

五粮液 (000858)

强烈推荐

行业：白酒

## 大小周期并起，内生外延共进

**核心观点：**白酒板块经四年深度调整，优化了消费结构和产品结构，业绩恢复正增长，景气度回升。目前需求端存在大周期机会，供给侧进入小周期拐点。预期差修复过程中仍有估值提升机会。五粮液是浓香型白酒龙头标的，估值便宜，在复苏周期中优先受益。无论渠道管理还是量价制定，无论内生可持续性还是外延并购时机，五粮液都占据优势，掌握着主动权。长期来看，建议把握五粮液价值投资机会；短期来看，公司一季度业绩环比/同比增长明确，提示关注一季报披露前的投资时点。

### 投资要点：

◇ **行业回暖：供需传动，逆势复苏利好龙头标的。**消费升级带动消费结构调整，大众消费和商务消费目前态势好，未来后劲强；需求传导推动产业升级，产品结构调整和商业模式转型助力板块逆势复苏；需求逐步释放，未来成长稳健，消费人口红利还将受益 10 年；结构性涨价，多价位受益，板块整体打开成长空间。五粮液作为浓香型白酒龙头，产品线全、品牌力强，在复苏周期中率先受益。

◇ **内生增长：量价齐升，精细营销提升综合效益。**普五二度提价，系列酒放量，公司基本面整体向好；营销网络优化，中转仓落地，管理扁平化贴近市场。精细化营销有助于改善公司盈利指标，增强对市场的反应速度，同时强化价格管理。公司 2016 年营业收入增速有望重回两位数，利润总额增速有望超预期。

◇ **渠道变革：发力电商，创新模式期待营收增量。**联手苏宁发力电商，深度参与“互联网+”销售。未来大数据挖掘，营业模式升级，消费者需求定制化等值得期待。短期有助于增加销量和销售收入，长期为发展自有电商做好铺垫。

◇ **并购预期：五年百亿，并购规划提速产业整合。**公司并购意愿强烈，也有成功操作先例，更有雄厚资金和实力支撑。预计公司未来资本操作的重心会放在销售规模 10 亿以上的优质并购。未来营业收入和利润的增厚，以及并购协同的效果值得期待。

◇ **催化因素：**通胀预期，混改落地，消费税改革，深港开通等。

**投资建议：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，2016 年目标价格 35.49 元。**

测算 2016-2018 年净利润为 67.36/75.90/87.30 亿元，对应 EPS 为 1.77/2.00/2.30 元。给予 2016 年 20xPE，目标价格 35.49 元，距离当前市场价格仍有 30%以上提升空间。

**风险提示：**动销不畅，茅台放量，假冒产品，食品安全，税率上调等。

### 主要财务指标

| 单位：百万元    | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 21659 | 23825 | 26684 | 30687 |
| 收入同比(%)   | 3%    | 10%   | 12%   | 15%   |
| 归属母公司净利润  | 6176  | 6736  | 7590  | 8730  |
| 净利润同比(%)  | 6%    | 9%    | 13%   | 15%   |
| 毛利率(%)    | 69.2% | 70.0% | 69.0% | 67.0% |
| ROE(%)    | 14.3% | 14.3% | 14.8% | 15.5% |
| 每股收益(元)   | 1.63  | 1.77  | 2.00  | 2.30  |
| P/E       | 16.59 | 15.21 | 13.50 | 11.74 |
| P/B       | 2.36  | 2.18  | 2.00  | 1.82  |
| EV/EBITDA | 9     | 9     | 8     | 7     |

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：郑汉镇

S0960116010005

0755-88323297

zhenghanzhen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 35.49

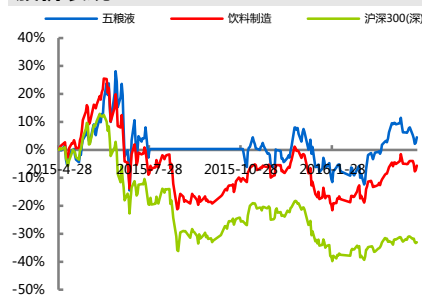
当前股价： 27.14

评级调整： 首次

### 基本资料

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 3,796  |
| 流通股本(百万股) | 3,796  |
| 总市值(亿元)   | 1,030  |
| 流通市值(亿元)  | 1,030  |
| 成交量(百万股)  | 18.66  |
| 成交额(百万元)  | 505.55 |

### 股价表现



### 相关报告

## 目 录

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| <b>一、 公司简介：浓香龙头，因时因势而动</b> .....             | <b>4</b>  |
| 1. 品牌发展、股权改革、产能产品、盈利指标.....                  | 4         |
| 2. 经营策略主动，“入市”姿态实施“1+5+N”战略.....             | 8         |
| <b>二 行业分析：大小周期并起，格局分化“酿”板块重构</b> .....       | <b>10</b> |
| 1. 行业周期：需求端存在大周期机会；供给侧进入小周期拐点.....           | 10        |
| 2. 行业趋势：需求不减引渠道发力；格局分化导横向并购.....             | 13        |
| 3. 行业空间：消费转型促稳健增长；结构涨价造成长空间.....             | 14        |
| 4. 行业竞争：集中度逐步提升；整合时机渐成熟.....                 | 15        |
| 5. 板块估值：预期差修复过程中仍有估值提升机会.....                | 19        |
| <b>三 公司经营：内生外延共进，品牌重塑“造”估值回升</b> .....       | <b>20</b> |
| 1. 内生增长：动销改善；结构性调价；精细化营销；发力电商.....           | 20        |
| 2. 外延并购：五年百亿，优先考虑规模 10 亿以上并购.....            | 24        |
| 3. 未来展望和经营预期.....                            | 24        |
| 4. 催化因素：通胀预期；混改落地；消费税改革；深港通开通.....           | 26        |
| <b>四 投资策略：强烈推荐，2016 年目标价 35.49 元</b> .....   | <b>27</b> |
| 1. 财务状况分析.....                               | 27        |
| 2. 盈利预测和投资建议：“强烈推荐”评级，2016 年目标价 35.49 元..... | 29        |
| <b>五 风险提示</b> .....                          | <b>30</b> |

## 图目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图 1 公司发展历史沿革 .....                           | 4  |
| 图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....                  | 5  |
| 图 3 公司产能扩充状况分析 .....                         | 6  |
| 图 4 公司营业收入占比情况（2015 年） .....                 | 6  |
| 图 5 公司整体盈利水平分析（2006-2015 年） .....            | 7  |
| 图 6 公司三项费用率分析（2006-2015 年） .....             | 7  |
| 图 7 公司优化销售系统组织架构 .....                       | 8  |
| 图 8 公司期末现金和现金等价物余额规模庞大（2009-2015 年） .....    | 9  |
| 图 9 我国城镇居民人均可支配收入状况（2005-2015 年） .....       | 10 |
| 图 10 我国国内生产总值状况（2005-2015 年） .....           | 11 |
| 图 11 三大需求对国内生产总值增长的贡献率（2005-2015 年 Q3） ..... | 11 |
| 图 12 白酒实际总产量和增速分析（2005-2015 年） .....         | 12 |
| 图 13 我国 80 后人口总数达 2.28 亿（第六次人口普查） .....      | 13 |
| 图 14 不同香型白酒销售收入占比（2014 年） .....              | 16 |
| 图 15 不同规模酒企销售收入占比（2014 年） .....              | 17 |
| 图 16 不同规模酒企利润总额占比（2014 年） .....              | 17 |
| 图 17 白酒板块地域集中度呈上升趋势（2006-2015 年） .....       | 18 |
| 图 18 白酒板块规模以上企业数量逐年增多（2011-2015 年 H1） .....  | 18 |
| 图 19 市场舆论关于公司提价动因的判断分析 .....                 | 21 |
| 图 20 白酒产业链简图.....                            | 27 |
| 图 21 白酒供应链简图.....                            | 28 |

## 表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 表 1 我国历届名酒评选情况 .....                     | 4  |
| 表 2 公司前十大股东（2015 年年报） .....              | 5  |
| 表 3 公司酒类产品营收&利润对比（按价位） .....             | 7  |
| 表 4 我国消费时代变迁 .....                       | 10 |
| 表 5 我国主要香型白酒销售收入统计表（单位：亿元） .....         | 15 |
| 表 6 不同价位白酒产品分布格局 .....                   | 16 |
| 表 7 混改主题相关的白酒企业的估值情况（截至 2015/4/22） ..... | 29 |

## 一、公司简介：浓香龙头，因时因势而动

### 1. 品牌发展、股权改革、产能产品、盈利指标

五粮液是我国著名白酒企业，以酿制、生产、销售浓香型白酒为主要业务，凭借主要产品“五粮液”酒系列而驰名海内外，是享誉百年的中国酒业大王。

**表 1 我国历届名酒评选情况**

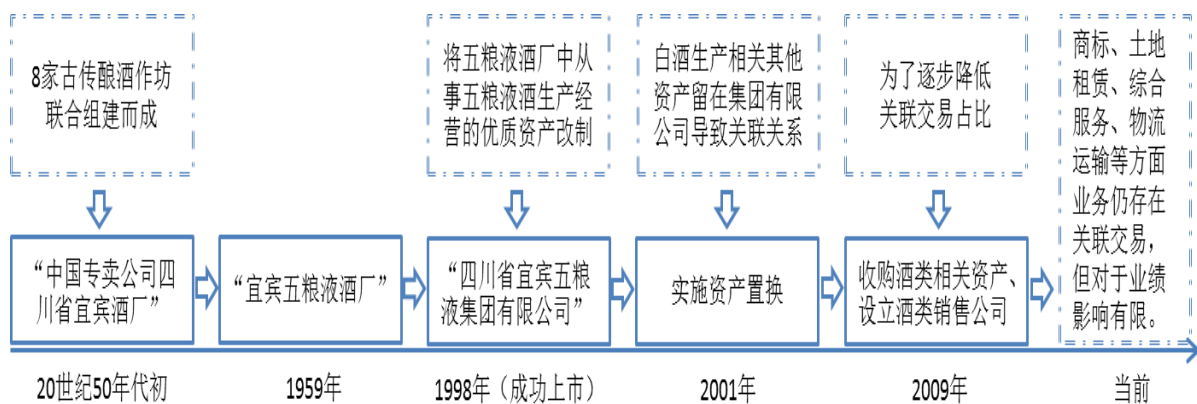
| 届数  | 年份    | 获奖数量  | 地点 | 获奖品牌                                                                                   |
|-----|-------|-------|----|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 第一届 | 1952年 | 四大名酒  | 北京 | 茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒                                                                       |
| 第二届 | 1963年 | 八大名酒  | 北京 | <b>五粮液</b> 、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒                                            |
| 第三届 | 1979年 | 八大名酒  | 大连 | 茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲                                            |
| 第四届 | 1984年 | 十三大名酒 | 太原 | 茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒                   |
| 第五届 | 1989年 | 十七大名酒 | 合肥 | 茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒 |

资料来源：中国中投证券研究总部

在“2015（第21届）中国品牌价值100强”评选中，五粮液凭借761.26亿元的品牌价值再次蝉联“中国最有价值品牌”第三名，连续21年保持白酒制造行业第一。

五粮液公司的前身是“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，最初由8家古传酿酒作坊在20世纪50年代初联合组建而成。随后公司因时因势，紧随时代变迁，多次改制和扩充产能、提升工艺，逐步发展成为产品线全面、产能充沛、营销系统完善、综合效益极具竞争力的白酒上市龙头。

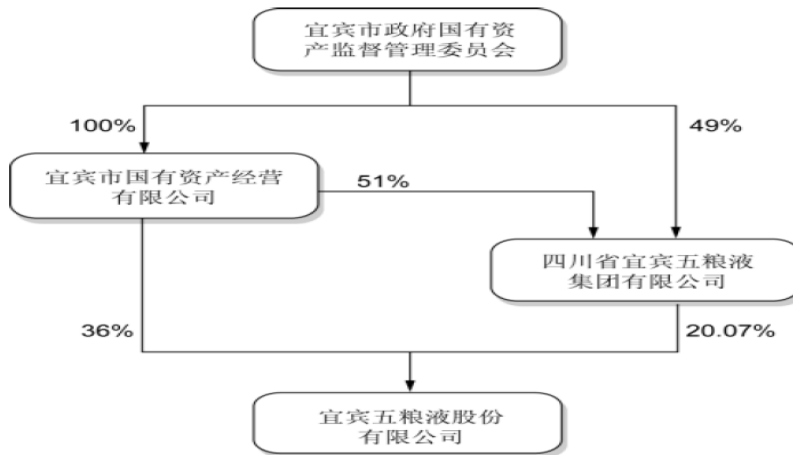
**图 1 公司发展历史沿革**



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

2012 年之前，宜宾市国有资产经营公司为公司控股股东，持股比例为 56.07%。五粮液集团有限公司不直接持有公司股份。2012 年下半年，宜宾市国资委将宜宾市国资公司所持五粮液 20.07%股份划转至五粮液集团有限公司，并将宜宾市国资委持有的五粮液集团 51%股权无偿划转给宜宾市国资公司持有。至此，宜宾市国资公司持有公司 36%股份，仍为公司第一大股东；五粮液集团有限公司持有公司 20.07%股份，成为第二大股东。宜宾市国资委是公司实际控制人，合计持有股权 56.07%。

**图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 2 公司前十大股东（2015 年年报）**

| 股东名称                                | 持股数量(股)       | 占总股本比例(%) |
|-------------------------------------|---------------|-----------|
| 宜宾市国有资产经营有限公司                       | 1,366,548,020 | 36.00     |
| 四川省宜宾五粮液集团有限公司                      | 761,823,343   | 20.07     |
| 中国证券金融股份有限公司                        | 73,276,074    | 1.93      |
| 中央汇金资产管理有限责任公司                      | 40,192,100    | 1.06      |
| 全国社保基金一零二组合                         | 34,266,510    | 0.90      |
| 泰康人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-019L-FH002 深   | 27,616,112    | 0.73      |
| 全国社保基金一零三组合                         | 20,005,231    | 0.53      |
| 泰康人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-019L-CT001 深 | 17,572,751    | 0.46      |
| 中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红              | 15,806,466    | 0.42      |
| 全国社保基金一一二组合                         | 15,750,000    | 0.41      |
| 合计                                  | 2,372,856,607 | 62.51     |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

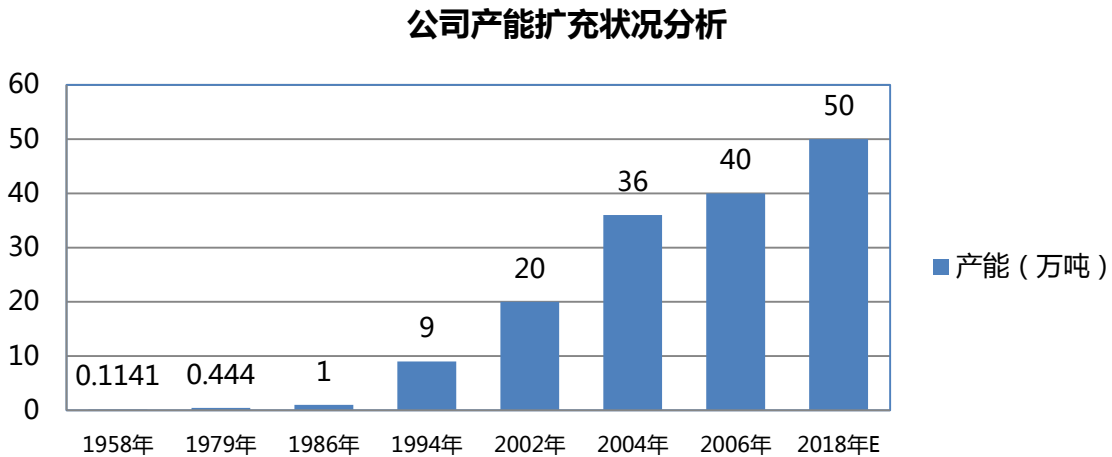
2015 年 10 月 30 日，公司响应国务院国资委混改课题，发布非公开发行股票预案，出台“混改”方案，旨在通过新项目募集资金，实现员工、经销商和基金公司共同持股。

关于非公开发行股票暨员工持股计划事项，目前正等待宜宾市政府、四川省国资委批复。从审核流程看，计划执行不存在技术障碍；当前股价也高于发行价，有安全边际。

引入战略投资者是公司改善股权结构、完善治理的重要举措，有利于激发公司活力、促进业务发展、确保科学决策和综合效益。治理结构持续改善提升了公司长期投资价值。

公司现有产能超过 40 万吨/年,为行业之最。目前公司正着手推进产能进一步扩充,计划三年内新增产能 10 万吨/年。公司产能充足,能够满足市场长期需求;而公司基于长远发展考虑而制定的优质基酒产能扩充规划,将从根本上提升公司的核心竞争力,这也充分体现了公司发展壮大的决心和信心。

**图 3 公司产能扩充状况分析**

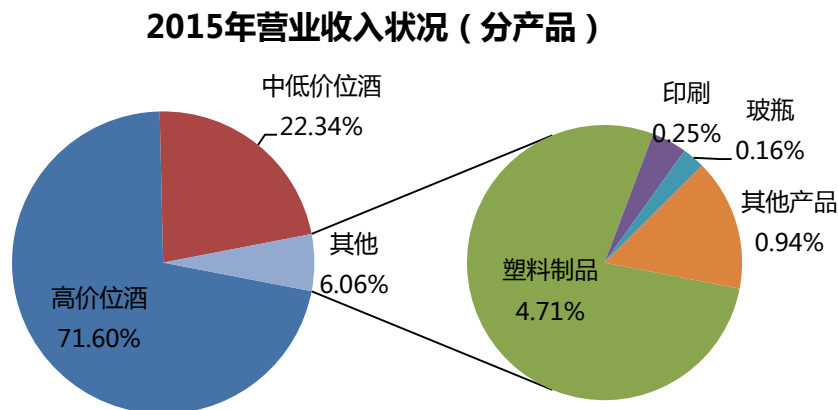


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2015 年公司实现营业总收入 216.59 亿元,同比增长 3.08%;实现归属于上市公司股东的净利润 61.76 亿元,同比增长 5.85%。公司 2015 年实际业绩比年初披露的经营计划实现了增长,好于预期。

从营业收入占比情况看,公司酒类产品贡献了营业收入主体,占比达到 93.94%,酒类产品 2015 年总体销售量达到 13.74 万吨,较 2014 年 11.89 万吨增长了 15.57%,主要系中低价位产品的销量增加所致。而五粮液产品系列(包括普五、五粮液·1618、五粮液·老酒、五粮液低度系列酒等)销量占比不足两成,却贡献了营业收入七成以上。

**图 4 公司营业收入占比情况 (2015 年)**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**表 3 公司酒类产品营收&利润对比 (按价位)**

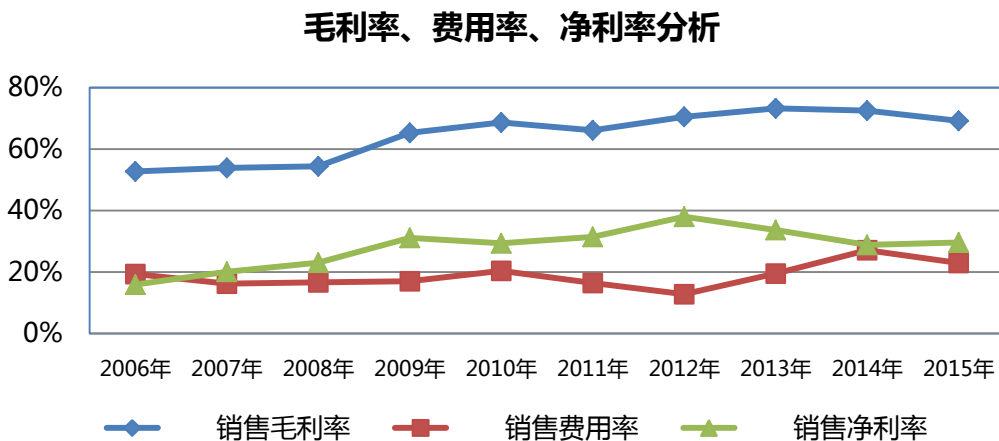
|       | 营业收入              | 营业成本             | 毛利率    | 营收同比   | 成本同比   | 毛利率同比        |
|-------|-------------------|------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 高价位酒  | 15,507,118,343.96 | 2,839,083,998.29 | 81.69% | -0.76% | 13.71% | 下降 2.33 个百分点 |
| 中低价位酒 | 4,838,766,169.21  | 2,611,392,229.11 | 46.03% | 9.99%  | 8.46%  | 增长 0.76 个百分点 |
| 合计    | 20,345,884,513.17 | 5,450,476,227.40 | 73.21% | 1.60%  | 11.13% | 下降 2.30 个百分点 |

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

注：高价位酒指公司酒类产品（500ml）含税售价在 120 元及以上的主要产品

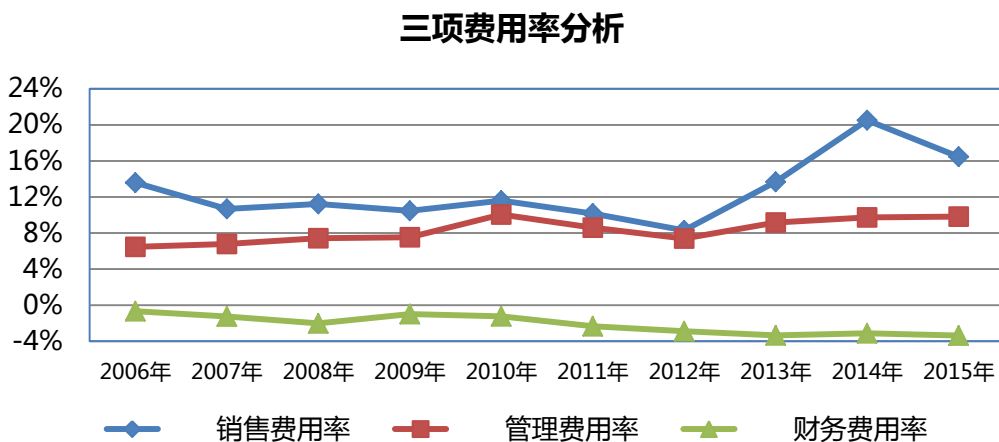
中低价位产品的毛利率贡献率较低，其销量比重上升导致酒类产品整体毛利率水平下滑（负 2.3 个百分点）。但从公司整体盈利指标来看，尽管销售毛利率（69.2%）相比 2014 年有所下滑，但公司通过成本费用预算管控等措施加强管理已经收到了效果，销售费用率下降 4.2 个百分点；而承兑汇票到期收现使现金流净额达 66.91 亿元，增加了公司的财务收入。2015 年公司净利率相比 2014 年（28.83%）有所提高，达到 29.6%。

**图 5 公司整体盈利水平分析 (2006-2015 年)**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 6 公司三项费用率分析 (2006-2015 年)**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 2. 经营策略主动，“入市”姿态实施“1+5+N”战略

2015 年国内外经济形势持续走低，白酒板块内外部环境依然严峻；但板块调整期从 2012 年限制“三公消费”和出台“八项规定”时就已经开始，目前已进入筑底回暖关键时点。经济大环境层面也对投资驱动存在较高预期，新开投资项目增多有利于白酒消费需求增长。

面对机遇与挑战，公司顺应新常态，因时因势而动，经营策略较为主动。

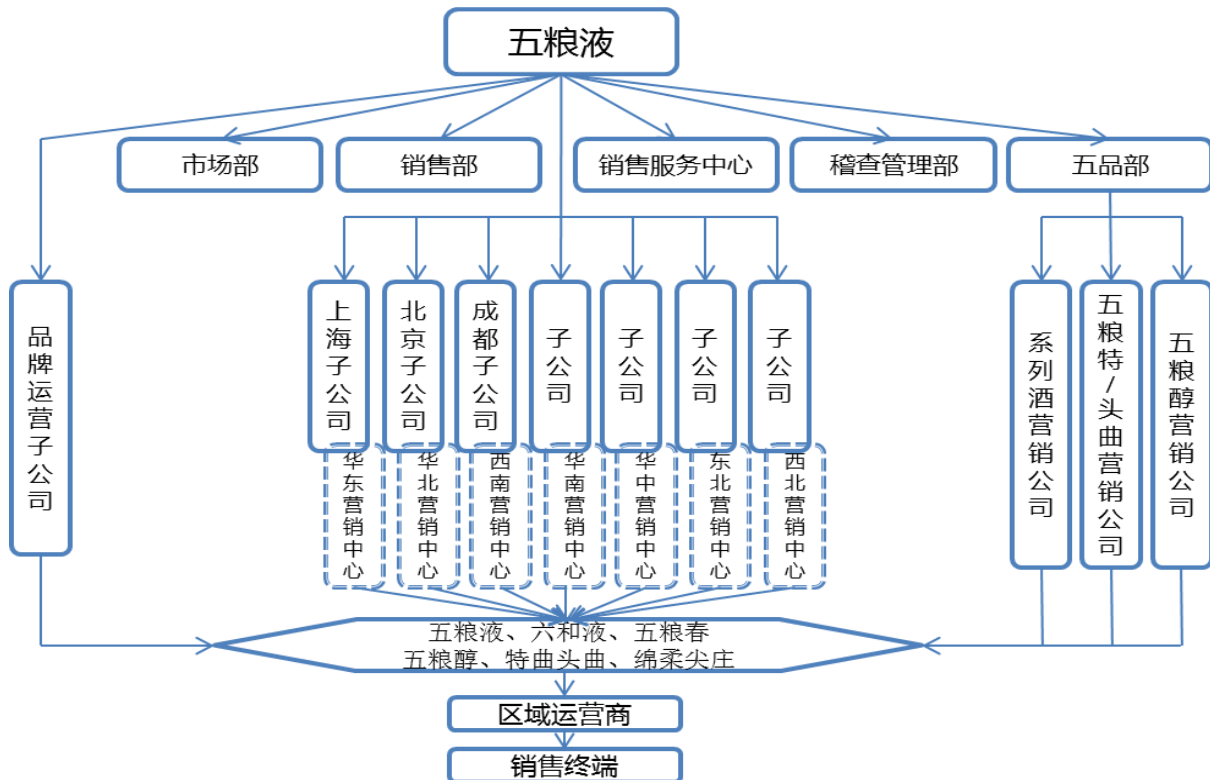
公司“入市”经营的新姿态主要体现在几个层面：

### 1. 市场营销层面：强调贴近市场，将精细化营销作为攻防重心。

为夯实营销网络，公司再次优化营销系统组织架构，通过品牌运营子公司实现管理、渠道下沉和服务前置；同时，公司重设“五粮液品牌管理事务部”，在七大营销中心基础上，成立系列酒营销公司、五粮特（头）曲营销公司、五粮醇营销公司等独立核算销售公司，推进五大品牌独立市场化运作；此外，公司积极推进经销商持股计划，着力构建新型厂商关系；市场化运营过程中，公司还逐步加大了对信息化建设的重视程度。

把精细化、信息化作为方向；把扁平化管理、利益捆绑作为方法；把提高市场适应力、增加市场份额作为目的，公司在市场营销层面尤为主动。

图 7 公司优化销售系统组织架构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分



2. 渠道拓展层面：积极拓展电商渠道。

2013 年开始，公司逐步与三方平台开展合作，目前正逐步推行战略合作规划，目的是整合资源、实现双赢，公司与苏宁云商强强联手具有很大想象空间；公司也有打造自有电商的规划，目前在华东试点。

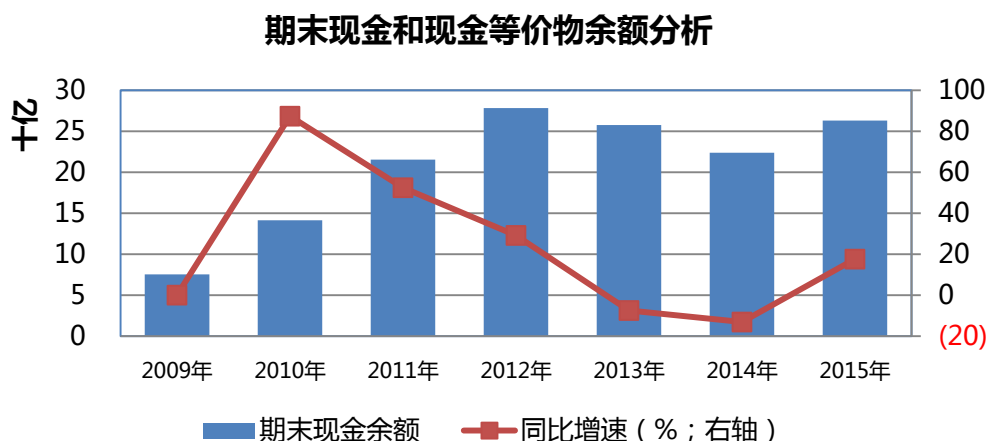
3. 量价策略层面：结构性涨价提升品牌价值，腰部产品再获成长空间。

继 2015 年首次提价之后，2016 年春季糖酒会期间，公司高调提高五粮液水晶瓶出厂价至 679 元/瓶，进一步推动品牌价值重塑；同时也为腰部产品重新打开成长空间。公司量价策略基于一季度市场动销良好和库存状况合理，时机把握准确。华中、华北区域的中转仓启动后，价格管理将更加有序；用激励替代返利的配套措施也有助于渠道经销商的市场化转型。

4. 外延拓展层面：积极寻求规模以上优质并购标的。

公司计划“十三五”期间通过横向并购拓展 100 亿市场规模。近期公司只考虑 10 亿以上的并购项目。在华北、东北市场上已有所接触；而公司期末现金和现金等价物余额超过 260 亿，操作空间极大。

**图 8 公司期末现金和现金等价物余额规模庞大（2009-2015 年）**



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司经营策略主动，目的是为新增长模式提供保障，推进“1+5+N”品牌战略。

在白酒板块持续调整期，公司进行了产品价格梳理。在保持高端产品五粮液核心品牌市场地位的同时，打造“五粮春、五粮醇、五粮头曲、五粮特曲、绵柔尖庄”五个核心系列产品，构建全价位产品线，满足消费者多层次产品需求。

公司全线发力，从单一注重市场范围向注重价位与区域相结合转变。一方面，核心品牌价值重塑有利于提升品牌价值；另一方面，发力五大核心系列产品顺应白酒板块发展新趋势新常态，是未来公司增量之所在。公司计划逐步提高中高价位产品市场占有率，逐步降低低价位产品市场占有率，优化产品结构，使消费结构呈“纺锤形”。

## 二、行业分析：大小周期并起，格局分化“酿”板块重构

### 1. 行业周期：需求端存在大周期机会；供给侧进入小周期拐点

从大周期看，目前消费类行业整体进入了消费升级和需求传导催化产业升级的阶段；而“十三五”规划有望驱动新一轮投资热潮，带来消费类行业的结构性成长机会。

当前国内消费已进入了“猫时代”，C端消费者越来越注重消费体验和产品价值。与之对应，市场开始呈现出“内容为王、体验为王”的特征，而厂商的核心竞争力主要集中于品牌深度和消费黏性上。

**表 4 我国消费时代变迁**

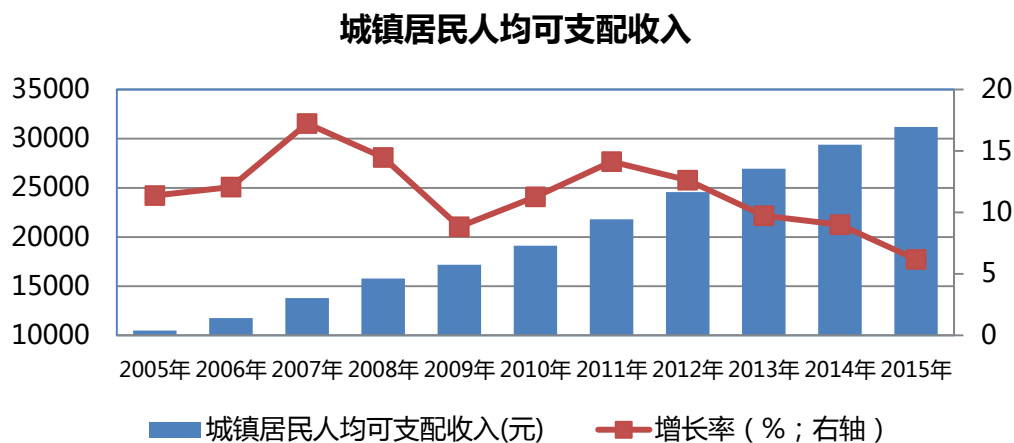
| 消费时代  | C端特征      | 市场特征      | 厂商竞争力     | 白酒动态   |
|-------|-----------|-----------|-----------|--------|
| “猪”时代 | 选择不多、实用至上 | 产品为王、量产为王 | 创新研发、产能大小 | 产能扩充时代 |
| “狗”时代 | 不挑不捡、便捷至上 | 渠道为王、品牌为王 | 营销半径、品牌广度 | 市场拓展时代 |
| “猫”时代 | 细腻傲娇、注重品质 | 内容为王、体验为王 | 品牌深度、消费黏性 | 市场深耕时代 |

资料来源：网上资料、中国中投证券研究总部

消费时代变迁催生的消费升级主要有如下几点特征：

1. 注重产品品质：突出“无害”概念，在使用价值层面有更高要求。
2. 注重健康消费：突出“有益”概念，在增益效果上有额外的期待。
3. 注重产品价值的文化附加：如个性消费、面子消费、品味消费等。

**图 9 我国城镇居民人均可支配收入状况（2005-2015年）**

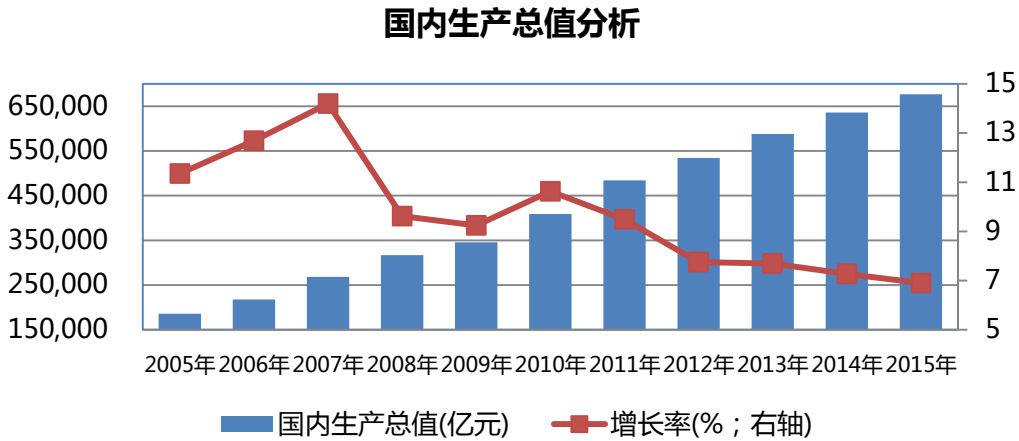


资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

消费升级是经济存量跃升一定高度之后的必然。随着人均可支配收入和居民消费能力的不断提高，大众主导的消费升级成为众多消费领域的重心。从2015年Q3的统计数据来看，最终消费支出对国内生产总值的贡献率同增9.9%，达到58.4%。消费增速稳健，在经济存量和增量中均占据第一，成为“三驾马车”中的主动力。

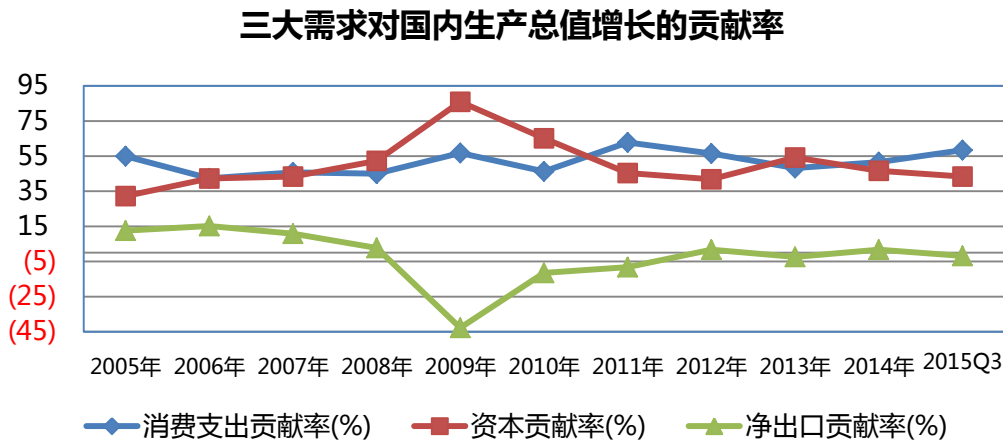
与此同时，C 端需求传导对产业升级的催化作用越来越明显。为此，白酒产业开启了价值塑造和市场深耕时代。一方面，企业着力研发更加符合市场需求的产品（主要表现为低度化、健康型和文化添加）；另一方面，注重品牌深度营销和消费者黏性养成。这两方面的改进都是逐步、渐进的过程，大众消费在白酒领域尤其是中高档白酒市场上仍有较大挖掘空间。

**图 10 我国国内生产总值状况（2005-2015 年）**



资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

**图 11 三大需求对国内生产总值增长的贡献率（2005-2015 年 Q3）**



资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

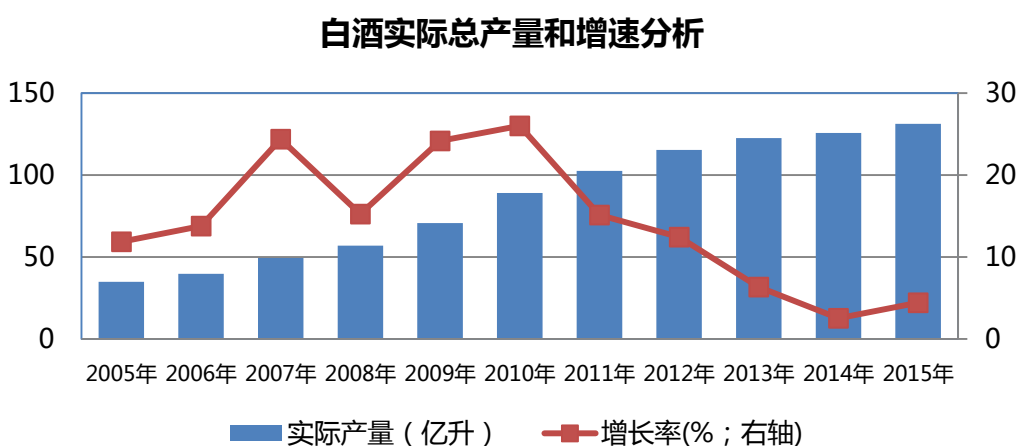
因为净出口贡献率长期不达预期，仅靠消费需求驱动又无法确保国内生产总值增速，“十三五”规划的实现还将依赖于资本形成总额的拉动。为达成 GDP 增速 6.5% 的指标，未来五年新开工程项目和投资项目有望大幅增多。投资驱动可能迎来一股热潮。目前，白酒消费领域中商务消费取代军政消费成为重要增长极，未来成长空间巨大。

从小周期看，受党风廉政建设影响，2012 年起白酒板块进入产品结构和消费结构的深度调整阶段。供给侧改革和商业模式转变均超前于其他传统消费板块。目前我国经济整体下行，白酒板块却“因祸得福”，“阵痛”之后迎来逆势复苏，景气度逐步提升。

供给侧改革主要集中于两点：产能结构优化（结构性去产能）和产品结构化调整。

2005-2012年，白酒板块整体经历了持续高速增长黄金时期。2012年总体产量达到115亿升，相比2004年增长了380.58%。但过于乐观的预期导致产能扩张过快，产能有效利用率持续下滑。据不完全统计，目前白酒总产能至少达到180亿升，而实际产量仅130亿升左右，产能严重过剩。而名优酒企的产供销状况相对均衡，过剩产能主要集中于中小型企业，尤其是以生产原酒为主的地方小厂。去产能对于白酒板块而言是结构性的：对名优酒企影响不大；但对中小规模地方企业伤害很深。从这个层面看，产能结构逐步优化的过程，实际上也是名优酒企“蚕食”地方区域市场的好时机。这种趋势在2016年之后将呈现得比较突出。

**图 12 白酒实际总产量和增速分析（2005-2015年）**



资料来源：产业信息网、中国中投证券研究总部

产品结构化调整指白酒生产商开始发力中档价位产品，逐步提升中高价位产品比重，减少低价位产品比重。总体而言，供给侧品质提升的要求是长期的。在需求传导催化下，中档价位产品的价值更容易实现“基准性”提升，进入消费需求的“敏感区间”。中档白酒处在消费者能够自主辨别“好与坏”的产品范围内，价格区间也相对合理。重点发力中档价位产品有望提升生产商的市场份额。而与此相对，低价位产品会减量，而高档白酒产品产供销维持稳健增长。名优酒企为此纷纷采用了相应的对策。

商业模式的转变除受消费转型影响外，也深受“互联网+”介入的影响。为满足大众消费和商务消费的需求，减少对团购消费和军政消费的依赖程度，厂家尝试创新经营，倾向于将管理和渠道下沉，并把服务前置，实现扁平化营运；同时，多层面的厂商新型合作关系逐渐搭建起来，线上线下齐发力。自上而下推动的商业模式转型进展十分迅猛。

综上，我们认为白酒板块在需求端存在大周期机会，在供给侧已进入了小周期拐点。二者的关联在于需求有效传导能够加速供给侧改革；二者的同步得益于政策干扰下供给侧改革早已率先启动。从这个层面看，我们认为白酒板块经四年深度调整，产品和消费结构均得到优化，目前筑底复苏，存在较好投资机会。而上市公司，尤其是板块龙头的产品线全面，实力雄厚，在转型和复苏中将率先受益。

## 2. 行业趋势：需求不减引渠道发力；格局分化导横向并购

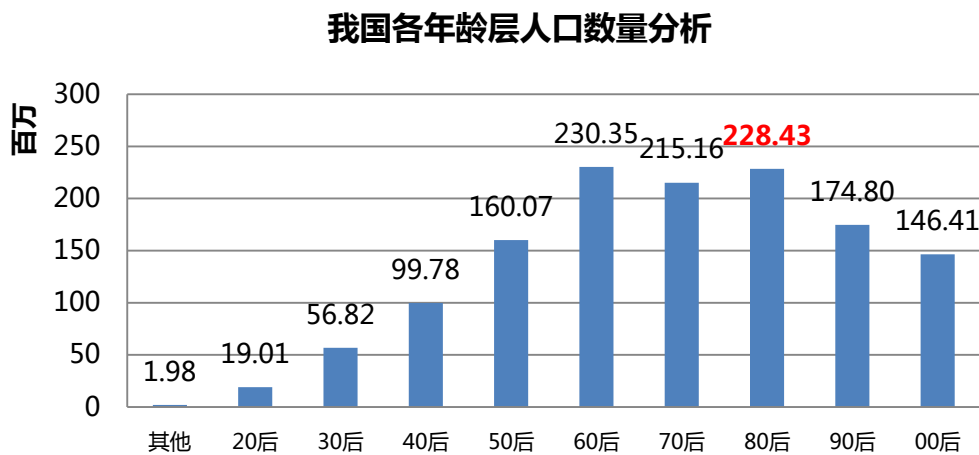
大小周期同步利好的情况下，白酒板块的行业景气度开始逐步回升。目前还表现出如下几点趋势：

### 趋势一、消费升级强化市场推力，收入和利润总额增速放缓但维持在高位。

伴随我国经济长期快速发展，居民消费水平逐步提升，消费者的购买力越来越强。而白酒作为国内消费者广泛喜爱的传统饮品，产销总量一直呈增长态势。2012 年开始的全板块调整让大众消费和商务消费快速取代军政消费，成为了白酒消费主体。而人均可支配收入提升，以及 80 后消费人群的成长则为白酒消费需求提供了有力保证，同时也加速了消费升级进程，为市场提供了强大推动力。

单看销量方面，我们认为未来 10 年白酒销量仍将长期受益于消费人口红利。白酒的主流消费人群为 30-55 岁成年男性。根据普查数据，80 后人口总数超过了 2.28 亿，在各年龄层中占比较高。结合普通生命表进行折算，80 后实际发生的有效消费人口对比同时期 70 后将有增无减。从这个层面分析，白酒消费人口远没到非常严重的地步：未来 5-10 年都不会发生剧烈的萎缩；在较为理想的状况下，接下来五年实现消费人口扩容的概率相对还要更高一些。

图 13 我国 80 后人口总数达 2.28 亿（第六次人口普查）



资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

因此，白酒板块远没有到需求减少、让人恐慌的发展阶段。市场本身并没有出现大的问题，关键在于如何挖掘消费者的需求变化，将潜在的需求转化为实际的消费。驱动力就在于消费升级，以及与之对应的供给侧改革。

总体而言，消费升级会逐步往名优白酒靠拢，产品单价也将上延，从而带动白酒板块销售收入和利润总额获得提升。在消费升级趋势下，我们认为白酒板块整体销售收入和利润总额增速尽管有所放缓，但总量仍将维持在较高水平；且只要消费升级没有完成，供给侧改革没有到位，增速就还会在。未来 5-10 年，白酒板块将进入一个稳健的中低速复苏期。

## 趋势二、新型厂商合作形式增强渠道拉力，传统渠道商转向 C 端要效益。

2014 年开始进展得如火如荼的厂商垂直并购为白酒板块产销形式创造了更多可能。在此背景下，厂商合作开展的精细化营销成为市场攻防重心。可以看到，易酒批、1919、酒仙网、网酒网等线上销售平台不断发展壮大；而五粮液联手苏宁云商开始深耕互联网，泸州老窖携手京东力推大单品；同时，“白酒盘中盘”升级到 3.0 阶段，社群营销有望成为“互联网+”深度参与的新形式。新型厂商合作形式不断增强渠道拉力，为渠道销售注入了新的活力。

与此同时，迫于线上销售带来的巨大压力，传统渠道商不得不提升自身营销水平，由向厂家要津贴转向向 C 端要效益。这也符合厂家前置服务的需要：线下厂商深度合作的时机比较成熟，有实力的白酒企业将加大市场扶持力度，帮助经销商进行消费者培育。

总体而言，渠道活力被激发，综合效益也会稳步提升。参与者优先受益。

## 趋势三、强分化格局助推横向并购重组。

2012 年开始发生的全板块深度调整，使白酒板块一下子进入了挤压式增长阶段。销量增速下滑导致不同规模的酒企转向存量市场寻找生存空间，进而出现“马太效应”，强分化格局不可避免。最集中的体现是品牌强分化：全国名企或地方龙头携品牌优势，开始发力中档甚至中低档产品，抢占中小型企业尤其是品牌知名度相对弱的企业的生存空间，导致后者生存非常困难。

2015 年全国白酒总产量大约 1200 万吨左右，其中高档白酒的总产量仅为 4 万吨；不考虑渠道库存的情况下，白酒总体销量略低于总产量，而实际总需求大概 1000 万吨。直接结果是高档白酒产销良性发展，未来仍有空间；中低档特别是低档白酒供过于求，竞争加剧。由于消费升级和消费习惯转变是一个逐步、渐进的过程，白酒消费总量短期内不会有大的增长。可以预见，中高档白酒将逐步放量，而中低档白酒会大规模退场（尤其是集中于云贵地区及河南等区域，以生产原酒为主的“三无企业”生存将十分困难）。

格局强分化，有望推动厂家之间的横向并购重组，使板块发生重构。

同 2014-2015 年集中于渠道垂直整合的趋势不同，从 2016 年来看，强分化格局将推动厂家之间的大重组。一方面，规模以上的地方酒企迫于成本和销量压力，将会主动寻求全国名企收购；另一方面，全国名企尤其上市龙头，则希望通过资本运作快速完成产业整合，实现内生、外延两步走，全力抢占市场份额。可以预见，从 2016 年开始，规模以上的并购重组将密集发生。充分整合、协同共生的并购将使龙头大幅受益。

## 3. 行业空间：消费转型促稳健增长；结构涨价造成长空间

上一轮白酒板块向下调整周期（1998-2004 年）中，板块处在底部位置时的产量数据相比峰值下降了 56.07%；本轮周期中，景气度最差的 2014 年产量数据仍比前期峰值（2011 年）增长了 22.58%。产量变动趋势不同是这两轮板块向下调整的重大差异。我们认为，本轮周期白酒板块收入和利润已经基本完成了向下调整过程，2015 年实现同比正增长是一个讯号，后续还会稳步回升。近期来看，支撑增长的逻辑有两个：

### 第一、消费转型逐步推进，消费需求逐步释放。

目前我国白酒市场中，大众个人消费占比超过 40%，商务消费达到 50%，而军政消费已削减至 10% 以下。从近 3 年最终消费支出对 GDP 的贡献率来看，大众消费有望延续良好的上升态势。而商务消费预期受益于“十三五”规划新开项目的增多。我们看好大众消费 5% 以上的同比增速，而商务消费增速有望突破两位数，龙头企业增速可能在此之上。至于军政消费，在政策没有宽松迹象出现前，我们假定增速为 0%。

### 第二、结构性涨价是大概率，整体性成长打开空间。

2016 年 3 月 21 日，五粮液高调上调水晶瓶出厂价至 679 元，并取消 30 元返利。公司高层还表示，在适当的时机五粮液系列酒包括 1618 和低度系列都会择机跟进调价。这是自 2015 年 8 月份以来的第二次提价，截至 25 日相关的跟踪报道达到 238 万篇。糖酒会后，山西汾酒全主线产品低调提价；而包括剑南春、洋河股份在内的名酒企在 2016 年也纷纷已经或者预期做出提价决策。

