

奢侈品 新定位 调升业绩和目标价

——五粮液（000858）深度报告之三

2010年11月15日

强烈推荐/维持

五粮液

深度报告

报告摘要:

- **奢侈品并非仅指价格绝对昂贵和稀缺之物，而是指那些追求“四高”——高品质、高品位、高价值和高精神享受的人们所钟爱的非生活必需品** 2005年世界品牌实验室（WBL）发布全球顶级奢侈品品牌排行，其产品价格并非贵不可及，也不是绝对稀有，奢侈品定位需以价值品质、文化历史、高端人气和购买欲求为标准，不宜过分突出价格，也不宜过分看重稀缺性
- **洋酒奢侈品凭借种种优势，占据全球及我国部分高端市场，其成功之道值得学习借鉴** 全球顶级洋酒奢侈品涉及十余品牌五大酒种，以奢华富贵、享乐人生为品牌诉求，特殊的国人心理、超高品质、悠久的历史等因素是其成功占据中国酒类高端市场的深层次原因
- **中国白酒走向奢侈品具有五个短板与八大优势** 国人对奢侈品的认识误区较多以及产品国际认知度不足营销不力等构成国内白酒的主要短板，但数千年的悠久历史与文化积淀、原产地及本土市场等八大优势更为明显，为其走向奢侈品奠定良好基础和底气
- **五粮液走向奢侈品潜质巨大**。公司具有悠久雄厚的历史积淀、品牌优势、产地优势、行业地位等五大奢侈品潜质，并且正迎来整体放量促销、新产品酱酒上市、行业并购、股权激励、四川打造白酒金三角最佳政策环境等新机遇，进入崭新的黄金发展期
- **业绩预测与投资评级**：综合评估公司品牌、营销、成长性、市值考核以及监管新政等因素，经模型测算10年目标价应为42.73元；10-12年EPS从中期报告点评预测的1.20元、1.60元和2.10元分别调升6.67%、12.5%和10.95%至1.28元、1.80元和2.39元，净利润增速达49.96%、40.29%和32.75%，无论是绝对估值还是相对估值11年目标价都在61元以上；以低于一线酒过去11年平均PE45倍约30%即35倍测算，公司11年目标价可达63元，与当前价位相比有70%以上空间，故继续“强烈推荐”。

财务指标预测（百万元）

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入	7,933.07	11,129.22	16,425.74	20,350.00	25,357.66
增长率	8.25%	40.29%	47.59%	23.89%	24.61%
净利润	1,810.69	3,244.75	4,865.75	6,826.20	9,061.50
增长率	23.27%	79.20%	49.96%	40.29%	32.75%
每股收益(元)	0.48	0.86	1.28	1.80	2.39
ROE	15.91%	22.73%	27.52%	30.38%	31.45%
PE(倍)	77.36	43.16	28.79	20.52	15.46
PB	12.31	9.81	7.92	6.23	4.86

刘家伟

食品饮料行业分析师

010-66507309

liujw@dxzq.net.cn

资产负债表数据

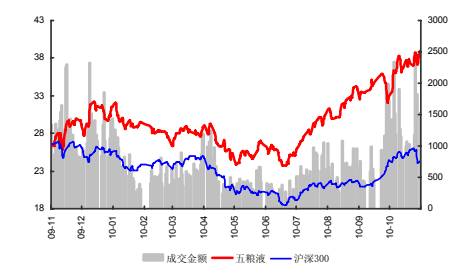
(10.9.30)

总资产(百万元)	24686.85
股东权益(百万元)	17519.04
每股净资产(元)	4.50
市净率(X)	8.2
负债率(%)	29.03

交易数据

52周股价区间(元)	26-40
总市值(亿元)	1400.7
流通市值(亿元)	1400.55
总股本/流通A股	1.000113486
流通B股/H股	/
52周日均换手率	159%

52周股价走势图



资料来源：wind

相关研究报告

1. 迎来追赶茅台五年良机——五粮液（000858）深度报告（一） 2009.6.15
2. 彻底解决五粮液系列酒内外销售关联交易 调升评级至“强烈推荐”——五粮液发布与大股东筹划合资设立酒类销售公司公告点评 2009.07.08
3. 立案调查影响不大 小幅调低业绩预测 维持评级——五粮液（000858）证监会立案调查公告点评（2009.9.9）
4. 历经风雨 巨人应更强大——五粮液（000858）深度报告之二（2009.10.20）

目 录

1.全球顶级奢侈品的成功之道	4
1.1 奢侈品新解：贵在“四高”	4
1.2 欧美国家：主要来源国	5
1.3 成功之道：内外兼修 超级震撼	6
2. 洋酒奢侈品的独到之处	8
2.1 十大品牌五大酒种各领风骚	8
2.2 品牌诉求：以奢华富贵 享乐人生为主基调	8
2.3 主要特点与优势：定位奢华 面向大众 总体实力强大	9
2.4 中国市场：势头迅猛源于十大因素	10
2.5 洋酒奢侈品成功启示录	11
3.中国白酒打造奢侈品牌的短板与优势	13
3.1 五个短板	13
3.2 八大优势	14
4.五粮液的奢侈品潜质与新机遇	16
4.1 五大奢侈品潜质	16
4.2 五大新机遇	17
5.公司估值再认识与投资评级	19
5.1 根据市值考核标准测算 10 年市值应该再涨 221 亿元 目标价 42.73 元	19
5.2 根据监管新政及公司综合情况调升 10-12 年业绩预测	20
5.3 绝对估值：2010 年 FCFE 重心 62.18 元，FCFE 为 61.21 元	20
5.4 投资评级：11 年目标价 63 元 继续强烈推荐	20
5.5 风险提示	20

表格目录

表 1：2005 年全球顶级奢侈品牌 TOP100 简介·汽车·摩托·酒店·手表	6
表 2：2005 年全球顶级奢侈品牌 TOP100 简介·时装·香水·化妆品·珠宝首饰·皮具箱包（括弧内位总名次）	7
表 3：2005 年全球顶级奢侈品牌 TOP100 简介·酒·咖啡·眼镜·音响·烟（括弧内位总名次）	7
表 4：著名洋酒奢侈品的品牌诉求	8
表 5：07 年福布斯发布的六大顶级洋酒品牌销量合计达到 201440 吨	10
表 6：五粮液市值考核标准与 10 年市值增速测算	19
表 7：五粮液等一线酒近 11 年 PE 情况	20
表 8：五粮液 2010 年绝对估值主要指标	21
表 9：五粮液绝对估值结果汇总	21

插图目录

图 1: 05 年 WBL 发布全球顶级奢侈品牌 TOP100 行业占比	5
图 2: 05 年 WBL 发布全球顶级奢侈品牌 TOP50 国别构成	5
图 3: 部分顶级洋酒品牌产品之路易十三	9
图 4: 部分顶级洋酒品牌产品之 COURVOISIER 拿破仑干邑	9
图 5: 部分顶级洋酒品牌产品之尊尼获加（蓝牌，苏格兰）	9
图 6: 部分顶级洋酒品牌产品之绝对伏特加	9
图 7: 2010 年 9 月上旬北京某超市人头马、轩尼诗和马爹利产品报价	11
图 8: 五粮液 富贵大吉（52 度）包装	15
图 9: 洋河天之蓝（52 度）包装	15
图 10: 中国最佳白酒酿酒带——川南酿酒带	18
图 11: 五粮液新产品“永福酱酒”宣传图片	18
图 12: 09 年底至 10 年 11 月 12 日白酒上市公司总市值及其增速	19

我们此前撰写过两篇五粮液深度报告：《迎来追赶茅台五年良机——五粮液深度报告系列之一》（2009.6.15）和《历经风雨 巨人应更强大——五粮液深度报告系列之二》（2009.10.20），前者在公司未成立新的销售公司前提下，通过每年提高进出口公司结算价、内部治理改善、盈利能力提升和业绩增长等假设和模型测算，得出大约在6年之后即2014年前后会在盈利能力和业绩规模等方面追平甚至超过茅台的结论，公司估值在随后三个月内升幅高达80%；后者针对市场对其在2009年9月9日被证监会立案调查一事及其所隐含的诸多信息的误读，对公司的行业环境与地位、产品及营销体系、“九九调查门”所涉及的问题实质、新领导班子的战略策略以及地区周边环境等进行了独立思考和深度分析，认为调查门事件影响不大，公司在内部治理进程与效果、产品调整与创新、追赶茅台等方面会表现得异常坚定果敢有效，公司估值在随后的两个多月内得以大幅修复，最大涨幅超过50%，创出近一年新高。

本报告以白酒走向奢侈品为大背景，以公司“九九调查门”面临结案、诸多重大战略规划与计划将继续且加大力度付诸实施等为契机，对全球特别是洋酒奢侈品的成功经验与启示进行总结和提炼，对中国白酒打造奢侈品品牌的短板与优势、公司的奢侈品潜质和新机遇等予以全面梳理，从公司开展市值管理等视角对其估值进行再认识，提出2010年公司目标价应该突破40元大关接近43元，2011年则突破60元大关，若是则与目前估值有着70%以上提升空间，故继续给予强烈推荐。

1.全球顶级奢侈品的成功之道

1.1 奢侈品新解：贵在“四高”

日常生活中，人们往往将“奢侈品”理解为价格昂贵而稀少的东西。我们对此有不同的看法，认为奢侈品是追求“四高”——高品质、高品位、高价值、高精神享受的人们所钟爱的非生活必需品。其中，高精神享受可以解释为由于产能局限，产地、工艺和原材料特殊、价值与价格不菲等原因，拥有者引以为傲。这四高加上一定的稀缺性，构成了奢侈品的基本特点。

总结这五个方面的特点可以发现，价格贵和比较稀少只是奢侈品的一些特点，而不是最重要的因素。换句话说，奢侈品并非绝对贵不可及，有一定购买能力的群体均可消费；也不是绝对稀缺，想买买不到。理解奢侈品不宜过分突出价格，也不宜过分看重稀缺性，一定的稀缺性就足够了，最重要的是要有足够分量的品质、品位和对拥有者的价值与心理享受，也就是说，高品质+高品位+高价值+一定稀缺性+必要价格=奢侈品。如劳斯莱斯幻影、宾利、迈巴赫等豪车价格水平达到千万级别，但只要你订制，制造商都会在约定时期内生产出来，满足客户需求。所以，其稀缺性只是相对而言，不存在绝对买不到的奢侈品；甚至可以说，其稀缺性是打造出来的——所谓纯手工制作，并非工业化批量生产，主要还是宣传强调其高品质、高品位特质，试想：手工制作的物品全球不计其数，怎么就只是这些产品要卖那么高的价格呢？

我们的上述认识来源于以下分析和逻辑：第一，从学术界的理解中很难看到有关奢侈品在“价格昂贵与否”和“稀缺性是否充分”这两个层面的过分关注。《现代汉语词典》将“奢侈”解释为“花费大量钱财追求过分享受”，西方经济学将“奢侈品”

定义为价值/品质比值最高的产品，或者说是指无形价值/有形价值比值最高的产品。**第二，两个关于奢侈品界定的权威机构对顶级奢侈品的判断标准也不看重价格和稀缺性。**一是2005年世界品牌实验室（WBL）全球顶级奢侈品前100名品牌（TOP100）选取的标准有四个：价值品质、文化历史、高端人气和购买欲求；2007年美国奢侈品协会（Luxury Institute）以品牌品质、独特性、社会权威人士推崇度和带给消费者的身份附加值为标准，确认 COURVOISIER 拿破仑干邑为2008年度国际奢侈品牌榜（LuxuryBrandStatusIndex, LBSI）干邑类第一名。**第三，我们从一些文章资料中了解到，全球视野里的奢侈品（Luxury）被理解为“一种超出人们生存与发展需要范围，具有独特、稀缺、珍奇等特点的消费品”。**这里将稀缺列为奢侈品的一个特点，但也不排在第一位，而且并不看重价格是否昂贵。

1.2 欧美国家：主要来源国

我们以WBL2005年发布的全球顶级奢侈品前100名为标的，对其TOP50进行了较为深入的梳理，有以下发现：**（1）覆盖行业较多。**包括汽车、酒店、手表、时装香水、化妆品、珠宝首饰、皮具箱包、葡萄酒等数十个行业几十个细分行业，其中，汽车、时装、箱包分别占24%、24%和20%，化妆品、烟/酒、钟表/珠宝、酒店均占到10%以上；**（2）欧美占比很大，来源国效应明显。**世界前50位奢侈品品牌中来自欧洲有34个占68%（法国有11个），美国有14个占28%，合计96%。其他国家包括瑞典、古巴、沙特和阿联酋；日本凌志Lexus等排名50以外；**（3）全球顶级奢侈品在20世纪集中形成，前半叶占多数。**1850年以前有10个品牌诞生且全部在欧洲，1851~1900年低谷时期只保留了5个品牌，1901~1950年是奢侈品品牌爆发的黄金时期，诞生了23个品牌占46%；1950年后快速成长，形成12个品牌，美国有7个，亚洲有2个均诞生于90年代后，属年轻品牌，尤其是两家阿拉伯酒店品牌不超过10年；**（4）中国缺乏在全球叫得响的自有顶级奢侈品牌。**

图1：05年WBL发布全球顶级奢侈品牌TOP100行业占比

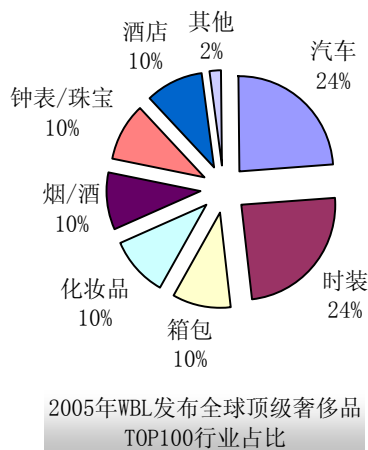
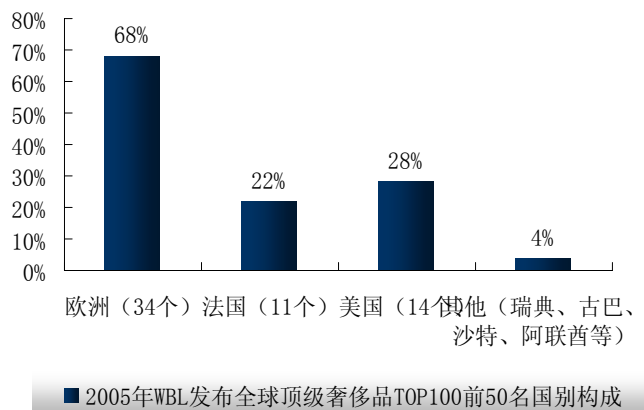


