区域品牌、投资白酒灌装基地的第一步。进入 2014 年，五粮液继续推进“走出去”战略，以深度区域化为主线，依托五粮液品牌及渠道势能进行渗透式扩张。我们通过梳理公司今年的营销调整工作发现，“走出去”战略正依托华中市场的试点落地。

2014 年 7 月，五粮液发布公告称将出资 2.55 亿投资河南五谷春酒厂 51% 的股权，而五谷春酒业将采取委托生产模式，重点打造“乌龙”与“金谷春”两个品牌，借助当地强大的资源品牌，打造区域强势品牌。我们认为，这是参照此前河北模式进行的整合与重组，最终形成各个灌装基地和区域品牌运作基地点面结合的布局。预计 2015 年公司将会继续开展并购业务以获得外延式增长。

在对外收购兼并的基础上，我们同样可以看到，原有区域品牌+新品的共振与配合。2014 年 8 月，五粮液推出首款区域营销品牌“五粮人家”酒，由五粮液公司直营、华中营销中心直管、经销商直销的三级直属管理模式，重点针对湖北、湖南、河南、江西四个中部省区。至此，华中营销中心已初步形成“2+1+N”（2：指乌龙和金谷春品牌；1：指五粮人家；N：指五粮液其他品牌产品）的品牌战略格局。我们认为，这一完善的中低档产品布局可对渠道产生更为充分的渗透，将有利于五粮液在华中地区抢占市场份额。

图 13：五粮液华中地区代表性产品



金谷春

五粮人家（家酿） 五粮人家（家藏）

乌龙

资料来源：中国银河证券研究部整理

五、附录

五粮液 (000858.SZ) 财务预测表 (百万元)

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|----------|------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 25763.50 | 43308.19 | 35291.09 | 52664.37 | 营业收入 | 24718.59 | 20632.53 | 22730.08 | 25359.95 |
| 应收和预付款项 | 312.46 | 269.80 | 357.44 | 344.93 | 营业成本 | 6610.41 | 5741.27 | 6041.82 | 6657.76 |
| 存货 | 6885.59 | 4896.41 | 7502.36 | 6160.40 | 营业税金及附加 | 1849.03 | 1583.35 | 1721.91 | 1918.69 |
| 其他流动资产 | 3980.68 | 893.30 | 4424.82 | 1794.88 | 营业费用 | 3382.18 | 3920.18 | 4091.41 | 4311.19 |
| 长期股权投资 | 120.58 | 121.34 | 121.65 | 122.19 | 管理费用 | 2263.64 | 1856.93 | 2273.01 | 2536.00 |
| 固定资产和在建工程 | 5905.19 | 3899.47 | 3936.84 | 4012.03 | 财务费用 | -826.88 | -978.48 | -1141.87 | -1288.33 |
| 无形资产和开发支出 | 293.64 | 234.50 | 249.65 | 270.95 | 资产减值损失 | 5.01 | 3.47 | 4.08 | 4.46 |
| 其他非流动资产 | 867.88 | 469.92 | 614.63 | 648.76 | 投资净收益 | 4.30 | 3.24 | 3.51 | 3.68 |
| 资产总计 | 44129.50 | 54092.91 | 52498.48 | 66018.51 | 公允价值变动损益 | -7.07 | -2.92 | -3.07 | -4.35 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业利润 | 11432.43 | 8506.13 | 9740.15 | 11219.52 |
| 应付账款 | 583.99 | 91.46 | 150.22 | 116.09 | 其他非经营损益 | -185.35 | -48.60 | -65.81 | -99.92 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 11247.08 | 8457.52 | 9674.34 | 11119.60 |
| 其他负债 | 6526.23 | 13381.25 | 6467.86 | 13980.98 | 所得税 | 2924.86 | 2199.42 | 2515.86 | 2891.71 |
| 负债合计 | 7110.22 | 13472.70 | 6618.07 | 14097.07 | 净利润 | 8322.22 | 6258.10 | 7158.47 | 8227.89 |
| 归属母公司股东权益 | 36092.64 | 39447.79 | 44421.56 | 50129.99 | 少数股东损益 | 349.40 | 245.77 | 286.44 | 332.60 |
| 少数股东权益 | 926.64 | 1172.42 | 1458.85 | 1791.45 | 归母净利润 | 7972.81 | 6012.33 | 6872.04 | 7895.29 |
| 股东权益合计 | 37019.28 | 40620.21 | 45880.41 | 51921.44 | 每股收益 (EPS) | 2.10 | 1.58 | 1.81 | 2.08 |
| 负债和股东权益合计 | 44129.50 | 54092.91 | 52498.48 | 66018.51 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 财务指标 | | | | |
| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 8322.22 | 6258.10 | 7158.47 | 8227.89 | 毛利率 | 73.26% | 72.17% | 73.42% | 73.75% |
| 折旧与摊销 | 681.54 | 633.30 | 632.34 | 701.76 | 销售净利率 | 33.67% | 30.33% | 31.49% | 32.44% |
| 经营性现金净流量 | 339.38 | 17634.93 | -6550.99 | 19105.02 | ROE | 22.48% | 15.41% | 15.60% | 15.85% |
| 投资性现金净流量 | -434.02 | 1598.18 | -712.94 | -834.30 | ROA | 18.86% | 11.57% | 13.64% | 12.46% |
| 筹资性现金净流量 | -2200.14 | -1688.43 | -753.17 | -897.44 | ROIC | 21.43% | 13.90% | 14.13% | 14.45% |
| 现金流量净额 | -2294.78 | 17544.69 | -8017.10 | 17373.28 | 销售收入增长率 | -9.13% | -16.53% | 10.17% | 11.57% |
| EBITDA | 11155.72 | 8054.75 | 9127.69 | 10502.03 | 营业利润增长率 | -16.56% | -25.60% | 14.51% | 15.19% |
| | | | | | 净利润增长率 | -19.75% | -24.59% | 14.30% | 14.89% |

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 帝亚吉欧收购后的利润率与毛利率均显著提升 | 3 |
| 图 2: 收购使得 Diageo 的总资产规模和回报率提升至较高水平 | 3 |
| 图 3: 保乐力加收购后的利润率与毛利率也有所提升 | 4 |
| 图 4: 收购使得保乐力加的资产规模迅速提升 | 4 |
| 图 5: 全球龙头公司 PEG、EV/EBITDA14E (倍) | 6 |
| 图 6: 我国白酒行业 2010-2014 年前 11 月单月产量及增速变动 | 8 |
| 图 7: 我国白酒行业收入累计值及增速变动(2000-2014 年 1-11 月) | 9 |
| 图 8: 我国白酒行业利润总额累计值及增速(2000-2014 年 1-11 月) | 9 |
| 图 9: 我国白酒行业毛利率水平变动 (2000 -2014 年前 11 月) | 9 |
| 图 10: 我国白酒行业利润总额比率变动 (2000-2014 年前 11 月) | 9 |
| 图 11: 分产品收入贡献分析 | 15 |
| 图 12: 五粮液遍布全球的营销网络 | 16 |
| 图 13: 五粮液华中地区代表性产品 | 17 |

表格目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1: 全球同行估值对比: 寻找可比水平 (倍) | 5 |
| 表 2: 公司品牌价值情况 | 11 |
| 表 3: 五粮液历史调价情况 | 13 |
| 表 4: 普五销售收入敏感性分析 (单位: 千万元) | 14 |
| 五粮液 (000858.SZ) 财务预测表 (百万元) | 18 |

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。本报告清晰准确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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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
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：

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：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn