

评级： 强烈推荐

五粮液 (000858)

抗通胀首选，白酒第一市值指日可待！

投资要点：

- 04年以来白酒行业重回发展快车道，中高档白酒发展迅速，行业高端化趋势明显，五粮液的产品结构符合行业发展方向。
- 白酒业整合势不可挡，占比最大的浓香型白酒整合要求最为迫切。五粮液作为行业龙头，将会受益于行业并购。
- 五粮液等高端白酒因定价能力较强而具备抗通胀能力，是目前通胀形势下的投资首选。
- 关联交易的解决完善了公司的治理结构，市值考核迫使管理层稳健经营，不断为股东创造价值，制度性的拐点有利于公司业绩的不断增长，白酒第一市值指日可待。今年五粮液的市值增速明显低于行业平均水平，管理层做大业绩的动力将会更加强劲！
- 永福酱酒的成功推出再添新的利润增长点。
- 统计数据显示，公司超额收益的多发地带为11、12月份，当前正处在该时期，因此获取超额收益的概率明显加大。
- 我们预计公司2010年、2011年每股收益的分别为1.24元和1.60元，目前股价分别对应31倍、24倍的市盈率；ReOI模型给出2010年末的每股价值为41元，隐含的市盈率水平分别为33倍和28倍，基于公司增速加快、行业整合受益者、定价能力、抗通胀等因素，我们继续维持“**强烈推荐**”的投资评级，近期股价下调将是较好的介入机会。

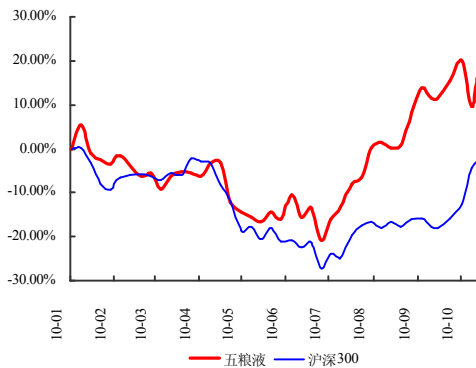
风险提示： 产品需求的下滑；板块估值回调的风险。

单位：百万元，元

项目	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,933.07	11,129.22	15,580.91	18,697.09
EPS adjusted	0.48	0.85	1.24	1.60
EPS 一致预期	n/a	n/a	1.22	1.55
RoCE	17.29%	25.08%	28.61%	29.10%
P/E	17.36	37.04	30.76	23.75

注：一致预期数据来自聚源数据。

市场表现(%)	1M	3M	6M	12M
绝对	10.1	28.69	50.57	49.86
相对沪深300	-1.93	5.55	25.26	49.58



报告日期	2010年11月12日
市场数据	2010年11月11日
最新收盘价	38.11元
总股本(百万股)	3,795.96
所属行业	食品饮料业

食品饮料小组

联系人：郭得存

电话：(0351) 7219863

E mail: guodc@dtsbc.com.cn

地址：山西世贸中心A座F12

网址：http://www.dtsbc.com.cn

目录

1.估值和投资策略.....	4
2.行业分析.....	4
04年以来，白酒重回发展快车道.....	4
中高档白酒增长迅速，行业高端化趋势明显.....	4
高端白酒将受益于行业整合.....	5
高端白酒是通胀形势下的投资首选.....	5
3.公司分析.....	6
3.1 主营业务分析.....	6
高价酒是收入主要来源，符合行业发展趋势.....	6
提价能力强，毛利率不断提高.....	7
3.2 管理能力分析.....	8
关联交易解决后，利润外流大幅减少.....	8
市值考核，白酒第一市值指日可待.....	8
3.3 永福酱酒的推出将成为公司新的利润增长点.....	8
3.4 财务分析.....	9
3.4.1 盈利能力分析.....	9
第一层次：两杠杆作用方向依旧，经营资产收益率有所提高.....	9
第二层次：销售利润率小幅下降，净经营资产周转率直线上升.....	9
第三层次：销售费用率的上升影响了利润率的提高.....	10
3.4.2 增长能力分析.....	11
第一层次：剩余收益和剩余营业收益继续大幅增长.....	11
第二层次：RNOA 仍是 RoCE 提高的主因，ATO 则是 RNOA 增长的主动力.....	11
第三层次：金融资产的增加是股东权益提高的主要原因.....	12
4 投资时钟：11、12 月份是超额收益的高发地带.....	12

1. 估值和投资策略

我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益的分别为 1.24 元和 1.60 元，目前股价分别对应 31 倍、24 倍的市盈率；ReOI 模型给出 2010 年末的每股价值为 41 元，隐含的市盈率水平分别为 33 倍和 28 倍，基于公司增速加快、行业整合受益者、定价能力、抗通胀等因素，我们继续维持“强烈推荐”的投资评级，近期股价下调将是较好的介入机会。

2. 行业分析

04 年以来，白酒重回发展快车道

我国白酒发展的阶段性较为明显，之所以出现这种现象跟当时的国情、体制、统计口径等非常相关。现在我们所能看到的产量等数据，由于统计口径的差异，可比性较差，但 2004 年以来，我国白酒行业又重新回到了发展的快车道，产量、收入、利润总额、吨酒价格都实现较大的增长。

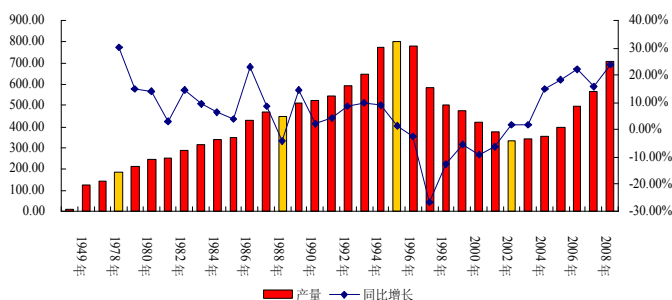
中高档白酒增长迅速，行业高端化趋势明显

随着经济的发展，居民可支配收入逐渐提高，消费升级现象十分明显。消费者对中高档和高档白酒的需求逐渐增强，因此，中高档和高档白酒的消费量占比逐渐提高。2001 年-2009 年期间，高档白酒的消费量占比从 4% 提高至 6%，中高档白酒的占比从 14% 提高至 18%，而经济型白酒的占比则由 54% 下降至 43%（数据来源：高华证券）。

从收入增速的年复合增速来看更为明显，2001 年-2009 年期间，高档白酒的年复合增长率 9%，中高档白酒为 5%，中低档白酒为 3%，经济型白酒为 -1%，销量的增长也呈现出类似的趋势（高华证券）。可见，中、高档白酒的增长要快于低档，行业高端化趋势明显。

图 1 04 年以来白酒产量稳步增加

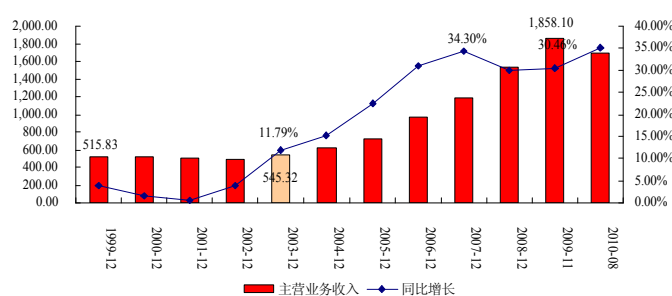
单位：万千升



数据来源：大同证券研究部，wind。

图 2 04 年以来白酒主营收入同比增速加快

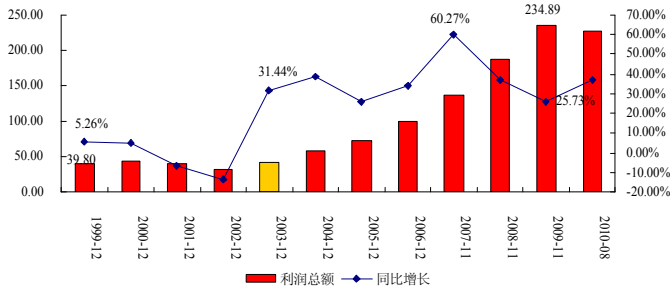
单位：亿元



数据来源：大同证券研究部，wind。

图 3 04 年以来白酒利润总额增速维持高位

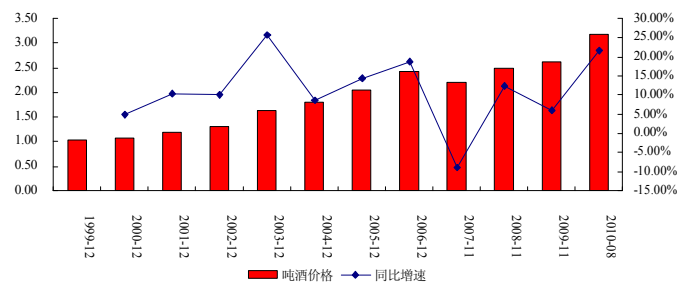
单位：亿元



数据来源：大同证券研究部，wind。

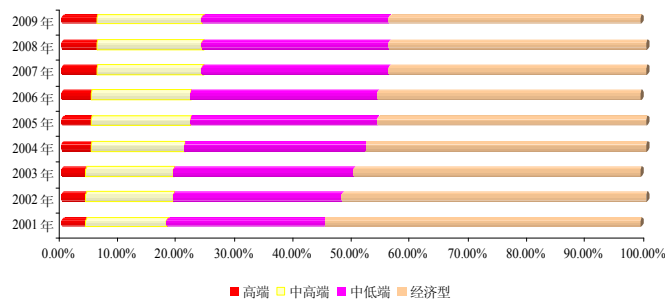
图 4 04 年以来白酒吨酒价格不断提高

单位：万元/千升



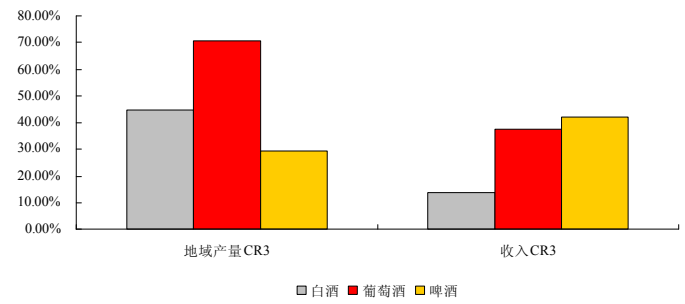
数据来源：大同证券研究部，wind。

图 5 中高端和高端白酒消费量占比逐渐提高



数据来源：高华证券，大同证券研究部。

图 6 白酒集中度亟待提高



数据来源：大同证券研究部，wind。

高端白酒将受益于行业整合

目前我国白酒企业约有三万多家，一半左右处在亏损状态。地域分布较为明显，但集中度较低。2009 年的数据显示，白酒产量前三大省份占到总产量的 44.53%，低于葡萄酒而略高于啤酒。以上市公司的数据来看，前三强的收入占到行业总收入的 13.55%，远低于啤酒和葡萄酒，行业集中度亟待提高。

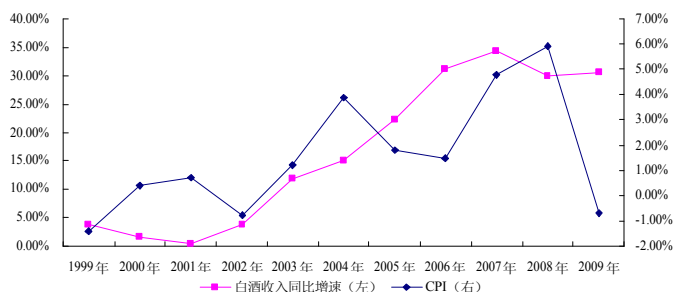
我们认为，由于香型的差异，白酒的集中度不大可能提高至像啤酒、葡萄酒和黄酒那样的水平，行业整合更多的是发生在各个香型内部。由于浓香型白酒占到 70% 左右的份额，所以这个香型整合的可能性更大，最近的苏酒整合、豫酒整合、白酒金三角等都是很好的例子。我们认为，浓香型的龙头企业五粮液、泸州老窖等将会受益于行业的整合，这是我们看好五粮液的理由之一。

高端白酒是通胀形势下的投资首选

国家统计局公布的 10 月份数据显示，我国目前已经面临较为明显的通货膨胀。在这种形势下，我们认为高端白酒具有较大的投资机会，逻辑是高档白酒的毛利率水平较高，能够通过提价来转嫁这部分成本，具体参见我们前期的报告《酿酒行业量化研究之白酒行业投

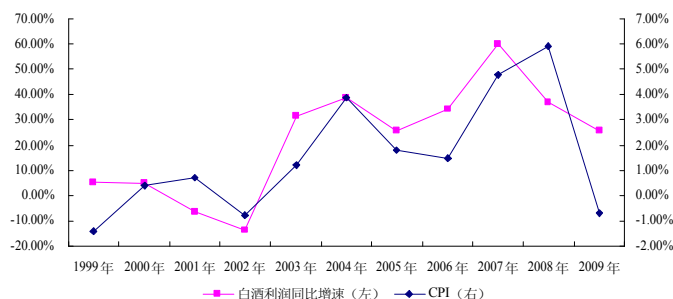
资时钟初探》。高端白酒我们首推贵州茅台、五粮液和泸州老窖三家公司。

图 7 白酒收入表现出较为明显的抗通胀性



数据来源：大同证券研究部。

图 8 白酒利润增速体现出跟随 CPI 同向波动的特征



数据来源：大同证券研究部。

3. 公司分析

3.1 主营业务分析

高价酒是收入主要来源，符合行业发展趋势

酒类业务是公司的第一收入来源，占到总收入的 90%以上。2009 年关联交易的解决致使酒类占比略有下降，不过今年前两季度的酒类收入占比有所提升，预计未来酒类收入占比将会继续稳中有升。

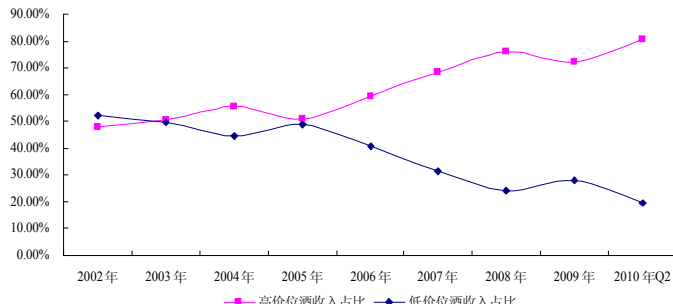
具体来看，高价位酒是公司酒类收入的主体部分，并且近几年占比不断提高。2002 年，高价位酒仅占到酒类收入的 47.85%，而到了 2009 年，占比提高至 72.13%。今年前两个季度的数据显示，高价酒的收入占比已经提高至 80.47%。公司的产品结构符合行业发展的总体趋势，加上高端酒的集中度高，竞争格局基本锁定，因此公司将会长期保持竞争优势，不断受益于白酒的高端化。

图 9 酒类业务是公司的绝对收入来源



数据来源：大同证券研究部。

图 10 高价位酒逐渐成为收入的主体



数据来源：大同证券研究部。

提价能力强，毛利率不断提高

2003年以来，公司进行了多次提价，吨酒价格和毛利率都有了大幅的提升。由于高端白酒的稀缺性，提价后销量、收入不降反增，显示了公司强有力的定价能力。我们认为，只有高端白酒（如茅台、五粮液等）才能享受这种待遇，这也是我们推荐五粮液的原因之一。

提价能力除了受供求关系的影响外，渠道利润差也是很关键的一个指标。有关数据显示，五粮液目前的渠道利润差仅次于贵州茅台，03年以来该利润差不断扩大。各主要高端品牌的渠道利润差目前均处于高位，可以说提价的条件已经具备。

最近，五粮液总裁唐桥在接受记者采访时表示年内不会提价，不会将增加的成本转嫁给消费者，而是通过提升企业管理水平等手段消化掉这部分成本，确保消费者利益。我们认为，公司这样做体现了一定的社会责任性，值得其他酒企学习。另一方面，由于高端白酒的消费群体多是政务和商务人士，对价格的敏感性较低，所以即使提价，我们认为也不会太影响销量。有关消息显示，9月30日起，五粮液批条酒的出厂价上调了40元，目前市场预期公司在1月份提价的概率较大，上调幅度预计在10%左右。

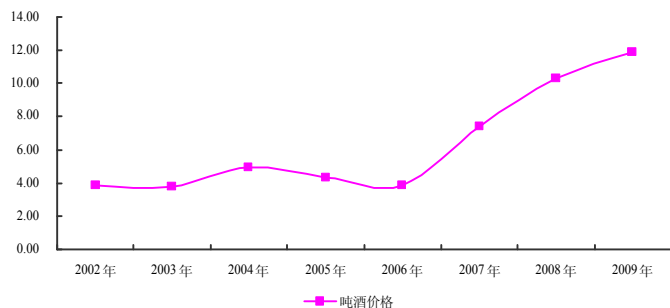
图 11 52°五粮液出厂价屡次提高

单位：元/瓶



图 12 吨酒价格近几年提高较快

单位：万元/吨



数据来源：高华证券，大同证券研究部。

数据来源：大同证券研究部。

图 13 酒类毛利率近几年提升较为明显

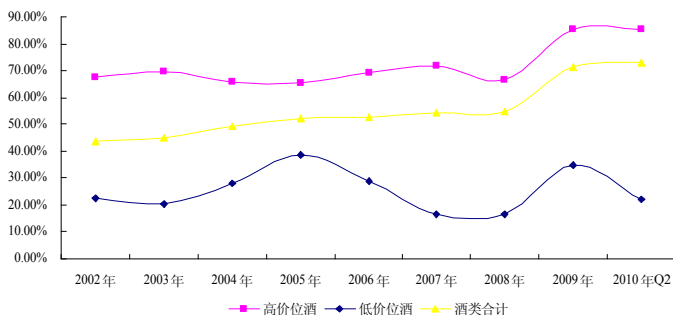
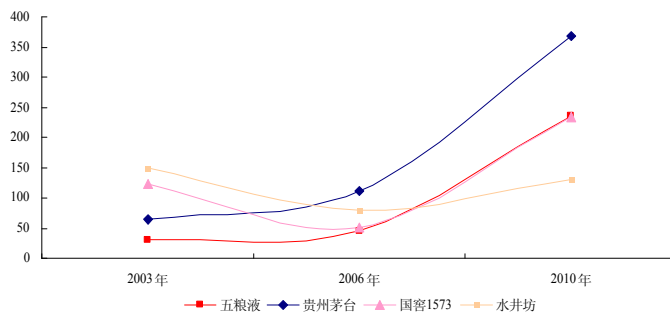


图 14 高端白酒渠道利润差目前位于高位



数据来源：大同证券研究部。

数据来源：海通证券，大同证券研究部。

3.2 管理能力分析

关联交易解决后，利润外流大幅减少

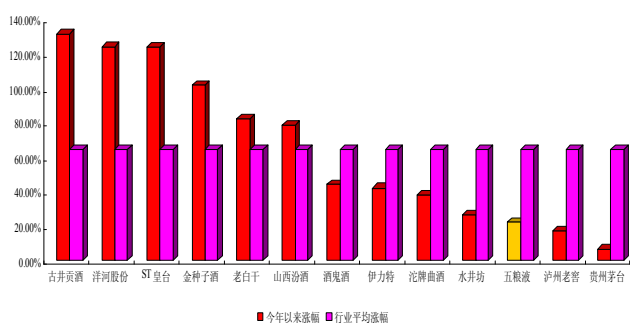
公司新一届管理层上台后，通过关联交易的解决逐步完善了公司的治理结构，有效减少了利润的外流。反映在财务数据上就是，09年的营业收入同比大幅增长40.29%，普通股股东综合收益同比大幅增长79.20%。今年前三季度增长依然较快，营业收入同比增长42.87%，普通股股东综合收益同比增长47.67%，未来公司治理结构的继续完善将继续带来绩效的提高，这也是个比较大的看点。

市值考核，白酒第一市值指日可待

宜宾市国资委自2010年起既考核集团，也考核上市公司。考核指标涉及营业收入、利润、市值、净资产收益率等。其中，市值考核在白酒行业内首次引入，占到上市公司高管绩效部分的10%左右，具体内容是公司市值年增长率不得低于行业平均水平。

今年以来，公司资本市场的表现已经明显低于行业平均水平。我们认为，为了能够达到市值考核的要求，公司管理层将会有强劲的动力去做好主营业务，业绩释放的潜力较大。另外，公司已开始制定具体目标及战略，期望未来在市值上能够超越茅台，我们认为，如果公司在高端酒上能继续保持优势，中端酒也不断发力，再加上白酒业整合（中国白酒金三角）带来的潜在并购机会，公司市值超越茅台将指日可待！

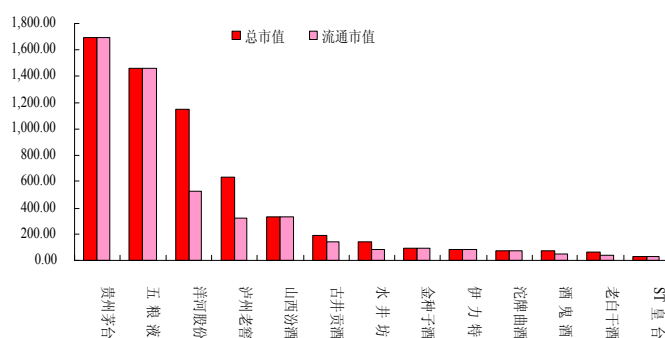
图 15 五粮液今年以来已经明显跑输行业平均水平



数据来源：大同证券研究部。

图 16 五粮液市值仅次于茅台

单位：亿元



数据来源：大同证券研究部。

3.3 永福酱酒的推出将成为公司新的利润增长点

今年秋季糖酒会上，五粮液正式推出“永福酱酒”，我们了解到，该产品的终端零售价大约在1,198元至1,398元之间，与目前53°飞天茅台相差无几。今年的销售目标在500千升左右，未来3至5年将达到3,000至4,000千升。营销方式上将以团购型经销商为主，传统

型经销商为辅，永福酱酒的推出将成为五粮液新的增长点。

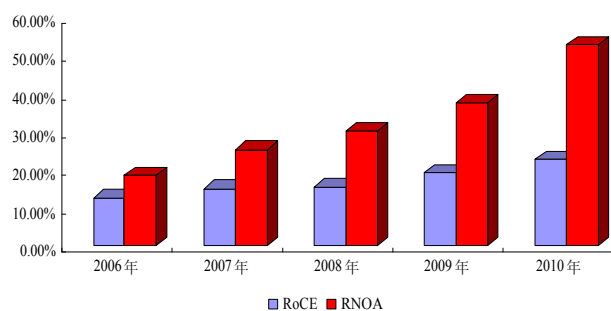
3.4 财务分析

3.4.1 盈利能力分析

第一层次：两杠杆作用方向依旧，经营资产收益率有所提高

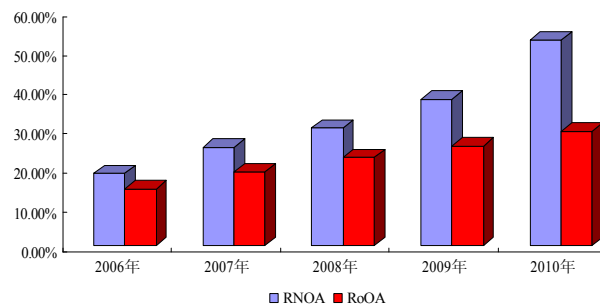
公司“财务杠杆”和经营负债杠杆的作用方向依旧是一负一正，作用力度上均继续加大，但经营负债杠杆未能全部抵消掉财务杠杆的负面作用。最后致使股权收益率在经营资产收益率的基础上略有下降。公司的经营资产收益率为 29.27%，同比提高了 3.91 个百分点。

图 17 财务杠杆的负面作用力度继续提高



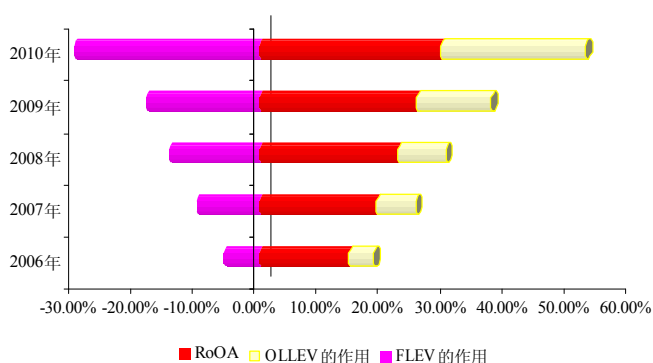
数据来源：大同证券研究部。

图 18 经营负债杠杆的作用继续提高，但仍小于财务杠杆的作用



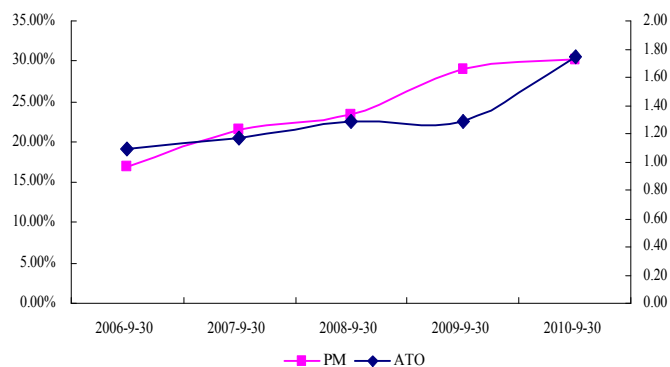
数据来源：大同证券研究部。

图 19 两种杠杆的作用总结



数据来源：大同证券研究部。

图 20 销售 PM、ATO 继续提高



数据来源：大同证券研究部。

第二层次：销售利润率小幅下降，净经营资产周转率直线上升

公司的销售利润率在前三季度仍然继续小幅上升，由去年同期的 29.08% 上升至今年的 30.18%；净经营资产周转率提升幅度较大，由 1.29 提高至 1.74。我们预计，随着吨酒价格

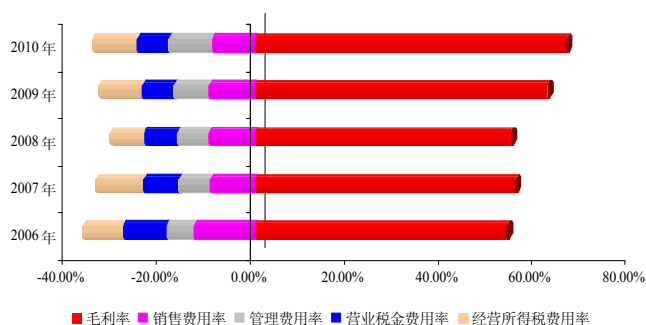
的不断提升，公司未来一段时间内利润率将继续提高。

第三层次：销售费用率的上升影响了利润率的提高

今年前三季度，公司的核心销售利润率同比增加了 1.12 个百分点，这种提高的主要原因是毛利率提高 4.08 个百分点，销售费用率下降了 0.59 个百分点至 9.04%，管理费用率上升 1.69 个百分点。