图2：05年WBL发布全球顶级奢侈品牌TOP50国别构成



东兴证券研究所根据WBL（世界品牌实验室）2005年发布资料整理

东兴证券研究所根据WBL（世界品牌实验室）2005年发布资料整理

1.3 成功之道：内外兼修 超级震撼

我们对全球顶级奢侈品牌的分析发现，其成功之道主要在于以下八个方面：

一是品质卓越，具有精湛品质和高新技术、设计精巧且坚固耐用等特性。据资料，LV 数代传人对 Monogram 帆布材料 50 多年的开发研究，得到坚固、耐磨、防水、美观的纹理与质地，保证多年使用之后也不变形；有“机械表专家”之称万国表每只腕表都要经历 28 次独立测试，绝对伏特加要经过独一无二的“连续蒸馏”技术……；二是身世显赫。多数奢侈品由于不可复制的家族自豪感让与一般高档品拉开明显距离；三是个性鲜明独特。绝大多数品牌风格强烈而突出，如 Dior 的夸张浪漫花朵、Burberry 的硬朗经典的格子……，力图用强势个性去说服消费者购买拥有；四是引领潮流。有评论认为，70 年代中期成名的阿玛尼完全剔除了 60 年代盛行的嬉皮风格，取代以简单的轮廓、宽松的线条，模糊了男女装饰的界限，用极简主义的设计深深打动了崛起的中产阶级事业精英；五是价格震撼。有句谚语：“产品有价，奢侈无价”。全球顶级奢侈品的价格有两位数的星巴克咖啡、三位数的 Miracle 香水，也有四位数的 Ferragamo 手工皮鞋和五位数的 LV 皮箱，更有六位数的劳力士腕表，七位数的宝马 7 系列跑车…，价格并非全部昂贵高不可及，但巨大的跨度区间令人震撼；六是历史积淀雄厚。如轩尼诗、卡迪亚、LV 均为 19 世纪法国皇室的御用贡品，20 世纪的 Elizabeth Arden 和 Burberry 也接受过英国皇室的嘉奖和勋章；七是大手笔营销策划。有的服装品牌与一线好莱坞影星固定合作，如 Charlize Theron 与 Dior, Madonna, Demy Moore 和 Halle Berry 与 Versace，章子怡身穿 Armani 长裙走在金球和奥斯卡颁奖典礼的红毯上，显示出这个品牌营销越策划的气魄与超人意识；八是人气持续火爆。每个顶级奢侈品品牌都有忠诚度很高的“粉丝”，人气旺盛，经久不衰。

表 1：2005 年全球顶级奢侈品牌 TOP100 简介·汽车·摩托·酒店·手表

行业类别	品牌（排名，英文名称）	历史或产量	消费人群
汽车 摩托	劳斯莱斯（1，Rolls-Royce）、宾利（2，Bentley）、梅赛德斯-奔驰（7，Mercedes）、法拉利（10，FERRARI）、兰博基尼（14，Lamborghini）、宝马（20，BMW）、哈雷戴维森（25，Harley-Davidson）、捷豹（32，Jaguar）、保时捷（33，	劳斯莱斯-年产 1000 至 2000 辆、宾利-年产 500 辆、梅赛德斯-奔驰-年产 100 万辆汽车，轿车 55 万辆、法拉利-年产 400 辆左右、兰博基尼-年产 2000-3000 辆、宝马--年产 140 万辆、奥迪-80 至 100 万辆	▲劳斯莱斯：为有身份的人而设计，内涵绝对奢华舒适；▲梅赛德斯奔驰：市场细分强势，不同车型满足不同消费人群▲宝马--国内知名企业高级管理人员、资深企业家、社会知名人士、高级白领人员以及海归；▲奥迪：工艺质量优良，配置豪华而不奢侈，适合行政使用，一直为政府和国际组织喜好
酒店	伯瓷（3，Burj Al-Arab）、四季酒店（18，Four Seasons）、酋长宫殿（27，Emirates Palace）、希尔顿集团（28，Hilton Group）、丽嘉酒店（43，Ritz-carlton）等	伯瓷-阿拉伯塔酒店是世界上建筑高度最高的七星级酒店，1999 年 12 月开业，共有高级客房 202 间，建立在离海岸线 280 米处的人工岛 Jumeirah Beach Resort 上	
手表	劳力士（4，Rolex）、豪雅（24，Tag Heuer）、百达翡丽（38，Patek Philippe）、伯爵（44，Piaget）、爱彼（49，Audemars Piguet）等	劳力士-年产 80 万只、百达翡丽-年产 2.5 万只、伯爵-年产 2 万只、爱彼-年产 5 万只	▲豪雅--商界精英高级白领人员等社会成功人士；▲劳力士--把时间当金钱，把表也当金钱的人；▲爱彼--拥有产业的企业经营者和外企高管。

资料来源：东兴证券研究所根据 WBL（世界品牌实验室）2005 年发布资料整理

表 2：2005 年全球顶级奢侈品牌 TOP100 简介·时装·香水·化妆品·珠宝首饰·皮具箱包（括弧内位总名次）

行业类别	品牌（排名，英文名称）	历史或产量	消费人群
时装 香水	香奈儿（5，Chanel）、范思哲（8，Gianni versace）、阿玛尼（21，Armani）、古瓷（31，Gucci）、迪奥（35，Dior）、杰尼亚（45，Ermenegildo Zegna）、三宅一生（46，Issey Miyake）等	阿玛尼是世界著名时装品牌，1975 年由时尚设计大师乔治·阿玛尼（Giorgio Armani）创立于米兰，为美国销量最大的欧洲设计师品牌，以使用新型面料及优良制作而闻名	阿玛尼：以收入中上层的职场成功人士为主；卡尔文·克莱恩：追求时尚、个性化的都市高收入一族
化妆品	雅诗兰黛（12，Estée Lauder）、兰蔻（16，Lancome）等	雅诗兰黛是美国雅诗兰黛公司旗下的化妆品旗舰品牌，以抗衰修护护肤品闻名，雅诗兰黛公司是全球领先的化妆品、护肤品和香水的大型生产商和销售商	-
皮具 箱包	路易威登（9，Louis Vuitton）等	Louis Vuitton 路易·威登为法国历史上最杰出的皮件设计大师之一，1854 年在巴黎开设以自己名字命名的第一间皮箱店，现在路易·威登成为皮箱与皮件领域数一数二的品牌，成为涉足时装、饰物、皮鞋、箱包、珠宝、手表、传媒、名酒等领域的巨型潮流指标和上流社会的一个象征物。	LV：白领阶层
珠宝 首饰	蒂芬尼（6，Tiffany）、卡地亚（40，Cartire）、宝嘉丽（50，Bvgari）	蒂芬尼-成立于 1837 年的高级珠宝饰品店“蒂凡尼”在美国是家喻户晓，并且名扬海外，镇店之宝是 128.51ct 的金黄色彩钻“蒂凡尼”，更为其金字招牌增添了夺目的光彩蒂凡尼（Tiffany）	蒂芬尼：欧洲王室与富豪；卡地亚：拥有产业的企业经营者和外企高级管理人员

资料来源：东兴证券研究所根据 WBL（世界品牌实验室）2005 年发布资料整理

表 3：2005 年全球顶级奢侈品牌 TOP100 简介·酒·咖啡·眼镜·音响·烟（括弧内位总名次）

行业类别	品牌（排名，英文名称）	历史或产量	消费人群
酒	轩尼诗（11，Hennessy）、尊尼获加（13，Johnnie Walker）、芝华士（17，Chivas）、酩悦香槟（22，Moet & Chandon）、人头马（29，Remy Martin）、绝对伏特加（30，Absolut）、马爹利（41，Martell）、百加得（47，Bacardi）等	轩尼诗-年产 5000 万瓶、芝华士-年产 420 万瓶（9 升规格）、绝对伏特加-年产 1020 万瓶（9 升规格）、马爹利-年产 150 万（9 升规格）、酩悦香槟-年产超过 1800 万瓶	人头马：财富与地位最佳象征；尊尼获加：锁定 25 岁以上年轻人；酩悦香槟、马爹利、百加得：主要集中在夜场，消费者身份复杂，一般以中高档消费人群为主
咖啡	星巴克	国际最著名咖啡零售品牌，1971 年创立，在 32 个国家拥有 6000 多家（至 2003 年 6 月）全球连锁店	面向愿意喝咖啡和交流的高端消费群体
眼镜 音响	普拉达（15，Prada）、奥克利（34，Oakley）；博士（19，Bose）	Prada 的独特时尚、流行感是许多明星装扮自己的标准配备；既时尚也散发神秘魅力	Bose 定位于有品位、喜欢高档享受的高端消费群体及部分音乐发烧友
烟	高斯巴（39，Cohiba）	高斯巴牌雪茄是古巴雪茄极品，在雪茄业权威杂志—美国《Cigar Africionabo》（《雪茄迷》）中始终位居雪茄排行榜前列	-

