



五粮液涨价 高增长因素增至六个

2010年1月15日

强烈推荐

五

——五粮液（000858）1月15日提价公告点评

食品饮料行业分析师

010-66507309

Email : liujw@dxzq.net.cn MSN :
ynynljw999@hotmail.com

事件：

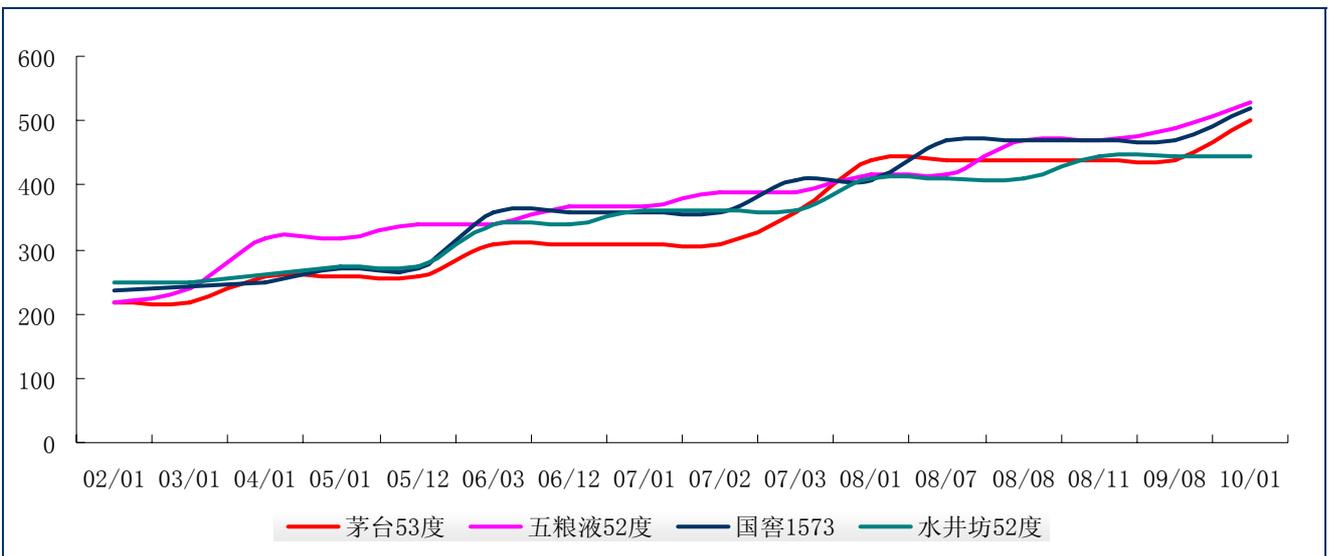
五粮液（000858）今日发布公告，根据近期经济形势和公司生产经营以及“五粮液”酒的供需状况、市场表现等多种因素综合调研论证，公司决定自2010年1月16日起对“五粮液”酒产品出厂供货价格进行适当调整，上调幅度约为8.50%-10.30%。本次价格调整将对公司2010年经营业绩产生积极影响。

观点：

1. 涨幅和时间符合预期。五粮液本次提价8.5%和10.3%，与我们在09年12月20日发布的《五粮液：明年高端放量及更多利好 继续强烈推荐——五粮液（000858）经销商大会调研快报》中预计2010年五粮液会提价10%左右相吻合，我们对五粮液在2010年涨价的预期较早体现在2009年12月7日发布的《茅台出厂价涨13% 调升评级至“强烈推荐”——贵州茅台（600519）涨价公告点评》报告中。

2. 高端白酒出厂价重心“由四进五”。即每瓶出厂价从400元进入500元时代来临。2007年10月五粮液和国窖1573每瓶出厂价提至418元和408元，宣告高端酒出厂价进入“400元时代”。经过测算，截至目前，茅台53°出厂价提价13%以后为499元/瓶；五粮液52°曾在2009年11月左右提过20元，加上本次提价，已达529元/瓶左右；国窖1573出厂价如果媒体报道提价50元属实的话，也达到498元/瓶，水井坊52°也有提价报道但尚未确认，此前出厂价为445元/瓶，预计宣布提价的时间已不远。