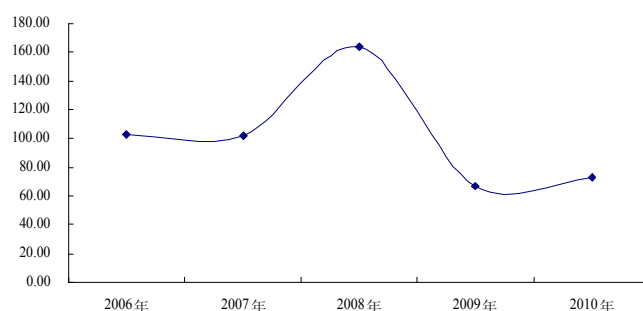
前三季度公司净经营资产周转率提高了 0.45，细分指标来看，经营资产的周转率大都继续提高，经营负债则继续下降。比如应收账款周转率、存货周转率、固定资产的周转率等继续提高，预收账款周转率则继续下降。

图 21 核心销售利润率的分解



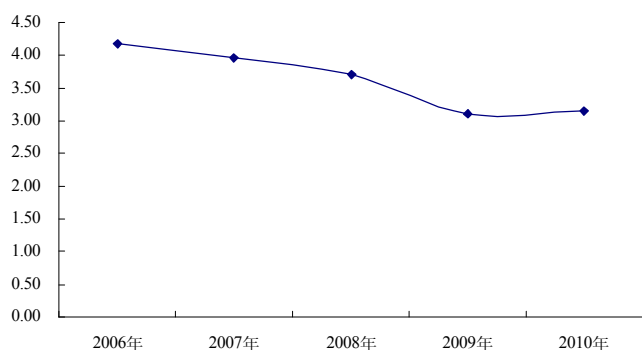
数据来源：大同证券研究部。

图 22 应收账款周转率继续提高



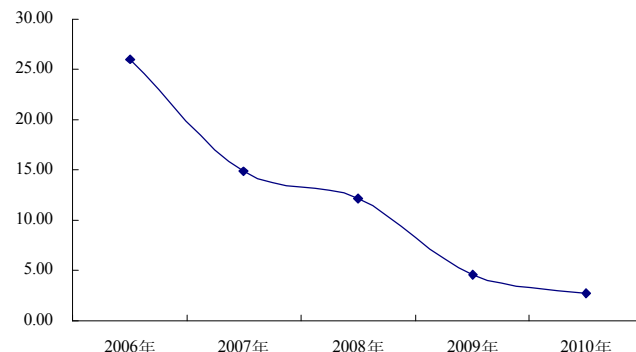
数据来源：大同证券研究部。

图 23 存货周转率继续提高



数据来源：大同证券研究部。

图 24 预收账款周转率继续下降



数据来源：大同证券研究部。

3.4.2 增长能力分析

第一层次：剩余收益和剩余营业收益继续大幅增长

公司的剩余收益和剩余营业收益继续大幅增长，今年前三季度剩余收益增加了 16.59 亿元，剩余营业收益增长了 26.41 亿元，说明公司继续为股东创造价值。

分析得知，前三季度剩余收益增长的主要原因是股东权益回报率的大幅提高（表现为 RoCE 从 19.15% 提高为 22.60%），股东投入的增加也使剩余收益增长了 3.38 亿元。

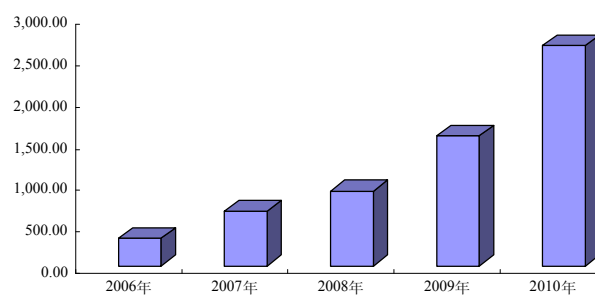
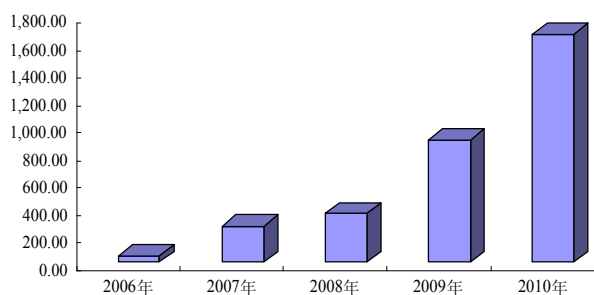
净经营资产收益率的提高仍然是剩余营业收益增长的主要动力，净经营资产的增加也使得剩余营业收益增加了 1.42 亿元。

图 25 剩余收益继续大幅增加

单位：百万元

图 26 剩余营业收益也继续增长

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

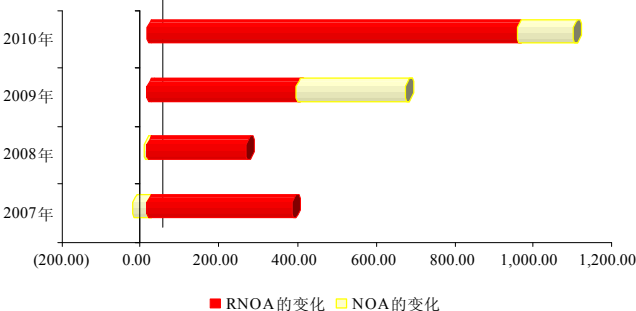
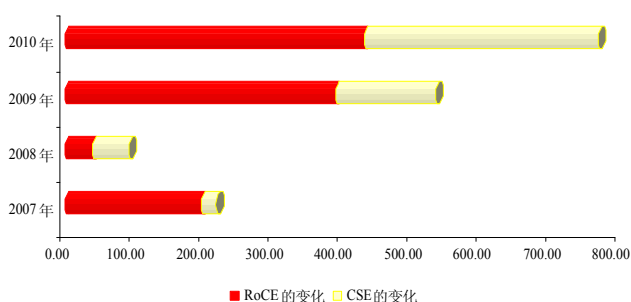
数据来源：大同证券研究部。