资料来源：东兴证券研究所根据 WBL（世界品牌实验室）2005 年发布资料整理

2. 洋酒奢侈品的独到之处

2.1 十大品牌五大酒种各领风骚

世界品牌实验室（WBL）2005年发布的全球顶级奢侈品排名中，轩尼诗、尊尼获加、芝华士、COURVOISIER 拿破仑、酩悦香槟、人头马、绝对伏特加、马爹利、百加得等十大洋酒品牌入选，品种主要覆盖白兰地、威士忌、金酒、朗姆酒和伏特加这五大世界蒸馏酒，以及力娇酒、龙舌兰等。其中，白兰地（Brandy）以葡萄或水果为原料，经过发酵后再进行蒸馏，然后在桶中成熟并调配而成，可分为水果白兰地（如苹果白兰地）和葡萄白兰地两大类，而以后者数量最大，往往直接称为白兰地，全球以法国西部的干邑地区影响最大；威士忌（Whisky）最早由苏格兰人15世纪开始酿造，是一种由大麦等谷物酿制，在橡木桶中陈酿多年后，调配成43度左右的烈性蒸馏酒，被英国人称之为“生命之水”，基本工艺过程为：将精选优质大麦进行萌芽、烘干、碾碎、发酵等程序变成麦芽汁，再经过双重蒸馏后注入橡木桶内贮藏醇化，多年后就成为调配苏格兰威士忌的基本佳酿。

上述洋酒十大奢侈品品牌、五大酒种已在世界范围内被广泛接受，各自具有相当的影响力和突出优势：

——论品质，07年美国奢侈品协会（LuxuryInstitute）以品牌品质、独特性、社会权威人士推崇度和带给消费者的身份附加值为标准，确认COURVOISIER 拿破仑干邑为2008年度国际奢侈品牌榜（LuxuryBrandStatusIndex, LBSI）干邑类第一名；

——论历史，轩尼诗起源于1715年当属最早；

——论销量，全球最大烈酒集团（英国）帝亚吉欧下属的苏格兰威士忌“尊尼获加”最大，07年全球销售达到7.5万吨。

2.2 品牌诉求：以奢华富贵 享乐人生为主基调

各大洋酒奢侈品品牌经过长期的历史积淀，品牌营销理念不断得到深化传播，形成不尽相同的诉求，深刻影响着消费人群，如马爹利强调“深远执著、灵感凝练、独立自创”，人头马定位于“酒味丰富细致、清淡芬芳”，轩尼诗突出“口感丰富细腻、经久观赏性”，芝华士追求“醇和细腻、逸致人生”，尊尼获加展现“深邃而精致”的境界。不过，无论这些品牌有多大诉求差异，基本上都离不开“奢华富贵、享乐人生”这一主基调，强化消费者的高品质和高享受预期，以及最大限度的心理满足。

表 4：著名洋酒奢侈品的品牌诉求

品牌	诉求	品牌	诉求
马爹利	深远执著、灵感凝练、独立自创	芝华士	醇和细腻、逸致人生
人头马	酒味丰富细致、清淡芬芳	尊尼获加	深邃而精致
轩尼诗	口感丰富细腻、经久观赏性	绝对伏特加	简单、纯净、完美

资料来源：东兴证券研究所

2.3 主要特点与优势：定位奢华 面向大众 总体实力强大

与非奢侈品品牌、中国白酒葡萄酒相比而言，洋酒品牌具有以下三个特点或优势：

（1）葡萄酒定位奢华高端，优势在于天然混成、历史悠久、家族庞大。特殊的产地、原材料、工艺和口感等因素是品质保证和品牌诉求鲜明而独特的基础级元素。其中，干邑以法国西部的干邑地区和波尔多地区南部所产独特葡萄为原料，经过两次蒸馏、存放橡木桶若干年后精心酿制而成。（2）口感、外观、包装等个性鲜明。烈酒注重香气和浓烈口感，以吸引年轻群体。另外，洋酒包装奢华考究，有的追求纯手工制作甚至包装的惟一性和身份标示，以营造稀缺氛围。（3）总体实力与规模强大。07年福布斯发布，六大全球顶级洋酒品牌马爹利、酩悦香槟、轩尼诗、芝华士、尊尼获加和绝对伏特加销量共达201440吨；09年法国酩悦·轩尼诗-路易·威登奢侈品集团（LVMH集团）实现收入170亿欧元，净利润17.55亿欧元，总资产321亿欧元，净资产147.9亿欧元，共有77300名员工。

图 3：部分顶级洋酒品牌产品之路易十三



资料来源：东兴证券研究所，公司网站

图 4：部分顶级洋酒品牌产品之 COURVOISIER 拿破仑干邑



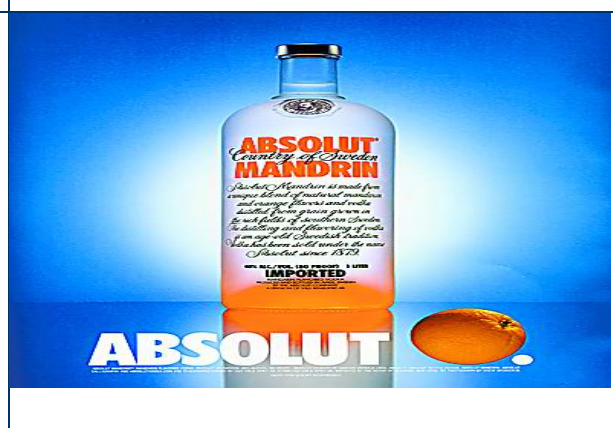
资料来源：东兴证券研究所，公司网站

图 5：部分顶级洋酒品牌产品之尊尼获加（蓝牌，苏格兰）



资料来源：东兴证券研究所，公司网站

图 6：部分顶级洋酒品牌产品之绝对伏特加



资料来源：东兴证券研究所，公司网站

表 5：07 年福布斯发布的六大顶级洋酒品牌销量合计达到 201440 吨

品牌	品类	国家	创立时间	隶属公司	进入中国	06 年全球销量	品牌风格	经典型号或款式
马爹利 Martell	干邑	法国	1715	保乐力加集团 (Pernod Ricard Group)	1987	1672 万瓶 (约 0.84 万吨)	深远执著 灵感凝练 独立自创	马爹利金/凯旋珍享干邑
人头马 Remy Martin	干邑	法国	1724	人头马君度集团 (Rémy Cointreau Group)	1994	NA	酒味丰富 细致 清淡 芬芳	路易十三
酩悦香槟 Moët & Chandon	香槟酒	法国	1743	路威酩轩集团 (LVMH)	2001	1800 万瓶 (约 0.9 万吨)	华丽象征 幻彩节日 代名词	法国酩悦粉 红香槟法国 酩悦香槟
轩尼诗 Hennessy	干邑	法国	1765	路威酩轩集团 (LVMH)	2001	5000 万瓶 (约 2.5 万吨)	口感丰富 细腻 经久 观赏性	轩尼诗李察、百乐廷
芝华士 Chivas	威士忌	苏格兰	1801	保乐力加集团 (Pernod Ricard Group)	1992	5016 万瓶 (约 2.508 万吨)	醇和细腻 逸致人生	芝华士 12 年 芝华士 18 年
尊尼获加 Johnnie Walker	威士忌	苏格兰	1820	帝亚吉欧集团 (Diageo)	1992	1.5 亿瓶 (约 7.5 万吨)	深邃而精致	蓝牌 (Blue Label)
绝对伏特加 Absolut Vodka	伏特加	瑞典	1879	威思仕集团 (V&S Group)	2002	1.18 亿瓶 (约 5.9 万吨)	简单、纯净、完美	ABSOLUT 伏特加原味