高档白酒提价是恢复性的，目的是自上而下提高市场价格，提升品牌价值。短期内可能价格倒挂，但名优白酒在高档价格区间重叠少、格局清晰，消费群大量转移的概率比较小；而厂家控量保价策略坚决有效，可操作空间大；高档酒提价可为中高档白酒让出价格空间，有利于区间内价格体系透明化，使竞争更为良性；中档白酒则持续受益于消费升级浪潮，适度提价有利于解决终端动力丧失问题；中低档包括“光瓶酒”的价格上涨，更多的是被动应对成本上升。

名酒企牵头，板块整体结构性涨价预期很高。总体而言，涨价潮对多个价位的产品形成利好。如果动销正常、销量稳定，销售收入有望大幅提升。名优酒企，尤其是上市龙头有望在量价方面双层受益。

## 4. 行业竞争：集中度逐步提升；整合时机渐成熟

行业竞争层面主要看三方面：

### 第一、白酒香型之争

按白酒主体香气成分的特征分类，在国家级评酒中，往往按这种方法对酒进行归类。根据香型特点，白酒可分为以下几种：酱香型、浓香型、清香型、兼香型、其他香型。

**表 5 我国主要香型白酒销售收入统计表（单位：亿元）**

| 年份     | 酱香型    | 浓香型           | 清香型    | 兼香型    | 其他     |
|--------|--------|---------------|--------|--------|--------|
| 2010 年 | 352.71 | 1374.07       | 365.95 | 233.7  | 344.98 |
| 2011 年 | 517.05 | 1810.11       | 531.99 | 260.82 | 626.7  |
| 2012 年 | 536.31 | 2229.6        | 613    | 285.44 | 801.91 |
| 2013 年 | 624.22 | 2596.7        | 632.45 | 293.71 | 870.93 |
| 2014 年 | 799.3  | <b>2700.6</b> | 650.81 | 305.25 | 802.93 |

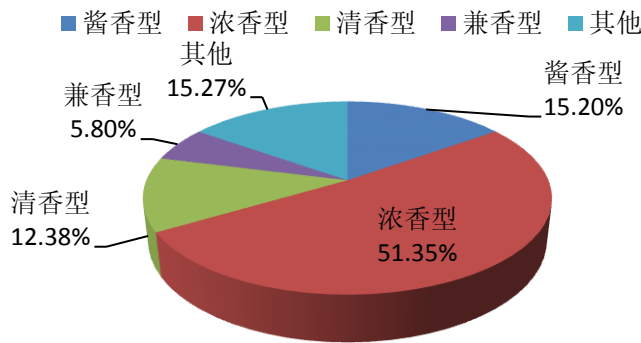
资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

从销售收入状况来看,浓香型白酒长期最受消费者喜爱。以泸州老窖特曲、五粮液、洋河大曲等酒为代表,浓香白酒以浓香甘爽为特点,发酵原料采用多种原料(以高粱为主),发酵采用混蒸续渣工艺,发酵采用陈年老窖。名优白酒中,浓香型白酒产量最大。四川,江苏等地的酒厂生产的酒均是这种类型。

值得关注的是,在酱香龙头贵州茅台的带动下,高温制曲、纯粮酿造的酱香型越来越受到市场关注,市场份额有逐年上升趋势。但酱香型白酒酿造工艺更为复杂,对气候、水质等要求较高,出酒周期长,成本也高,短期内无法放量生产。目前市场上除了贵州茅台有大量基酒储备外,其他企业没有短期量产的条件。因此,未来市场还是以浓香型为主导。

图 14 不同香型白酒销售收入占比 (2014 年)

不同香型白酒销售收入占比情况 (2014年)



资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

## 第二、价格替代之争

表 6 不同价位白酒产品分布格局

| 档次  | 零售价格            | 市场主要产品或品牌                                                                                                                   |
|-----|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 高档  | 500 元/500ml 以上  | 飞天茅台、 <b>五粮液 1618</b> 、 <b>五粮液</b> 、国窖 1573、红花郎、青花 30 汾酒、52°剑南春、水晶水井坊、洋河梦之蓝 M9 和 M6、今世缘国缘 V6 和 V9、酒鬼酒内参、品味舍得酒等              |
|     | 300-500 元/500ml | 汉酱、仁酒、 <b>五粮特曲</b> 、青花 20 汾酒、52°剑南福、洋河梦之蓝、洋河天之蓝、西风三十年等                                                                      |
| 中高档 | 100-300 元/500ml | 茅台王子酒、茅台迎宾酒、 <b>五粮春</b> 、郎酒 1912(Z6)、老白汾酒、剑南液、洋河海之蓝、 <b>金六福四星</b> 、 <b>金六福五星</b> 、凤香醇 10 年、沱牌特曲、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、伊利春、酱领、今世缘典藏等 |
| 中档  | 30-100 元/500ml  | 陈泥香、尖庄、 <b>五粮醇</b> 、老郎酒、经典贵宾郎、剑南娇子、洋河大曲、泸州老窖精品头曲、泸州老窖二曲、西风老酒、枝江二星、今世缘地缘等                                                    |
| 低档  | 30 元/500ml 以下   | <b>绵柔尖庄</b> 、绵竹大曲、西风家乐酒、老村长酒、兰陵特曲等                                                                                          |

资料来源：网上资料、中国中投证券研究总部



过去一段时间白酒板块最明显的效应是价格雪崩效应,主要是价格替代之争引起的。高端白酒市场中,茅台抢了五粮液的市场,五粮液抢了国窖、水井坊、梦之蓝、舍得的市场。300元以上高价位区段,全国性白酒品牌一直保持较高市场份额,形成品牌壁垒,格局清晰。但目前,全国性白酒品牌也依靠品牌影响力,逐步扩大100-300元/500ml中高档白酒市场中的份额,这就加剧了中高档价位和中档价位市场的竞争。处在被动位置的地方龙头也开始用中高端品牌优势抢占其他档次更低的酒厂的市场,比如安徽古井贡酒和口子窖就明显抢了迎驾贡酒的市场。值得关注的是,全国性名酒也开始在做百元左右的产品。如果名优酒企携品牌影响力,用地方酒操作模式在全国主要核心市场疯狂抢地方龙头的价位,那将会导致更惨烈的价格战。这类情况已有先例,比如洋河海之蓝和地产酒之间的角力;再比如郎牌特曲在江苏的成功等等。

### 第三、全国性名企与地方龙头之争 (茅五庐剑蓝 VS 地方龙头)

白酒板块在产业结构调整和资源整合同过程中,规模化趋势愈加凸显,大中型企业逐渐占据了板块优势地位。

图 15 不同规模酒企销售收入占比 (2014 年)

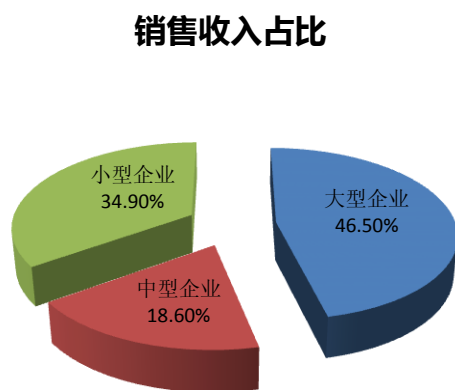
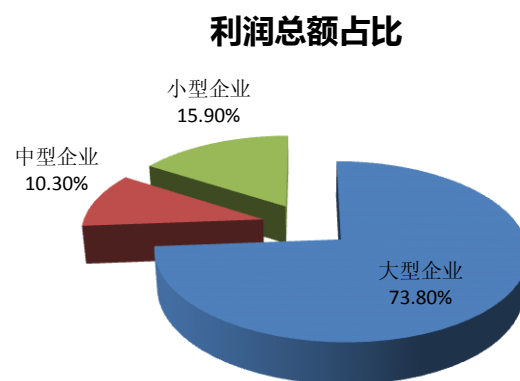


图 16 不同规模酒企利润总额占比 (2014 年)



资料来源：产业信息网、中国中投证券研究总部

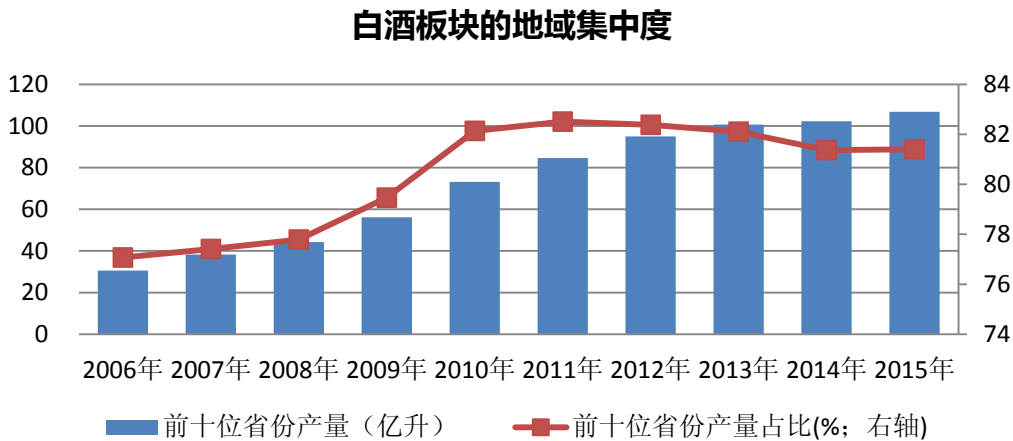
资料来源：产业信息网、中国中投证券研究总部

随着消费升级逐步加快,白酒板块消费结构日趋调整。健康饮酒、理性饮酒的消费理念进一步深入人心,消费者的品牌意识增强;优质白酒消费量大幅度提升,低端白酒品牌化步伐逐渐加快;个性化、功能性产品需求加大,低度、优质的白酒产品逐渐成为消费的方向。随着宏观政策环境和消费结构的变化,白酒的市场需求从“金字塔型”向“纺锤型”转变,高端市场趋稳,中端、中高端市场需求受宏观政策影响相对较小,成为各大酒企竞争的主战场。全国性名企高档酒产品线下延,地域性酒企产品线升级,纷纷参与到这部分市场竞争。其中最集中的体现就是“茅五庐剑蓝”与地方龙头的厮杀。

### 行业集中度方面：白酒板块地域集中度高,规模企业增多,但整合难度较大

中国白酒区域割据。2006-2015 年期间,白酒产量排名前十位省份的总产量占全国产量的比例呈上升趋势,白酒生产的区域集中度越来越高。其中,产量最高的四川省,其产量在过去十年中占全国总产量的比例分别为 20.20%、17.45%、19.63%、22.06%、25.80%、30.17%、25.60%、27.43%、27.84%、28%,地域集中特征突出。

图 17 白酒板块地域集中度呈上升趋势 (2006-2015 年)

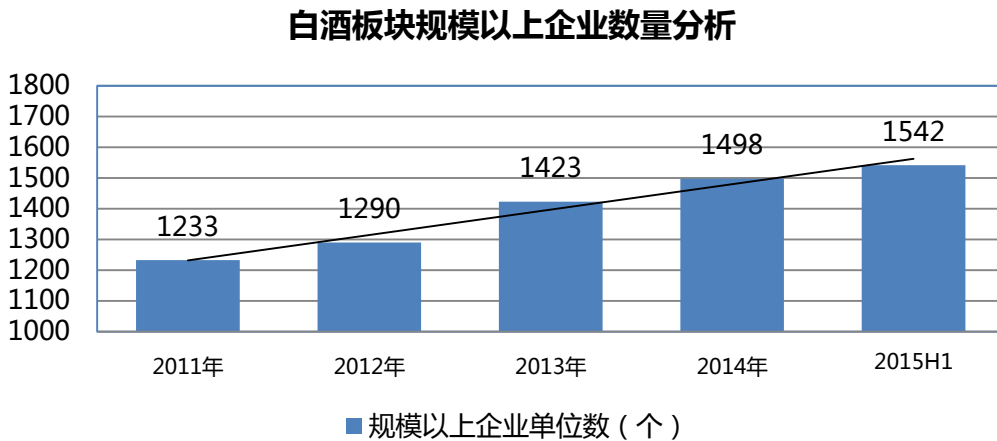


资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

从 2013 年数据来看,白酒板块规模以上 48 家大型企业实现销售收入 2,540 亿元, 占全板块销售收入总额的 56.89%, 实现利润 656.45 亿元, 占全板块利润总额的 80.20%。白酒规模企业在收入和利润方面占据绝对主导位置。