图 27 RoCE 的提高是前三季度 RE 增加的主因

单位：百万元

图 28 RNOA 的提高是前三季度 ReOI 增加的主因

单位：百万元



数据来源：大同证券研究部。

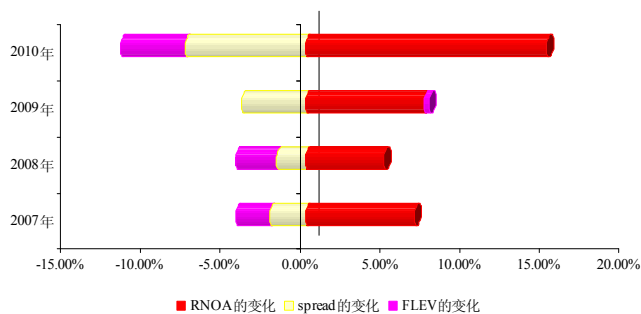
数据来源：大同证券研究部。

第二层次：RNOA 仍是 RoCE 提高的主因，ATO 则是 RNOA 增长的主动力

前三季度普通股权益收益率的提高仍然是由于净经营资产收益率贡献的(净经营资产收益

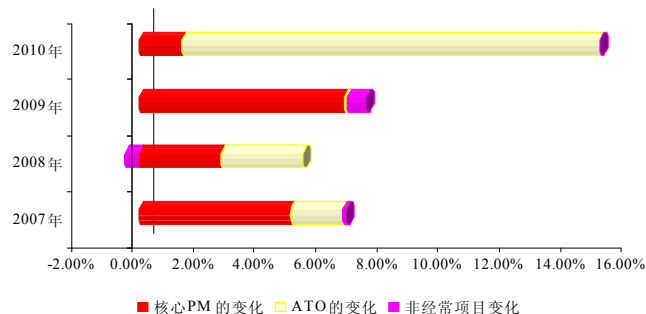
率从 7.41% 提高至 15.09%)，负“财务杠杆”的下降是负面因素，而净经营资产收益率的大幅提高主要是净经营资产周转率的提高贡献的，核心销售利润率仅贡献了部分。

图 29 前三季度 RoCE 的提高主要是由 RNOA 的提高贡献的



数据来源：大同证券研究部。

图 30 前三季度 RNOA 的提高主要是由资产周转率提高引起的



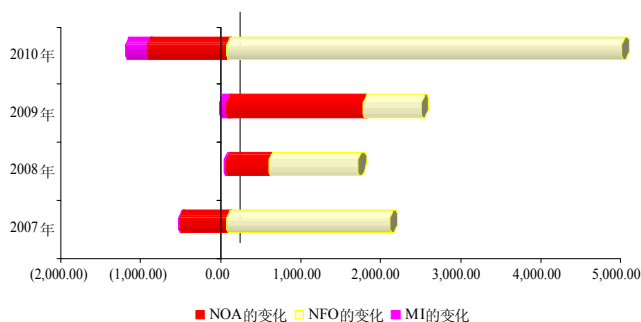
数据来源：大同证券研究部。

第三层次：金融资产的增加是股东权益提高的主要原因

前三季度公司股东权益同比增加了 36.70 亿元，主要是由于金融资产大幅增加 49.35 亿元所致，不过净经营资产同比下降 9.91 亿元，我们认为公司应继续加大对主营业务的投资。

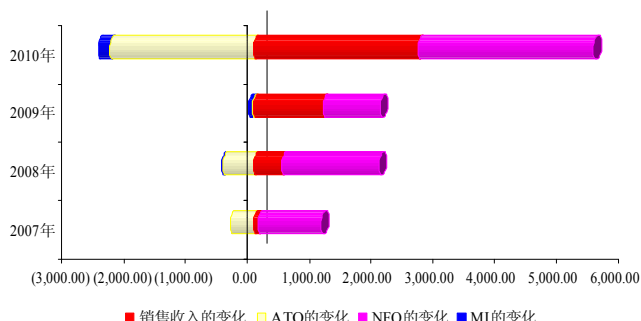
从平均股东权益的角度来看，增长的主要原因仍然是金融资产和销售收入的大幅增加，金融资产的剧增使得平均股东权益增加 28.31 亿，销售收入的增长使得平均股东权益增加 26.71 亿。