资料来源：东兴证券研究所，福布斯中文网。上述 6 大品牌销量合计 201440 吨，不包含人头马的销量数据。；

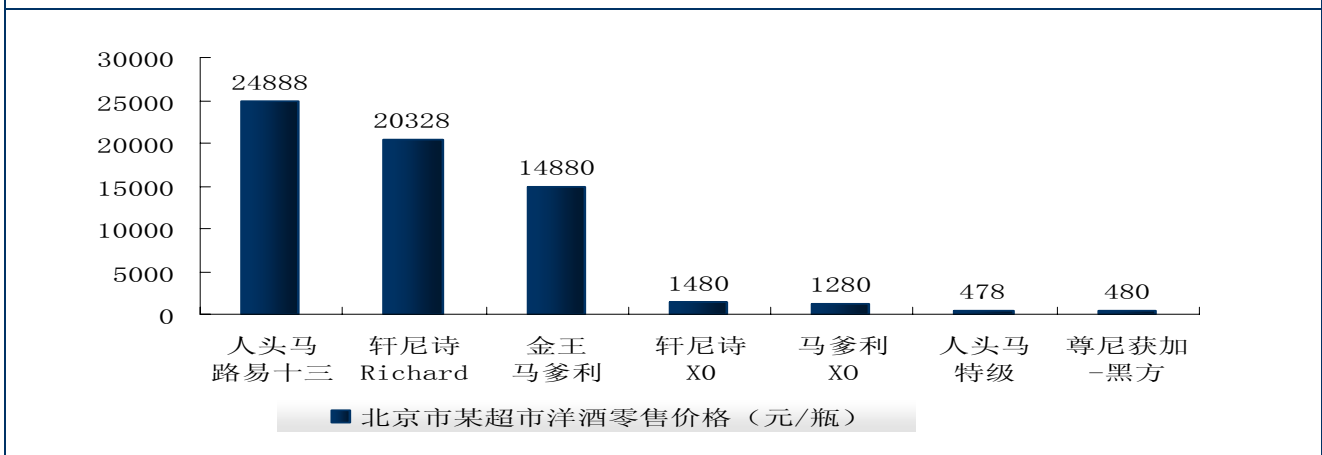
2.4 中国市场：势头迅猛源于十大因素

(1) 洋酒奢侈品在中国增长势头迅猛，年销售额增长高达 30%，形成四大消费趋势。通过对近年来中国洋酒奢侈品消费整体情况的梳理，我们发现，其虽然仅占中国酒业总额不足 2% 的份额，但以下几个方面是值得关注的：其一，中国洋酒市场增长加速，经济发达地区领跑消费能力。目前干邑、威士忌、朗姆酒和伏特加四大品种占据中国大部分洋酒市场，年销售额从 07 年 35 亿元增至 09 年近 100 亿元，年增速超过 30%，个别地区达到 100%。各区域市场属广东（占 1/3）销量最大，其次为上海和北京两大区域，这三个地区正是中国经济最发达地带。其二，消费人群、场所、区域与宣传等均有新变化，构成四大消费趋势，尤其是年轻人渐成消费主力。洋酒主流消费人群正由公款、老板消费逐步扩大至中产阶级和白领阶层，品牌定位日趋年轻化；消费市场由家中自饮、高档酒店等私密性消费场所为主逐步转向酒吧、KTV、夜总会等大众消费场所；消费区域由沿海发达城市、中心城市逐步向内地扩散；市场宣传由分众传播（即投放高档时尚杂志）转变为大众传播（即电视、报纸等）。

背景资料：2010 年 10 月 20 日《环球时报》转引英国《卫报》报道：北京遍布国际奢侈品牌的商场顾客络绎不绝，各大欧洲品牌“乐坏了”，“在它们眼里，中国已经被看作是全球奢侈品消费的‘引擎’”，2010 年中国奢侈品消费将增长 30% 位居世界前列，连续五年成为全球第三大奢侈品消费市场，预计 2011 年中国奢侈品消费总量有望增长到 920 亿欧元，成为全球最大的奢侈品市场，由此带动全球奢侈品市场有望回到 2007 年的繁荣景象。

(2) 洋酒奢侈品牌在中国市场的成功可归结为十大因素。经过研究总结，我们认为洋酒品牌能够成功进入中国市场存在着十大条件因素：**第一，特殊的国人心理心态**，尤其是崇洋、面子、时髦、跟风等心理心态起着主要甚至决定性作用；**第二，奢华而多样化个性化的包装**。极其奢华的包装彰显出产品特色和身份特殊性，制造了一种稀缺氛围；极具个性化的包装与工艺营造尊贵品位；**第三，营销独到**。洋酒品牌在国内市场主打经济发达地区，市场定位日趋年轻化，消费场所也逐步扩大至非正规场所，营销理念的传播也成效显著，如“人头马一开，好事自然来”这句广告语给第一代消费者留下了极为深刻的印象并成功开发了市场；**第四，价格吸引**。洋酒是产品产品实行价格差异化定位，具有从几十元、一百元至二十万元不等的价格线，能够吸引不同收入水平的消费群体；**第五，品质过硬**。生产、储藏等工艺非常独特，经过千锤百炼，形成高品质或超高品质的产品；**第六，历史悠久**。洋酒品牌具有悠久的历史积淀，最早有 200 多年历史，最短也有 130 年；**第七，身世显赫**。很多奢侈品牌品牌作为贵品而受到皇家嘉奖，为皇室贵族所享用，甚至有些为特供产品，不流入市场，品牌影响力大大提升；**第八，家族庞大**，大多品牌具有庞大的家族背景；**第九，天然混成**。大部分产品产于特殊地理、气候、土壤等特殊环境的地区或国家，受自然条件的限制，使得产品品质独一无二；**第十，稀缺效应**。各大洋酒奢侈品品牌积极制造紧缺、稀有、珍贵气氛，深化“物以稀为贵”的营销理念，稀缺效应显著。

图 7：2010 年 9 月上旬北京某超市人头马、轩尼诗和马爹利产品报价



资料来源：东兴证券研究所市场调研

2.5 洋酒奢侈品成功启示录

(1) 洋酒奢侈品的中国“另类”或“败笔”。洋酒奢侈品在中国酒业市场取得巨大成功的同时也有文君酒和帝亚吉欧入主水井坊等“另类”或“败笔”，对于致力于打造中国白酒奢侈品的企业来说可引以为鉴。

案例一：轩尼诗打造文君酒近 4 年三度努力效果欠佳。2007 年酩悦轩尼诗 (LVMH) 斥资 3.4 亿元，从四川剑南春 (集团) 有限责任公司购入文君酒业 55% 股权，打造售价 1500 元/瓶的文君酒，但上市一年只销售 8000 箱；09 年推出新的文君酒，销量仍然一般；新建文君酒庄也同时面世，但目前仍然未能达到目的，近 4 年的努力仍然不能说取得成功。通过总结我们发现，品质不够、宣传不足、定位不准、营销不力、价

格尴尬、精神满足差等因素是造成失败的原因。如，文君酒并非中国名酒，资历浅。中国八大名酒是：茅台酒、汾酒、五粮液、泸州老窖特曲、剑南春、郎酒、古井贡酒、洋河大曲、双沟大曲；再如，文君酒的故事是司马相如和卓文君为爱情私奔，至无法生存后才开始酿酒生涯，后人以此纪念取名“文君酒”，历史最然不短，大约从公元100多年开始汉武帝时代，迄今约2000年历史，但茅台、五粮液等的历史追溯都达到这个数量级，而后来的发展和命运就相差太多了。

案例二：帝亚吉欧控股水井坊多年未如愿。10年3月，帝亚吉欧下属企业DHHBV受让水井坊第一大股东全兴集团中方股东盈盛投资所持全兴集团4%的股权，其在全兴集团的持股比例将由49%升至53%，从而成为全兴集团的控股股东，并通过全兴集团间接控制水井坊39.71%的股份。随后柯明思作为总经理进入水井坊管理层，但整体控股水井坊尚未获批，目前也仅限于内部基础性工作夯实，营销仍然没有大的实质性改变。