而从白酒板块规模以上企业的数量来看, 2011 年开始, 规模以上企业不断增加, 集中度呈现不断上升的势头。

图 18 白酒板块规模以上企业数量逐年增多 (2011-2015 年 H1)



资料来源：国统局、中国中投证券研究总部

注：规模以上企业指营业额达到 2000 万以上的企业单位

因为名优白酒具有较高的消费者忠诚度和消费黏性, 预计未来规模企业在板块内的主导地位不会轻易改变。

啤酒板块的整合进程相对迅速, 短短几年就从几千家整合成 CR5=70%+ 的格局。但目前来看, 白酒仍无法复制啤酒的整合模式, 主要原因有几点: 1、白酒高税收支撑地方财政, 地方政府会对整合形成阻力; 2、白酒与地方文化联系紧密, 每一地区基本都会有自己的区域性品牌, 全国性品牌在地方的竞争力相对弱一些; 3、白酒不像啤酒

那样可以完全同质化，开放式生产受当地气候、水质等影响，同质化程度比较低。

总体而言，全国性名企对地方酒企的整合仍有较大难度。但长期来看，整合是趋势，只待时机进一步成熟。而古井贡酒收购黄鹤楼拉开了 2016 年板块并购的序幕；这一尝试也消除了部分白酒企业在大规模并购层面对政策的顾虑。预计观望者会逐步发展成参与者，为板块大规模重组营造出更好的氛围和环境。

## 5. 板块估值：预期差修复过程中仍有估值提升机会

2015 年白酒板块弱复苏，其中高档白酒回暖迹象最明显，但整体预期差修复滞后，直至猴年春节消费旺季才引起重视。原因在于当时市场信心不足、判断存在分歧；同时，2015 年白酒板块的行情又被创业板大牛市所掩盖。不过，伴随着上市公司业绩披露的完成，板块复苏得到充分印证，市场热情开始转向，做多白酒信心更足；2016 年春季糖酒会则进一步强化了这种情绪（期间投资者与厂家互动频次极高）。

我们认为预期差逐渐修复的过程中，白酒板块还将进一步拉升估值。上市龙头在复苏周期中掌握着主动权：无论是渠道管理还是量价策略制定；无论是内生可持续性还是外延并购时机，都占据优势。建议把握长期投资机会。

短期来看，一季度终端动销改善明显，茅五庐等企业的经销商回款及时；又基于价格进一步上调的预期，商家们一季度打款很积极（部分经销商一季度现金打款完成了全年执行指标七成以上）。白酒龙头一季度业绩环比/同比大幅度增长较为明确，因此建议把握一季报披露前的投资机会。

### 三、公司经营：内生外延共进，品牌重塑“造”估值回升

公司2015年年报披露：公司2015年实现营业总收入216.59亿元，同比增长3.08%；实现归母净利润61.76亿元，同比增长5.85%。公司业绩连续两年下滑后回归正增长。

从经营现状来看，公司2016年业绩有望持续向好。公司在内生增长、外延并购、以及品牌价值重塑等多个方面进行了强化。我们认为，这些都是提升估值的有力支撑。

#### 1. 内生增长：动销改善；结构性调价；精细化营销；发力电商

##### 动销改善，放量增长：

从猴年春节期间的动销情况来看，终端需求旺盛，渠道库存前期得到优化，产品紧俏，局部地区供不应求；而从供货和计划完成情况来看，经销商打款及时，现金订单比例高。

在板块整体销量回暖的背景下，公司依靠强大的品牌力率先受益。前期业绩下滑导致目前基数较低，公司未来业绩弹性很大，增速值得期待。

针对五粮液产品，公司在量价策略上握有主动权，与经销商合作稳定，成长稳健。

针对系列酒，公司长期坚持推进“1+5+N”品牌战略，目前系列酒贡献在加大。从2015年年报中数据可以看出，公司酒类产品销量13.74万吨，较上年11.89万吨增长15.57%，主要系中低价位产品销量增加所致。目前公司希望系列酒快速放量实现破百亿，给五粮液再创造一个增长点。2017年之前，争取培育出年销售额1-10亿的品牌超10个，10亿以上的品牌超5个，20亿以上的品牌1个。

从五粮液产品和“腰部”系列酒的综合发展态势来看，公司未来业绩持续向好较为明确。近期建议关注公司一季报的信息披露。

##### 结构性调价，市场反映良好：

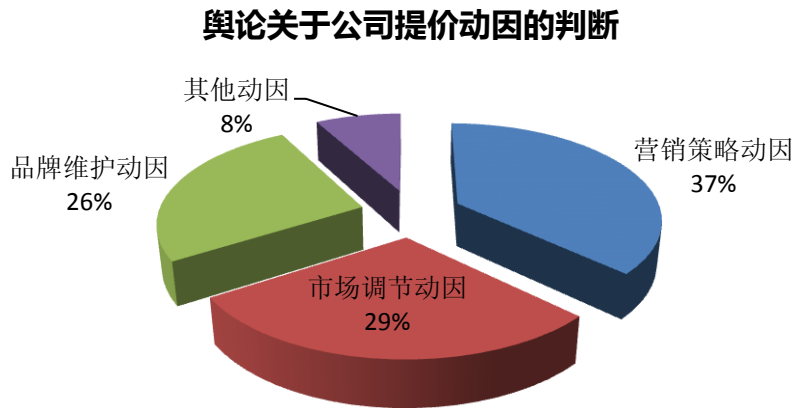
2012年之后，公司产品单价下滑严重，品牌价值有所折损。在动销改善的情况下，公司率先对核心产品52°五粮液进行提价，后续还将结构性调整五粮液系列产品的价格。目的是将普五出厂价逐步恢复到729元/瓶的位置，为五粮液系列产品和系列酒打开成长空间。

普五近期的一批价目标是660元，未来的一批价目标是700元。与之匹配，公司取消3月25日之后订单批次每瓶30元的返利津贴，并划定了现阶段终端和KA价格的标签红线，即不得低于729元/瓶。

52°五粮液作为公司价格体系风向标，八个月内二度提价，引起了媒体、商家和投资者的广泛关注。

舆论关注方面，新媒体舆情数据平台“新微邦”数据显示：除对价格倒挂存有顾虑之外，普遍观点倾向于认可公司此次提价的动因，对公司积极维护市场价格的做法比较理解。

图 19 市场舆论关于公司提价动因的判断分析



资料来源：网上资料、中国中投证券研究总部

关于公司用提价方式重塑品牌价值，我们的解读包括几个层面：

一、提价具有良好基础，提价效果初步达预期。

结合前期终端动销和需求释放，以及一季度计划完成量来看，普五确实存在提价基础，市场也有一定的预期。目前渠道库存还在合理状态，又时值淡季，出货不会受到太大影响。经销商队伍经过洗牌后风险已经充分释放。长期而言，提价对整个产供销体系都有积极影响，大部分经销商会选择配合。

白酒板块整体都在为提价蓄力，谁来牵头非常关键。五粮液高调提价备受关注，有利于品牌价值的提升，强化了名酒第一阵营的地位。

二、此次提价是公司精细化市场管控的重要标志

普五再度提价，原有价格优势缩小，但因为高档白酒市场格局清晰，价位重叠少，所以不会造成消费人群的大量转移。而五粮液系列产品提价，为公司的系列酒让出了价格空间，公司可采取加大腰部系列酒产品出货量的方法来弥补普五可能发生的减量影响。这是公司开启精细化管控的重要切换，也是公司执行“1+5+N”战略的有效部署。

我们认为，白酒市场一贯讲求酒文化支撑。尽管五粮液提价也为其他白酒企业空出了价位，但是许多中小白酒企业都存在弱化酒文化的趋势，在与公司的系列酒直接较量的过程中并不占据优势。

所以公司先发制人而提价，在量价策略上占据主导，后续还将受益。

三、价格倒挂可能加剧，配套政策适时出台

供销价格传导有迟滞，提高出厂价后终端价格未能迅速调整，价格倒挂可能会加剧，这相当于挤占了渠道利润。为避免经销商反弹，我们预计公司会出台配套政策解决渠道利润不足的问题。公司方面曾表示，在加大市场支持力度方面不再采用返利形式，而会采用更市场化的激励机制，让经销商向C端要效益。

总体而言，提价后的重心要放在如何快速实现供销良性循环上。目前判断，这一目标的实现还有待后续努力及决策支撑；但已然出现的利好，比如品牌力提升，腰部产品获得空间，普五单品毛利增加等，是十分明确的。

### **精细化营销，中转仓强化动态管理：**

白酒板块调整是新常态，在这种环境下，公司加快精细化步伐，重新成立五品部，在七大营销中心基础上，又设立了三家品牌营销公司，走品牌精细化、专业化管理之路。首先，发货方面严格执行发货计划，实行计划管理、计划审批和执行，有计划编制才能发货；其次，在市场层面，加强对市场的清查和管理，与商家一起对渠道和区域进行市场维护；再次，营销费用方面，广告和促销费用同比将会有所增加，传播力度会加强；同时，公司会对做终端消费者培育的经销商给予最大支持。

2016年4月6日，公司在华中、华北区域的中转仓同时正式启动，这是继华东区域中转仓启动后，中转仓实施规划再度落地。公司所有中转仓有望今年全部投入使用。

中转仓启用后，每一批次的发货都将进行统一管理，以此来保证各大区域市场投放量在不同省份、不同试点的均衡性。具体而言，中转仓库建成后，五粮液集团旗下的全资子公司安吉物流将负责货物配送至中转仓，而招商物流负责中转仓配送至经销商，货物配送时间将从过去的3-5天缩短至1-2天。经销商客户和公司通过PC终端、移动APP登录中转仓发货物流信息系统，可高效、快捷地实现货物计划管理、订单管理、配送管理，及时掌握物流流向、库存、销售等情况，实现客户销售需求的动态管理。

我们认为，在全国各区域建立中转仓库，将产生三方面效益：

- 一、减少经销商仓储成本，同时利于及时根据市场需求调配产品；
- 二、通过信息化技术对库存、物流、销售等进行动态管理，解决公司以往对市场反应迟缓的短板；
- 三、在解决货物到达率均衡性的基础上，更好地避免价格差问题，为防止窜货、维护价格体系提供了科学方法，有利于稳定物价。

公司十分重视中转仓的积极作用，这也是公司营销贴近市场战略的一次实践。

### **发力电商，新模式创造增量：**

2016年3月，公司与苏宁正式达成战略合作，将在互联网零售、渠道整合、产品包销定制等方面展开深度合作，共同推进白酒板块的互联网转型和产业合作的升级。

苏宁是国内一家专业的线上线下零售商，既有线上销售，也有线下实体，二者互补。针对公司选择苏宁作为合作伙伴，我们的解读包括几个层面：

第一、双方合作意愿强烈，合作基础成熟。

站在五粮液公司的角度，如何增加销量和销售收入成为了当务之急。以往公司十分依赖传统经销商模式，而伴随“互联网+”深度参与到白酒销售环节，传统经销渠道呈逐步萎缩的趋势。谋求渠道变革，积极拥抱新事物，

并在新模式中找到适合自身的发展方式是公司管理层当前亟需解决的问题。选择像苏宁这样的电商零售企业作为合作方，是五粮液公司的一个大胆尝试，也是公司紧追互联网经济步伐的必然选择。

站在苏宁的角度，销售白酒品类既是挑战也是机遇。苏宁是国内零售行业的一个混合体：专业于电器、转型于电商、着力于线下超市。2015年，苏宁营业收入达到1356.7亿，同比增长24%，但是归母净利润仅8亿。较为“尴尬”的战略定位，以及逐步下滑的盈利能力迫使公司急于打开新的突破口。白酒是苏宁新增品类，三年销售目标100亿。苏宁希望把合作五粮液作为白酒品类销售的起点，争取实现三年目标。

#### 第二、二者强强联合，有望各取所需实现共赢。

五粮液和苏宁作为各自行业领军企业，此次合作是真正意义上的强强联合。首先，五粮液可以为苏宁提供优质的产品和强大的品牌，而苏宁强大的线上线下销售能力又为五粮液产品拓展了新渠道；其次，五粮液覆盖的是中高端用户群体，与苏宁的用户群体契合。长期来看，苏宁不管做任何品类，中高端的价格都高于同行业，正品率及声望在行业内也都排在前列。这点满足了五粮液价格管理的需要；再次，互联网提升企业效率，双方合作的主要尝试还包括产品创新、服务创新、及线上线下构建消费者体验的创新。双方企业在全方位战略合作上大有可为，有望各取所需实现共赢。