图：2002.01-2010.01 茅台、五粮液、国窖1573和水井坊高端酒出厂价上涨情况



资料来源: 东兴证券研究所

3. 驱动公司 2010 年业绩大增因素多达七个。我们认为，公司 2010 年业绩大幅增长的驱动因素包括以下七个方面：一是经济增长趋势确立，会形成白酒团体性消费的报复性反弹，从而刺激高端酒的消费；二是销售放量。五粮液系列酒销量将会放大到 1.2~1.3 万吨之间，而且随着优质基酒产能潜力挖掘具有持续放量基础；五粮春、五粮醇、六和液等销量也会继续较大增长。而支撑公司销量增长的主要力量来自公司多年来完善的销售体系，特别是 2009 年对部队、机关等团体消费大客户的良好开发势头（2009 年公司大力开拓部队团购，包括邀请将军访问总部基地、建立国防教育基地和战略合作伙伴关系，在得到这类消费群体高度赞赏的同时接到包括庆功酒在内的可观订单，五粮液成为中央军委礼品酒，一些重要会议招待用酒；新建专卖店 800 多家；在餐饮渠道建立五粮液专柜等）；三是公司治理改善，特别是集团公司所持的销售公司 20% 股权削减为 5% 之后，五粮液高端酒的利润进一步回流，全年可望增加净利润 4 亿元以上；四是本次提价后，扣除成本上涨等因素，会增加净利润 5% 左右；五是新产品普酒会有较好的起步，贡献一定的业绩；六是所收购完成的包装类资产业务和化工业务会继续降低成本和增加净利润；七是四川地方政府对公司远期目标的高要求和软环境优化形成的驱动力量。公司决心打造世界名酒五粮液，五粮液集团销售收入目标将达到 1000 亿元，在建设和发展中国白酒之都——宜宾的进程中进一步发挥领头羊作用。

结论：

我们此前对公司业绩预测基本包含了上述六大因素，因此，维持如下判断：2009-2011 年净利润会增长 55%、75% 和 43% 左右，每股收益可以达到 0.73 元、1.31 元和 1.86 元左右，与目前股价对应市盈率为 42 倍、24 倍和 17 倍，按照目前酒类平均 38 倍 PE 测算，公司 2010-2011 年股价接近 49.8 元和 70 元，与目前元价格相比升幅达到 58%~125% 左右；DCF 绝对估值股价区间为 39 元~46 元，与目前价位相比升可达 24%~46%，估值提升优势均十分明显，维持“强烈推荐”评级。

五粮液 2009-2011 年业绩预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	7,328.56	7,933.07	11,218.14	16,840.47	20,455.47	24,202.26	28,665.79
主营收入增长率	-0.93%	8.25%	41.41%	50.12%	21.47%	18.32%	18.44%
EBITDA（百万元）	2,619.93	2,766.54	4,250.41	7,031.59	9,491.52	11,419.93	13,763.78
EBITDA 增长率	15.12%	5.60%	53.64%	65.43%	34.98%	20.32%	20.52%
净利润（百万元）	1,468.92	1,810.69	2,787.61	4,972.66	7,069.81	8,618.22	10,493.90
净利润增长率	25.83%	23.27%	53.95%	78.38%	42.17%	21.90%	21.76%
ROE	15.35%	15.91%	20.91%	29.57%	32.48%	31.00%	29.86%
EPS（元）	0.39	0.48	0.73	1.31	1.86	2.27	2.76
P/E	72	58	42	24	17	13	11
P/B	11.00	9.25	7.90	6.26	4.84	3.79	3.00
EV/EBITDA	38.64	35.92	22.92	13.37	9.34	7.19	5.39

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

本报告体系采用沪深300指数为基准指数。