（2）洋酒在中国成功的八个启示。透视洋酒奢侈品在国内市场成功和“败笔”案例的特点以及影响因素，我们总结出八条成功经验启示：**首先，一定要有足够品质和口感保证，形成独特鲜明的品牌诉求；其次，一定要与豪门、名望甚至王权挂钩，形成“王牌”效应。**在中国就是要与政府部门精心合作，成为“官酒”；与商务精英合作，成为推荐和消费品牌，从而打造成为“体面品牌”；**第三，一定要强调精神层面的满足。**当今中国“跟风消费”、“盲目消费”、“被消费”等非常普遍，估计十年之内难以改变，除非发生“巨变”。学会随波逐流式营销非常重要；**第四，价格一定要有震撼力。**有足够的价格力，单瓶价格从两位数至六位数，既能够提供足以震撼官员、富豪以及愿意消费奢侈品群体的高价品或贵品，又可以够得着愿意消费的普通人群。如尊尼获加零售价从180元的“尊尼获加（红牌）威士忌（700ml）”至4320元的“尊尼获加（蓝牌）英皇乔治五世纪念版 JW Blue Label King George V（750ml）”（会员价优惠15%至20%）。据报道，2007年洋酒的普遍进货价格在100-800元之间，其中法国人头马XO中国地区统一价格为780元，芝华士为175元，杰克丹尼为155元，皇家俱乐部为120元，夜场的零售价格一般到300甚至上千元；**第五，消费者目标群体并非小众，那些讲究面子、时尚的人群应成为主流。**只要愿意消费就可以，消费能力倒在其次，如年轻群体作为啃老族，并非自身消费能力有多强，但消费意愿却很强，可以通过超越自身消费能力的途径满足消费心愿；**第六，不宜过分看重稀缺性，善于营造稀缺氛围。**07年著名奢侈品烈酒尊尼获加与绝对伏特加的全球销量达到7.5万吨和5.9万吨，这是我们国内任何白酒单一品牌都无法达到的；**第七，善于营销。**如人头马1993年开始将其品牌与贵族生活相联系：“人生得意，享受之时”、“人头马一开，好事自然来”；洋酒整体营销注重转向经济发达地区、年轻群体和非正规场所等；**第八，运用洋品牌打造中国白酒奢侈品可能会“水土不服”。**风格迥异的原材料、工艺、文化与市场，中国白酒被真正的外国人接受较少，而洋酒被中国白酒界真正拥戴接受的也很少，二者的融合难度很大，尤其是洋酒的运营者可能理解不了中国白酒文化及其关键要素。中国白酒挂不上洋品牌，洋品牌也借助不了中国的白酒，因此，二者的融合主要会在包装、调味等方面引进一些各自的元素，形成有中国元素的洋品牌和有洋酒元素的中国品牌。而真正打造中国白酒奢侈品牌，可能还得依靠自身的力量。

3.中国白酒打造奢侈品牌的短板与优势

3.1 五个短板

我们的跟踪研究表明，与洋酒奢侈品牌相比，国内在打造中国白酒奢侈品方面主要存在五个短板，这些短板有的是环境或外部因素，有的是企业自身的因素。

（1）对“奢侈品”的理解有误区，并导致奢侈品的研究、推广和运作不力。认识上的误区主要表现有三：一是认为奢侈品一定很贵，认为“买不起”的才算奢侈品；二是认为奢侈品一定很稀少，“买不到”的才是奢侈品；三是把奢侈品与腐败挂钩，认为谈奢侈品是在助推腐败，或者说奢侈品更多的是和腐败相联系，把消费奢侈品的人几乎等同于“腐败之人”。

我们之所以把国内常见的这些对奢侈品的理解界定为“误区”，主要是因为这些认识与“国际共识”还有不小差距，正如我们在本报告第一部分所说的那样：“奢侈品”本质上强调的是物品或服务的高品质、高品位和高精神享受等特性，价格的高低倒在其次；我们一再坚持这样的观点：只要你想买，就没有买不到的奢侈品。另外，就奢侈品与腐败的关系而言，全球消费奢侈品的人，应该说主要不是腐败之人——通过贪污受贿等非法及不当手段获得超额财富的人，而是有高品位、较高身份地位的人，而这些人是很难被界定为“腐败分子”的。因此，我们觉得应该正本清源，正确和准确理解奢侈品概念和本质含义。

（2）包装与规格不够奢华和多样化，与内在品质的匹配还有差距。包装是一种艺术，是能够把酒品质及酒内涵外化的直观载体，包装造型时尚、优雅、品牌诉求高端化等，可以很好地对酒进行直接而高效的宣传和促销，所以，包装的差异化、个性化或独特化、原创性及小批量化等，是全球酒类产品的大趋势。与洋酒奢侈品牌相比，中国白酒的包装逐步走向打上中国特色烙印的奢华型之路，但与内在品质还不是很匹配，内外兼具奢华特质的白酒还比较少；同时，主流包装规格还局限于500ml，多规格、小包装、“洋气”、时尚等风格的包装还不多见。

（3）营销还有不少缺憾，特别是个性化和人情味不足。我们认为，在对中国社会成员的认识上有一种观点值得中国白酒界认真思考：当代中国，社会成员之间已经明显划分出各个层级，而无论是中老年人还是青年人，无论是哪个行业或职业，最不能容忍的事情就是被当做“没品位”一族。这对应到白酒品牌的营销上，就是要让自己的牌子够得着一定的品质和品位。

目前，中国白酒品牌的营销宣传诉求多以口感、香型等产品特色和告知消费者品牌本身等为主，缺乏情感、文化、原产地、理念等软性诉求，至于品质、品位和精神享受等方面的更高层次诉求就更少。常常可以看到这样一些广告语：酱香典范、浓香经典、中国品味、世界品位，乍一看蛮不错，但细细品味，还是缺乏人情味，偏离情感诉求，与高品质、高品位生活距离太远。而洋酒一开始就十分注重这一点，如人头马的广告语强调其品牌与贵族生活相联系：“男人最喜的心得”、“人生得意，享受之时”、“人头马一开，好事自然来”等等，多年来一直为许多洋酒“粉丝”所推崇，也成为营销经典。

（4）工艺、原料和香味与洋酒不同，不利于年轻人消费。洋酒以葡萄和谷物为原料，葡萄酒属于液态发酵，将连续蒸馏后的酒精作为基本原材料，多数洋酒因加入香料（浸泡或一起蒸馏）都有水果等香味，很受年轻人喜欢。而中国白酒属于固态发酵，强调千年窖池万年糟，纯粮酿造，在发酵、蒸馏、储藏、灌装等各个环节都不加入香精香料，所以，口感上主要是酒精味，显得单一，年轻人对单一的酒精香气接受能力不强，对高酒精度更缺乏承受力，主流消费群体是有一定年龄的人群，因此，缺乏以时尚、热情、奔放、潇洒等为生活特征的年轻群体。

（5）产品及品牌的国际认知度不足。中国白酒有一定的国际知名度，但还没有获得世界各国奢侈品主流消费阶层的普遍认可，这一点可以说是中国白酒走向世界的一个重要缺憾。

3.2 八大优势

中国白酒走向奢侈品短板犹存但优势更大，我们初步总结有以下八个方面：

（1）“奢侈品”概念渐入人心，市场提升空间很大。改革开放以来，国外奢侈品牌大举进入，输入了以追求贵族品位、高贵品质、时尚优雅情调、精神与情感享受等为特点的理念和生活方式，与迅速增长的中国富裕阶层形成高度契合；如今，收入递增、面子消费、被消费、崇洋消费、为未来消费的人越来越多，中国能够和愿意消费奢侈品的人群越来越大，不少群体“不怕东西贵，就怕东西差”。可以预期的是，未来中国在奢侈品方面的消费能力将会越来越强。

（2）国内消费者对白酒产品及品牌的认知度非常充分，可以弥补国际认知度不足的缺憾。中国白酒尤其是一线品牌的广告和营销广度和力度逐渐加大加强，像茅台、五粮液等品牌可谓家喻户晓，美誉度也在不断提升。由于消费群体主要集中在国内，所以，国内的高知名度和高美誉度可以弥补国际知名度的不足，至少近期可以不用太多考虑国际消费群体的增减。

（3）包装与规格向奢华和多样化方向转变正在变成一种趋势。我们发现，近几年像蓝色经典、五粮液、口子窖等白酒品牌的包装，无论是造型、用料，还是色彩、工艺，以及所体现的文化元素与氛围都已经进入一个新的境界，以体现中国酒文化并融入西方酒文化因素的包装趋势已经形成，只要在包装档次、工艺、规格方面再加大力度，中国白酒奢侈品牌的包装、规格等将形成独特的优势。