#### 第三、酒类电商初具规模，销售占比有待提高。

近年来酒类电商初具规模，但总体仍处初级发展阶段，跟家电、IT等产业相比差距较大。就目前行业观察而言，白酒领域无论是酒仙网、京东、或者是1919连锁，都未能达到百亿规模。淘宝白酒板块2015年整体也只做到了90多亿的规模。

酒类电商规模上不去，一方面因为传统白酒企业担心线上销售会冲击到固有的传统经销模式，甚至带来价格混乱、终端失控等问题，所以态度一直比较审慎，步子迈得比较小；另一方面，消费习惯的转变不可能一步到位。但总体而言，网购模式是大趋势；便利快捷是电商行业对于传统销售行业的巨大优势。酒类电商的销售占比逐步会有所提高。

#### 第四、长远合作空间大，短期内收效缓慢。

目前绝大多数传统企业跟电商企业的交流仅停留在初级层面；而五粮液希望通过与苏宁进行深度合作实现突破。重心放在将产品进行大数据挖掘，商业模式探索升级，消费者需求定制化等方面。突破的基础是建立大数据。这点的实现有赖于销售数据的积累和销售重心的倾斜。长远合作空间大，但短期内收效比较缓慢。

总体而言，公司联手苏宁发力电商是对互联网销售的追赶，是深度参与的创新尝试；同时为将来发展自有电商积累了经验。营收增量如何实现，具体还看合作方案披露。

综合评价：前期公司着重完成了品牌梳理，为当前的市场动销、量价调整、渠道管控和模式创新打下了良好的基础。而这组经营“组合拳”对公司的内生增长和业绩提升起到了重要的作用。我们认为，量价策略层面的贡献短期内就会体现到公司销售收入上；而渠道管控方面的强化会逐步提升公司的经营效益；从公司着力发展腰部产品和电商渠道来看，这将成为公司未来销售增量的核心源头和重要渠道。

结合一季度的动销情况、普五提价后产生的综合效应、以及公司整体经营状况来看，我们期待公司一季度业绩超预期。

与此同时，公司多方面经营策略的实施，本质上是品牌重塑，提升品牌价值的过程。通过修复品牌价值，我们认为五粮液的估值水平会逐步回归到合理的位置。

## 2. 外延并购：五年百亿，优先考虑规模 10 亿以上并购

公司在多渠道表示，“十三五”期间计划将通过并购方式实现销售收入 100 亿元；目前优先考虑规模 10 亿以上的并购标的。预计在华东、华北可能会接触一些优质企业。

这是继公司 2013 年收购邯郸“永不分裂”以及 2014 年收购河南“五谷春”之后再次将外延并购作为公司发展战略的重要组成。从量级来看，这一次规划的动作幅度将远超前者，有望给公司未来业绩提供实质性支撑，也有望提升公司的整体估值。

关于外延并购，我们的解读有三点：

一、这是公司长期输出基酒实现产供销平衡，尤其是提升产能有效利用率方面的努力尝试。如前文所述，公司具有充沛的产能且不断酿制出优质的基酒，如何有效利用产能提升经营效益是公司亟需解决的问题，也是公司积极寻求并购、创造协同的动力所在；

二、公司期末现金和现金等价物余额规模庞大。如何用好这部分资金产生效益是公司管理层慎重考虑的问题。优质的横向并购既能在短期内产生经营效益又能在长期上支撑公司的长远发展，是公司未来投入的重要方向之一。

三、公司在业绩明显好转的情况市盈率仍长期处于低位，市场低估的一方面原因在于公司前期大量透支了“五粮液”的品牌价值。因此我们认为，公司在新的收购方案中更多地应考虑买断品牌，并凭借被收购标的自有品牌在区域内的影响力，结合公司更完备的经营管理经验和生产条件发挥协同，在不减损公司品牌力的前提下实现增量。

综合评价：公司有较强烈的并购意愿，也有成功操作的先例，更有雄厚的资金和实力去支撑和操作规模超过 10 亿的并购。营收和利润增厚，以及并购协同效果值得期待。

## 3. 未来展望和经营预期

**公司未来五年整体规划：**

公司高层在经销商大会上透露，目前公司已完成“十三五”规划制定：到 2020 年，股份公司要实现 550 亿销售规模，集团公司要突破 1000 亿规模，同时提出 2016 年起，公司的营销系统将致力于打造双轨目标，要率先实现一个营销区域破百亿的目标，打造



系列酒百亿目标的销售。

对于 2020 年达到 550 亿规模的目标如何实现，公司方面表示：目前华东地区收入 60 亿，其他六个营销中心的平均收入 20 亿，未来预计华东市场的规模超过 100 亿，其他市场达到 30-50 亿；此外，系列酒中五粮醇目标 20 亿，五粮春 10 亿以上，其他几个产品拆分来做也能贡献足够的规模；加之外延并购计划的 100 亿规模，2020 年整体达到 550 亿具有可操作性。

公司的长期规划值得期待。刨除百亿规模并购预期，内生增长折合 CAGR=15.75%。相信在供需周期双双利好的推动下，公司内生成长性会越来越强。我们看好公司规模以及增速的逐步提升。

### **公司未来一年经营预期：**

2016 年是公司“十三五”规划开局之年，公司力争实现营业收入不低于 238 亿元，较上年增长不低于 10%；利润总额目标 88 亿元，力争较上年增长 10%。

不考虑横向并购的因素，我们认为公司的营业收入目标处在合理范围内。一方面，普五提价及五粮液系列产品预期跟进调价，能够确保主产品的销售收入增长。目前市场动销稳定，渠道库存合理，公司在计划量和出货节奏上有较大的操作弹性；另一方面，公司系列酒在 2015 年实现了接近两位数的增长，在行业景气度提升，消费需求回暖，且公司重点发力的情况下，系列酒有望超预期增长；与此同时，公司加强电商销售，与苏宁云商的强强联手值得期待，新渠道增量也能够提供部分营业收入。所以综合来看，营收增速 10%与我们的测算比较接近。

关于利润总额目标，我们的预期稍好于公司今年年初的计划。主要考虑几方面因素：1、取消渠道商返利政策直接减少了销售成本（已考虑 3 月 25 日前的订单享有原津贴）；2、中转仓的建成有利于运输成本摊薄，也一定程度上减少了管理成本；3、公司尽管在品牌建设和推广方面有了更高的要求，也计划加大品牌宣传方面的力度和投入，但目前媒体成本也在逐步降低，总体支出应该在预计之内；4、在通胀预期催化下，生产成本会相应增加，但公司具有强大的品牌影响力，对下游的定价权比较强，将在通胀/通胀预期中直接受益（具体见财务状况分析）；5、公司期末现金和现金等价物余额不断增多，能够给公司带来可观的利息收入和投资收益。

#### 4. 催化因素：通胀预期；混改落地；消费税改革；深港通开通

##### 通胀预期（营收和利润获益）：

当前国内有较高的通胀预期，存在 CPI 上扬、食品饮料价格大幅上涨的可能。五粮液对供应链上下游的议价能力比较突出，特别是借助强大的品牌力，对下游产业有较强的定价权，因此将直接受益于通货膨胀。

届时产品线整体价格上调，有望使营收增厚，定价优势也会充分反映到净利润上。

##### 混改落地（效益提升）：

13 年 11 月，混合所有制经济员工持股在十八届三中全会审议通过，并作为国务院国资委重大课题之一快速推进。

相比沱牌舍得、老白干酒、泸州老窖、山西汾酒等率先进行混改的白酒企业，五粮液的混改方案更具创新性和突破性：以募资形式将部分优秀经销商也吸纳为公司股东。目前二级子公司和三级孙公司业已开始推行，而股份公司混改方案已提交至宜宾市政府和四川省国资委进行审批。

混改落地后，员工和大商持股将有助于提高市场积极性，利好营销和减少内部成本。

##### 消费税改革（净利获益）：

《中国证券报》消息称，白酒行业消费税的征收方式或在 2016 年年内调整完成，思路是将征收环节从以往的生产或出口环节，转为向批发或零售环节。

消费税改革将会是继“营转增”之后又一重大举措。尽管改革牵涉到地方税收减少、消费末端征税困难等因素，但这是国内消费税逐步规范和严格的必然，也符合国际经验。

流通环节征税等同于实行价外税，需充分考虑终端诚信度和各地经济状况差异。为了求稳，预计征收环节的转移不会一步到位，将会是一个逐步、渐进的过程。

白酒企业缴纳税费繁多，包括增值税、消费税、营业税、企业所得税等。其中消费税的征收方式属复合征收，既从量又从价。我们认为，生产商最终能否在政策落地之后获得利好，取决于政策的具体，以及税费在产供销各个环节的传导效果。但政策出台早期肯定是利好白酒生产商的。五粮液体量巨大，将率先受益，主要体现在净利上。

##### 深港通开通（估值提升）：

证监会高层 2016 年 3 月 12 日透露，深港通有望在年内开通。根据港资偏好特点及其投资主线，我们认为，五粮液届时可能大幅受益。主要基于以下两点原因：

- 一、白酒是 A 股独有板块，五粮液是稀缺板块中最有业绩支撑的龙头标的之一；
- 二、五粮液估值低，成长稳健，2015 年现金分红比例占到净利润 49% 以上，股息率高达 3.17%。公司还承诺在此基础上逐年提高现金分红率。

深港通开通有望让公司在投资市场更受青睐，估值层面受益。

## 四 投资策略：强烈推荐，2016 年目标价 35.49 元

### 1. 财务状况分析

毛利水平层面：

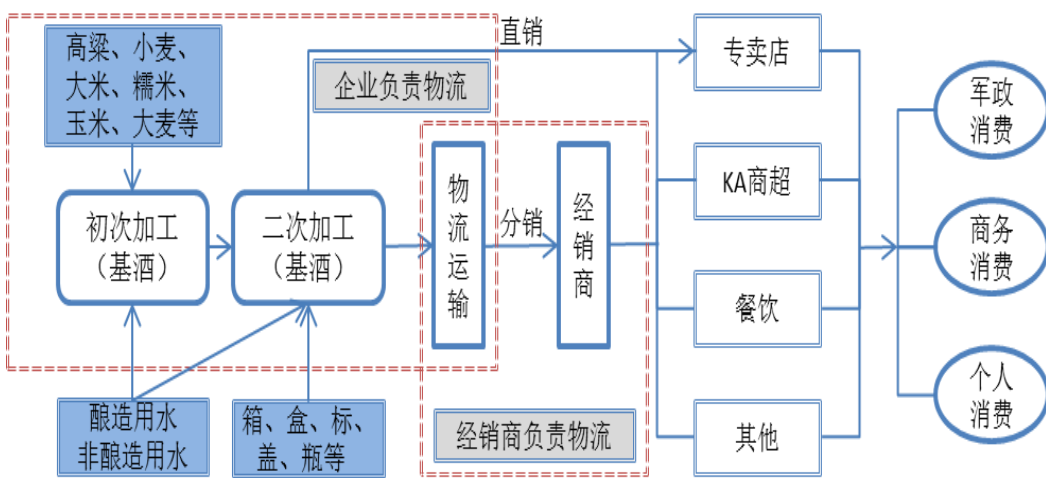
公司酿造生产过程中，生产成本的变动主要受原材料采购价格的变化影响。从白酒产业链简图中我们看到，酿造用水/非酿造用水以及包装材料对公司生产成本影响不大，主要系公司投资相关子公司承揽了对应业务、使成本可控导致的；而包括高粱、小麦、大米、糯米、玉米、大麦等在内的粮食作物的价格变化则直接反映到生产成本上。基于通胀预期，未来公司的生产成本可能会小幅上升。