图 31 当期 CSE 的提高主要是由于净金融资产的增加 单位: 百万元



数据来源：大同证券研究部。

图 32 金融资产、销售收入仍是平均 CSE 提高的主因 单位: 百万元

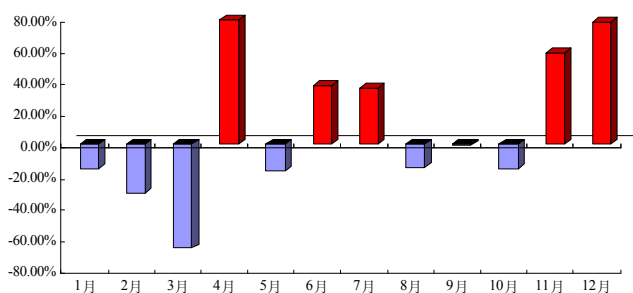


数据来源：大同证券研究部。

4 投资时钟：11、12 月份是超额收益的高发地带

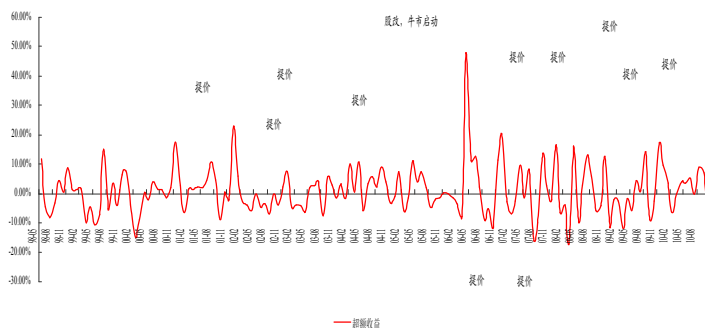
通过统计公司股价在二级市场的表现,我们发现,从历年各月累计超额收益的角度来看,公司超额收益的季节性比较明显,4、6、7、11、12 月份的获取概率较大,原因我们认为是这样的:4 月份是年报披露期,业绩猜想引发超额收益;6、7 月份由于提价而引发超额收益;11、12 月份是消费旺季加上提价预期双重原因引发超额收益,从这个角度来说,11、12 月份获取超额收益的概率较大,是不错的投资时点。

图 33 超额收益倾向于在 4、6、7、11、12 月份



数据来源: 大同证券研究部。

图 34 提价是超额收益的触发因素



数据来源: 大同证券研究部。

附录:

表 1 预测的利润表简表

单位: 百万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	7,328.56	7,933.07	11,129.22	15,580.91	18,697.09
营业成本	3,377.98	3,618.07	3,860.66	5,141.70	5,609.13
毛利润	3,950.58	4,315.00	7,268.56	10,439.21	13,087.96
营业费用	1,863.33	2,045.57	2,801.71	3,895.23	4,674.27
税前核心营业利润	2,087.24	2,269.43	4,466.85	6,543.98	8,413.69
核心营业利润所得税	675.50	537.02	1,104.24	1,636.00	2,103.42
税后核心营业利润 (OI)	1,411.75	1,732.41	3,362.61	4,907.99	6,310.27
其他税后营业利润	(2.47)	(22.67)	9.74	—	—
税后营业利润	1,409.27	1,709.73	3,372.35	4,907.99	6,310.27
税后净金融费用	(63.51)	(119.97)	(94.31)	(105.49)	(153.05)
综合收益	1,472.78	1,829.70	3,466.67	5,013.48	6,463.32
少数股东综合收益	3.86	19.01	221.92	310.68	372.82
普通股股东综合收益	1,468.92	1,810.69	3,244.75	4,702.80	6,090.50
EPS(basic) adjusted	0.39	0.48	0.85	1.24	1.60
EPS(basic) reported	0.39	0.48	0.86		

表 2 预测的资产负债表简表

单位: 百万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
净营业资产 (NOA)	5,514.19	5,469.65	7,204.59	7,790.45	9,348.55
净金融负债 (NFO)	(4,112.05)	(5,986.29)	(7,596.50)	(11,021.42)	(14,633.98)
股东权益 (CSE+MI)	9,626.24	11,455.94	14,801.09	18,811.87	23,982.53
MI	56.86	75.87	305.44	427.61	513.14
CSE	9,569.38	11,380.07	14,495.65	18,384.26	23,469.39

表 3 预测的现金流量表简表

单位: 百万元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
税后OI	1,409.27	1,709.73	3,372.35	4,907.99	6,310.27
△NOA	32.04	(44.54)	1,734.93	585.87	1,558.09
公司自由现金流 (C-I)	1,377.23	1,754.27	1,637.42	4,322.12	4,752.18
股利净支付 (d=回购+股利-发行)	147.68	0.00	342.14	1,002.70	1,292.66
债务融资流 (F=NFE-△NFO)	1,229.55	1,754.27	1,515.91	3,319.42	3,459.51
融资现金流总额(d+F)	1,377.23	1,754.27	1,858.05	4,322.12	4,752.18

表 4 ReOI 模型估值输出表

单位: 百万元

ReOI 的计算	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014 E	2015E	2016E and after
核心 RNOA (%)	46.67	68.12	81.00	82.80	84.60	84.60	84.60	84.60
ReOI (12.00%)	2,546.05	4,899.01	6,300.56	7,728.94	9,476.66	11,371.99	13,646.39	14,328.71
ReOI 增长率 (%)	148.34	92.42	28.61	22.67	22.61	20.00	20.00	5.00
折现因子 (12.00%)			1.12	1.26	1.42	1.60	1.80	
ReOI 现值			5,602.30	6,110.76	6,662.21	7,108.65	7,585.01	
ReOI 总现值		33,068.94						
持续价值 (CV)							191,978.93	
持续价值 (CV) 现值		106,706.76						
股东权益 (CSE+MI)		18,811.87						
总权益价值 (V ^E)		158,587.57						
少数股东权益价值		4,660.22						
普通股权益价值(V ^{CSE})		153,927.36						
总股本	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97				
每股价值 (元)		40.55						
隐含 P/E		32.73	28.42	25.97				
隐含 P/B		8.37	7.38	6.55				

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。