（4）原材料、工艺特殊，消费群体稳固。中国白酒以粮食为原料通过固态发酵等制成，属于粮食酒，营养成分、香气等从粮食自身而来，口感浓烈而不含水果香味。年轻人可能不太习惯，而一旦习惯就会固定，一般以成年人特别是中老年为主，政务、商务以及个人等高端群体更是常常成为高端白酒的主销群体。

（5）与市场很近，容易培养情感。中国白酒要走向奢侈品肯定首先是在国内市场成长起来，这样就方便培养情感。这是得天独厚的因素，在这一点上，泸州老窖管理层的“喝白酒要从娃娃抓起”的理念和想法就非常好。

(6) 稀缺性更好。我国包括茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊等在内的一线白酒的高端酒产能不超过 7 万吨（茅台 3 万吨+五粮液 3 万吨+国窖 1573 约 0.4 万吨+水井坊 0.5 万吨），总量不敌全球最大烈酒集团（英国）帝亚吉欧下属的苏格兰的威士忌“尊尼获加” 07 年全球 7.5 万吨的销量。

(7) 国家政策限制较多反而促使行业市场化，走向内生性成熟，形成了一批精英团队。由于白酒以粮食为原料，过度消费害处多于益处等原因，国家政策限制而非鼓励行业发展，如双重征收消费税（从价税和从量税同时征收）等，全行业在失去政策呵护的情况下选择了彻底走向市场经济之路，结果，凭借独特的消费特点、供求规律和市场运作等良性基因，赢得了日益广阔的成长空间，全行业多年来的毛利率、净利率、每股收益等业绩或财务指标在所有一级行业中名列前茅，特别是培育和铸就了一大批技术精湛、营销得力、眼光独特、管理优良的人才队伍，构成了中国白酒走向奢侈品的最有力保障。

(8) 真正的中国特色和悠久的历史文化，产地的不可复制性更强，有足够的打造白酒奢侈品所需的积淀。中国白酒酿造历史至少有 3000 多年，而洋酒奢侈品牌只有一二百年，后者无法相提并论；中国最好的白酒盛产于川南黔北这一最佳酿酒带，其温润的气候、特殊的地形地貌与土质等所带来的原材料、窖池窖泥等，洋酒奢侈品牌更是无法比拟。

总而言之，与洋酒奢侈品牌相比，中国白酒走向奢侈品并不缺乏品质、品位、价值、历史积淀等内在气质类因子，所短缺的只是勇气、胆识、包装等外观类元素。只要克己之短，扬己之长，只需假以时日，便能获得成功。

图 8：五粮液 富贵大吉（52 度）包装



资料来源：东兴证券研究所市场调研

图 9：洋河天之蓝（52 度）包装



资料来源：东兴证券研究所市场调研

4.五粮液的奢侈品潜质与新机遇

五粮液是中国白酒的骄傲，在品牌号召力方面仅次于以国酒相称的茅台。我们认为，在中国白酒走向奢侈品的过程中，茅台会凭借其特殊的身份地位和历史性因素走在前面，在价格提升和社会推崇度等方面成为第一奢侈品品牌，而五粮液会因为各种内在外在的优秀品质而最具奢侈品潜质，也会在一系列新机遇作用下踏上奢侈品之路，成为中国白酒高贵奢华品质与品位的象征。

4.1 五大奢侈品潜质

（1）五粮液悠久深厚的历史积淀绝非各洋酒品牌所能比拟。中国白酒界普遍尊崇的一个历史规律：越是老窖，就越能提高对人体有利物质的含量，降低酒精给人体带来的损害，故评判酒质的高下，很大程度上决定于窖池的时间，窖龄越长酿出的酒就越好。五粮液具有 3000 多年的酿酒历史，600 多年的酿酒窖池一直在用，而不是仅仅作为遗址存在，这在以“千年窖池万年糟”为荣的中国白酒界来说十分稀有，而比之洋酒奢侈品牌最早不足三百年酿酒史来说更是弥足珍贵。

（2）地处中国最佳酿酒带，五粮液可谓天生丽质。五粮液产地位于川南黔北酿酒带核心地带的中国四川省宜宾市，其温润的气候、丰富的物产、具有灵气的长江等等，可产优质浓香与酱香白酒，资源的上天恩赐可谓全球难求。根据公司网站披露：“宜宾属亚热带到暖湿带的立体气候，山水交错，地跨北纬 27° 50′ -29° 16′，东经 130° 36′ -105° 20′，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，可以说，自然的天成给予了五粮液独一无二的天时地利之美，这使得五粮液更具独有性。”

（3）地位与品牌价值的老大地位无人可撼动。五粮液股份公司白酒年产能高达 40 万吨，销量 10 余万吨，且自 2000 年以来可以生产浓香与酱香高端白酒；在第 16 届（2010 年）中国最有价值品牌 100 榜单中品牌价值高达 526.16 亿元，这些均为酒类及食品饮料行业最高。

（4）品质高贵，源于科学工艺、优质原料。五粮液属于浓香型白酒，实行分段摘酒这一先进工艺，符合粮食为原料固态发酵的蒸馏酒的科学工艺原理，能够从工艺上确保品质；所用原料来自

（5）稀缺性较好。据公司介绍，总体产能中的高端酒产能占比不到 10%，加之品质有保障，多年来一直供不应求；培育能够生产五粮液酒的窖池至少需要 10 年以上，每个窖池优级酒出酒率年增长约 0.25%，产量无法迅速放量。从公司未来五年左右的规划看，五粮液的年产销量可能只会增长 10%-15%，达到 2 万吨左右，这对于日益增长的高端白酒需求来说仅仅能够满足自然增长中的国内饮用部分，而出口、收藏等的需求仍然会留下较大空间，未来价格应会居于茅台之下，成为次高价白酒奢侈品。

4.2 五大新机遇

我们之所以认为公司面临新机遇，是因为公司在 2009 年 9 月 9 日因被“涉嫌违反证券法律法规”被中国证监会“立案调查”，而所调查的内容是多年前的陈年旧账——炒作自家股票涉及 1 亿多元资金亏损等问题。调查已经过去一年多，公司在治理结构方面也做了大量工作，特别是新设立销售公司并控股 95%，还有许多关联收购，股份公司与集团公司之间的关联交易已被局限于很小的范围，集团公司的话语权已经很少，随着时间的推移和问题的非严重性，我们预计结案的时间应该不会太长，无论什么时候结案，都不会给公司产生太多的负面影响，从而可以推测公司应该会较快迎来新的、没有任何监管麻烦的新时期，继续做此前想做而，被中断的事情，以及实施新的规划等。

根据我们对公司多年的研究跟踪，预计公司新机遇主要表现为：

第一，从 2010 年第四季度起进入持续的“整体放量促销”，“量价齐升”新阶段。公司过去强调五粮液高端品牌的“控量保价”，2010 年开始将会通过中低端放量放大高端酒产量，我们预计当高端酒五粮液销量达到 2 万吨时，批发价将会升至 800-1000 元/瓶，而目前批发价为 509 元/瓶，还有 80%以上提升空间，终端价则有可能达到 1500-1800 元/瓶左右，开始成为名副其实的白酒奢侈品。当然，公司提价将是比较稳健的，每年可能会有 10%-15%左右的提价空间，如 2010 年全年提价主要是 1 月 16 日起对“五粮液”酒产品出厂供货价上调 8.50%-10.30%，9 月 30 日起只提高五粮液团购（批条）价 40 元约 8%至 569 元，五粮液终端指导价普通装为 798 元，瓷瓶装的 1618 为 839 元；经销商批发价暂时维持不变。