生产工艺提升有可能减少生产成本，但短期内仍无法具体体现出来，所以暂不考虑。

公司五粮液产品提价能带来销售收入增长。公司对下游供销环节的定价能力较强，销售收入增长比较明确。销售毛利率水平在这个层面上受益。

综合来看，我们认为 2016 年公司毛利状况将微幅改善；但随系列产品逐年放量，对应的营收占比越来越高，毛利率会呈逐年下滑的趋势。

图 20 白酒产业链简图



资料来源：网上资料、中国中投证券研究总部

三项费用层面：

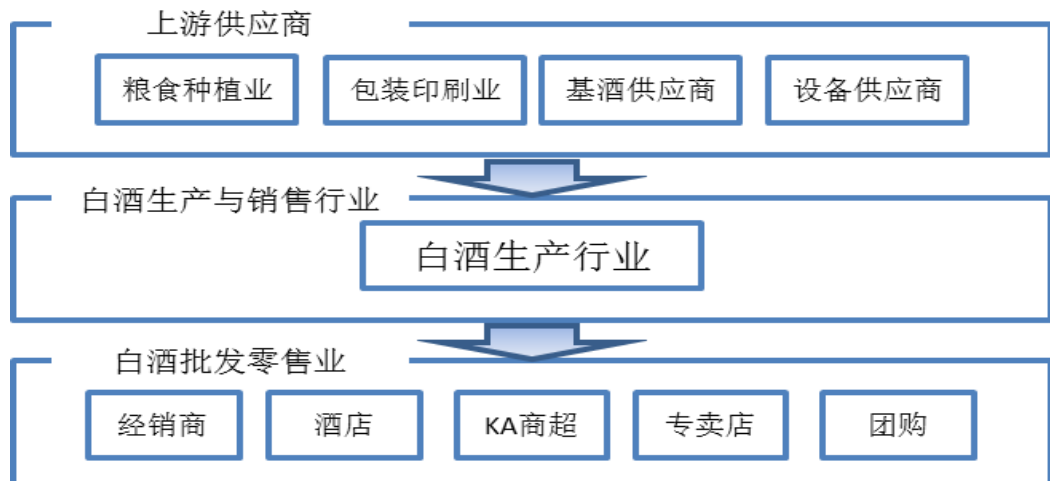
从白酒供应链简图来看，公司通过“直/分销”形式将产品销售给经销商或终端。产供销多个环节产生相应的销售费用、管理费用、以及财务费用。

销售费用方面，2016 年是公司“十三五”规划开局之年，公司计划加大品牌推广力度及投入，以提升公司品牌价值；同时加大市场支持力度，配合商家进行更深入的消费者培育，以发展消费需求和增强消费黏性。在充分考虑取消经销商返利政策及媒体成本降低等因素之后，我们预测 2016 年公司销售成本会小幅增长，之后随收入规模扩大，部分销售费用摊薄，从而导致销售费用率逐年下调。

管理费用方面，为了配合公司 2016 年开始执行的一系列新举措，包括发展电商，运营中转仓，进行渠道管理等，我们小幅上调了公司 2016 年和 2017 年的管理费用率，并在 2018 年（各个项目上正轨或成熟后）进行相应回调。

财务费用方面，公司期末现金和现金等价物余额逐年增加，将给公司带来可观的利息收入和投资收益。

**图 21 白酒供应链简图**



资料来源：网上资料、中国中投证券研究总部

## 2. 盈利预测和投资建议：“强烈推荐”评级，2016年目标价 35.49 元

### 关键假设：

营业收入：2016E/2017E/2018E 分别对应同比增速+10%，+12%，15%；

毛利水平：2016E/2017E/2018E 分别对应毛利率 70%，69%，67%；

三费状况：2016E/2017E/2018E 分别对应费用率 24.64%，23.43%，21.42%；

其中：销售费用率 2016E/2017E/2018E 分别对应 18%，17%，16%；

管理费用率 2016E/2017E/2018E 分别对应 10%，10%，9%。

### 盈利预测：

根据假设进行测算，2016E/2017E/2018E 对应的 EPS 为 1.77 元/2.00 元/2.30 元。

### 目标价格：

横向对比可以发现，五粮液当前市盈率在白酒板块中最低，PE(TTM) 仅 16 倍多。而根据 2015 年实际情况和对 2016 年的一致预期，贵州茅台净利润增长率不及五粮液，而贵州茅台当前 PE(TTM) 在 19 倍以上。我们认为估值层面五粮液仍有修复空间。

通过对比同样具有混改主题的其他白酒上市标的，我们认为五粮液 2016 年的估值在 20 倍 PE 附近是比较合理的。

**表 7 混改主题相关的白酒企业的估值情况（截至 2015/4/22）**

| 证券代码      | 证券简称 | PE(TTM,扣除非经常性损益) | 预测 PE(未来 12 个月) |
|-----------|------|------------------|-----------------|
| 600702.SH | 沱牌舍得 | 2567.46          | 53.99           |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 34.83            | 17.48           |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 30.62            | 23.62           |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 20.85            | 16.95           |
| 600559.SH | 老白干酒 | 131.91           | 38.03           |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 45.16            | 23.94           |
|           | 平均   | 471.80           | 29.00           |

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

给予五粮液 2016 年 20xPE 的估值，对应目标价 35.49 元。

### 推荐评级：

目标价格距离当前市场价格有 30%以上空间，安全边际较大，给予强烈推荐评级！

## 五、风险提示

**终端动销不达预期：**白酒行情回暖当前主要集中体现在高档白酒上。高档白酒具有投资价值，被视为轻奢品，市场存在“买涨不买跌”情绪。而当前高档白酒产供控量，2015 年全板块合计不足 4 万吨，产品紧俏；但白酒总体的产供却大于市场需求，产能优化和消费结构调整还将长期持续。大众消费和商务消费驱动下，消费升级正逐步推进，存在终端动销不达预期的风险。可能的结果是导致产品价格倒挂加剧，渠道库存积压等。这直接影响到企业量价策略的执行，进而造成净利润的减少。

**贵州茅台放量压价：**尽管包括五粮液、剑南春、洋河股份、山西汾酒等在内的白酒名企已经纷纷出台了相应提价方案，但贵州茅台、泸州老窖等企业仅是审慎地执行控量保价策略。其中，贵州茅台的量价策略牵动整个板块神经。飞天茅台若提价，将为持续了四年之久的挤压式增长注入新活力；但假如飞天茅台锁定价格，甚至放量压价，将对目前已经提价的普五等产品形成冲击，并由此产生连锁反应，给五粮液等企业带来经营压力。目前贵州茅台暂定减少下半年的计划量，意在清理库存，为 2017 年提价做准备；加之通胀预期，贵州茅台压价放量可能性小。但仍存在出于竞争目的故意为之的可能。

**假冒产品干扰市场：**五粮液作为全国性名酒品牌，其产品在市场充分享有品牌溢价。这也招致部分不法商家盗用五粮液品牌，生产假冒伪劣产品，干扰正常市场秩序。比如，五粮液推出的中国首款“年份字号”酱酒产品“15 酱”就曾因为太过火爆而引来了大批仿冒品跟进。尽管五粮液和相关商家一直致力于打假，但仍然存在假冒产品流通于市，干扰正常经营活动的可能。

**食品饮料安全问题：**目前国家高度关注食品饮料安全问题，由此衍生出来的食品饮料产品追溯管理更是成为了当下热点。白酒酿造生产工艺复杂，仓储运输繁重，供应环节较多，存在产品受污染或掺杂杂质的可能。届时可能对消费者造成不可预估的伤害，损害企业和品牌的形象。

**消费税率上调风险：**白酒酿造生产工艺对粮食消耗较多，因而成为税收最繁重的产业之一。在新的消费税政策出台前，不排除政府进一步上调白酒消费税的可能。直接的结果是白酒企业净利润减少。而五粮液体量巨大，届时所受影响也将较为严重。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 会计年度           | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 44597 | 49177 | 54896 | 61595 |
| 现金             | 26374 | 31864 | 37313 | 42577 |
| 应收账款           | 107   | 106   | 122   | 144   |
| 其它应收款          | 19    | 24    | 25    | 29    |
| 预付账款           | 332   | 357   | 430   | 547   |
| 存货             | 8701  | 8525  | 9042  | 10062 |
| 其他             | 9064  | 8301  | 7963  | 8236  |
| <b>非流动资产</b>   | 7949  | 7214  | 6549  | 5863  |
| 长期投资           | 902   | 891   | 894   | 893   |
| 固定资产           | 5348  | 5009  | 4508  | 3926  |
| 无形资产           | 412   | 397   | 383   | 368   |
| 其他             | 1288  | 917   | 765   | 676   |
| <b>资产总计</b>    | 52547 | 56391 | 61445 | 67458 |
| <b>流动负债</b>    | 7968  | 7936  | 8447  | 9181  |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 1058  | 885   | 1062  | 1331  |
| 其他             | 6909  | 7050  | 7385  | 7850  |
| <b>非流动负债</b>   | 234   | 151   | 179   | 188   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 234   | 151   | 179   | 188   |
| <b>负债合计</b>    | 8201  | 8087  | 8626  | 9369  |
| 少数股东权益         | 1016  | 1276  | 1569  | 1904  |
| 股本             | 3796  | 3796  | 3796  | 3796  |
| 资本公积           | 953   | 953   | 953   | 953   |
| 留存收益           | 38580 | 42279 | 46501 | 51436 |
| 归属母公司股东权益      | 43329 | 47028 | 51250 | 56185 |
| <b>负债和股东权益</b> | 52547 | 56391 | 61445 | 67458 |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 6691  | 7756  | 7920  | 8032  |
| 净利润            | 6410  | 6996  | 7882  | 9065  |
| 折旧摊销           | 619   | 660   | 683   | 694   |
| 财务费用           | -732  | -801  | -951  | -1098 |
| 投资损失           | -34   | -28   | -30   | -29   |
| 营运资金变动         | -192  | 955   | 311   | -616  |
| 其它             | 620   | -26   | 26    | 16    |
| <b>投资活动现金流</b> | -394  | -30   | -55   | -72   |
| 资本支出           | 395   | -0    | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0     | -11   | 4     | -1    |
| 其他             | 1     | -42   | -51   | -73   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -2355 | -2236 | -2417 | -2696 |
| 短期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -2355 | -2236 | -2417 | -2696 |
| <b>现金净增加额</b>  | 3942  | 5490  | 5449  | 5264  |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

| 会计年度            | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 21659 | 23825 | 26684 | 30687 |
| 营业成本            | 6672  | 7148  | 8272  | 10127 |
| 营业税金及附加         | 1785  | 1829  | 2052  | 2369  |
| 营业费用            | 3568  | 4289  | 4536  | 4910  |
| 管理费用            | 2129  | 2383  | 2668  | 2762  |
| 财务费用            | -732  | -801  | -951  | -1098 |
| 资产减值损失          | 26    | 12    | 13    | 14    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 34    | 28    | 30    | 29    |
| <b>营业利润</b>     | 8246  | 8994  | 10123 | 11633 |
| 营业外收入           | 66    | 64    | 64    | 64    |
| 营业外支出           | 25    | 30    | 30    | 30    |
| <b>利润总额</b>     | 8287  | 9027  | 10157 | 11667 |
| 所得税             | 1877  | 2031  | 2275  | 2602  |
| <b>净利润</b>      | 6410  | 6996  | 7882  | 9065  |
| 少数股东损益          | 234   | 260   | 293   | 335   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 6176  | 6736  | 7590  | 8730  |
| EBITDA          | 8133  | 8853  | 9855  | 11229 |
| EPS (元)         | 1.63  | 1.77  | 2.00  | 2.30  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 3.1%  | 10.0% | 12.0% | 15.0% |
| 营业利润            | 2.7%  | 9.1%  | 12.6% | 14.9% |
| 归属于母公司净利润       | 5.8%  | 9.1%  | 12.7% | 15.0% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 69.2% | 70.0% | 69.0% | 67.0% |
| 净利率             | 28.5% | 28.3% | 28.4% | 28.4% |
| ROE             | 14.3% | 14.3% | 14.8% | 15.5% |
| ROIC            | 35.5% | 43.0% | 51.7% | 59.8% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 15.6% | 14.3% | 14.0% | 13.9% |
| 净负债比率           | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率            | 5.60  | 6.20  | 6.50  | 6.71  |
| 速动比率            | 4.50  | 5.12  | 5.42  | 5.61  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.44  | 0.44  | 0.45  | 0.48  |
| 应收账款周转率         | 178   | 211   | 221   | 219   |
| 应付账款周转率         | 7.83  | 7.36  | 8.50  | 8.46  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.63  | 1.77  | 2.00  | 2.30  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.76  | 2.04  | 2.09  | 2.12  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 11.41 | 12.39 | 13.50 | 14.80 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 16.59 | 15.21 | 13.50 | 11.74 |
| P/B             | 2.36  | 2.18  | 2.00  | 1.82  |
| EV/EBITDA       | 9     | 9     | 8     | 7     |

## 相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------|------|
|------|------|



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。  
郑汉镇,加拿大滑铁卢大学数学硕士学位,中山大学岭南(大学)学院经济学学士学位。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

| 深圳市                                                                | 北京市                                                           | 上海市                                                           |
|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编：518000<br>传真：(0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层<br>邮编：100032<br>传真：(010) 63222939 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼<br>邮编：200082<br>传真：(021) 62171434 |