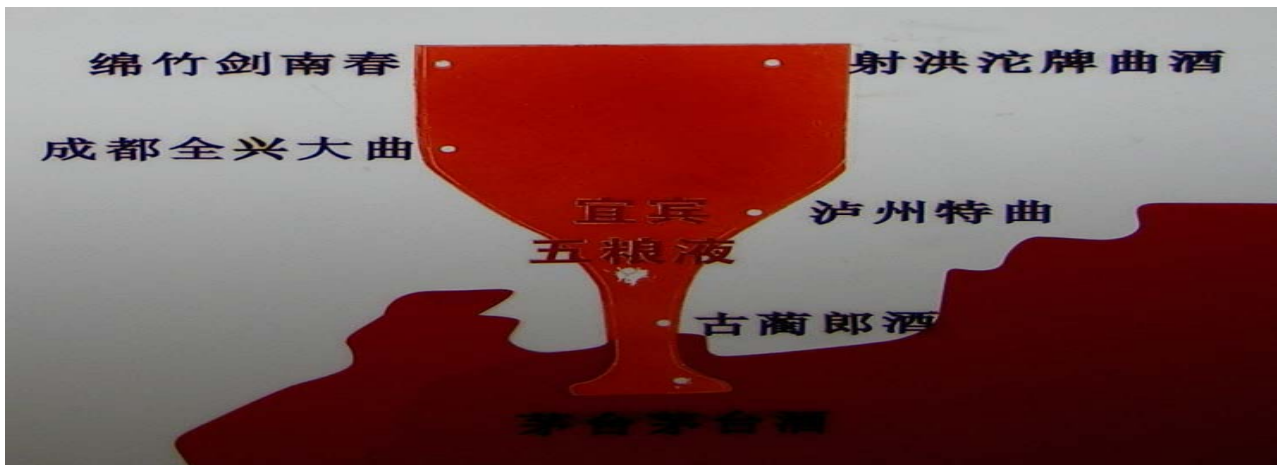
第二，积极运作创新产品酱香型高端白酒“永福酱酒”。公司已于 10 年 10 月初正式推出永福酱酒，主流产品“老酱”价格最终定位于 1000 元以上，与茅台不相上下，直接定位于准“奢侈品”，彰显霸气与信心。我们基于对其品质、营销等的信任，给予一定的业绩预期，预计 10 年可销售 100-200 吨，2011 年将销售 500 吨以上，今后随着营销发力、市场增长而增长。

第三，加快白酒同行收购进度。由分段摘酒工艺和五粮液品质保障系统等决定的五粮液高端酒放量必然带动更多的中低端酒放量，我们根据高端酒五粮液占公司整体产量 10%左右测算，当高档酒五粮液放量到 2 万吨的时候，中低端酒将达到 18 万吨左右，而目前公司中低端酒销量约 9 万吨，也就是说，五年后公司会面临一倍左右的中低端酒销售压力。故公司必然会采取更加有力的整体营销措施，甚至不排除从营销改善、区域市场扩张等角度，开展白酒企业兼并收购，借以扩大中低端酒的市场占有有力，消化因高档酒放量而形成的中低端酒销售压力。

第四，股权激励将加快进度，力度大于 08 款，真正发挥激励作用。公司在 08 年曾经向四川省国资委传递过实施股权激励信息，但限于主客观因素未能向前推进。我们预计一旦证监会立案调查结案，公司将会以超出 08 年股权激励方案的力度和更快的速度来推动新的股权激励方案付诸实践，真正将管理层激励、员工激励纳入公司治理范畴，实现公司持续健康和快速发展。

第五，区域政策环境渐入佳境，进入黄金发展期。四川省政府已经下定决心，未来经济主攻方向定位于以中国酒都宜宾为中心、五粮液公司为龙头，打造中国白酒金三角，安排品牌保护专项扶持资金，实现资金、技术、人才加速集聚，形成白酒业最大的产业集群、品牌集群、产能集群和最好的政策洼地，推动川酒进入超常规发展“黄金期”。有了这样的政策环境，五粮液没有理由不走向更加辉煌的未来。

图 10：中国最佳白酒酿酒带——川南酿酒带



资料来源：东兴证券研究所

图 11：五粮液新产品“永福酱酒”宣传图片



资料来源：东兴证券研究所

5.公司估值再认识与投资评级

5.1 根据市值考核标准测算 10 年市值应该再涨 221 亿元 目标价 42.73 元

据了解，大股东宜宾市国资委将从 2010 年起对公司市值增速实施考核，标准是公司的市值增速应该高于目前白酒上市公司市值平均增速的 10%，并且市值考核结果与高管年终业绩考核挂钩，权重约 10%。这就是说，公司具有促进市值上涨的压力和动力，这是我们对公司估值再认识的一个重要基础。

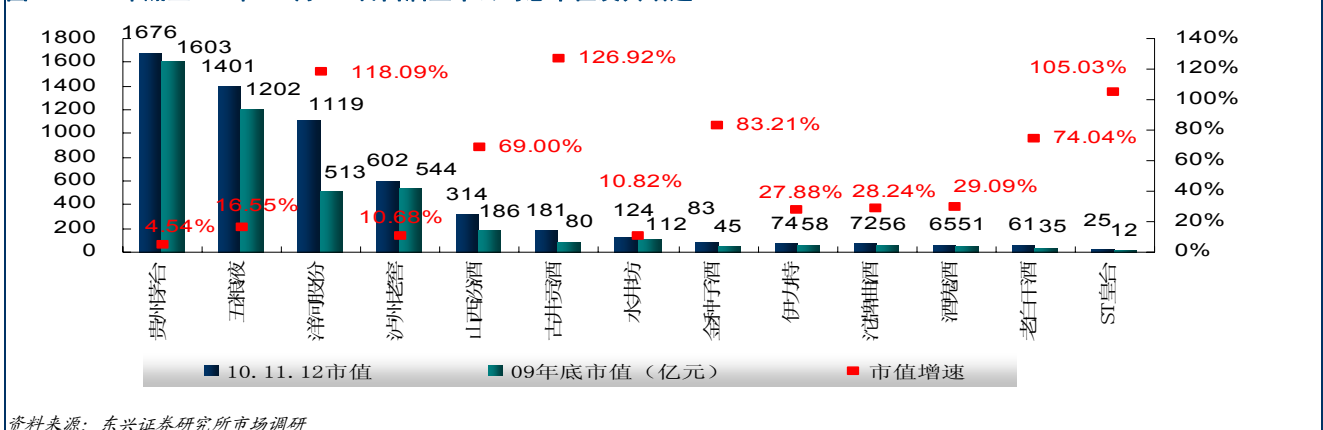
我们认为，可行的计算模型应该是：截至 2010 年 11 月 12 日，以 13 家白酒上市公司收盘价计算的总市值约 5797 亿元，比 2009 年 12 月 31 日总市值约 4497 亿元增长 28.92%（公司此间的市值增速为 16.55%），以此得出公司 2010 年年末市值增速应为 31.82%（ $28.92\% \times (1+10\%)$ ），公司总市值将达约 1584 亿元，与目前市值 1401 亿元相差 183 亿元，折合股价 4.83 元/股，目标价应为 41.73 元/股，上涨空间为 13.08%；假如 13 家白酒上市公司到年底市值再涨 10%，则公司市值应达 1622 亿元，与 09 年底相比应有涨幅达到 35%，比当前市值高出 221 亿元，折合目标价 42.73 元/股，与 11 月 12 日收盘价 36.90 元相比应该还有 5.83 元/股（或 15.81%）上涨空间。

表 6：五粮液市值考核标准与 10 年市值增速测算

指标	截至 2010.11.12	假如到年底白酒企业市值再涨 10%
五粮液 09 年底市值 (亿元)	1202	-
白酒企业市值平均增速	28.9%	31.8%
五粮液已有市值 (亿元)	1401	-
五粮液市值增速	16.6%	16.6%
考核标准	10%	10%
五粮液市值应有增速	31.8%	35.0%
10 年底五粮液市值 (亿元)	1584	1622
当前市值与年底应有市值差距 (亿元)	183	221
每股股价应该上涨 (元)	4.83	5.83
每股股价应有上涨空间	13.08%	15.81%
当前股价 (元)	36.90	36.90
10 年目标价	41.73	42.73

资料来源：东兴证券研究所

图 12：09 年底至 10 年 11 月 12 日白酒上市公司总市值及其增速



资料来源：东兴证券研究所市场调研

5.2 根据监管新政及公司综合情况调升 10-12 年业绩预测

11 月初山东证监局责令张裕就多提费用、提前向控股股东分红、推迟确认销售收入等五个方面的问题进行限期整改。我们将这一事件界定为“监管新政”。假如这一整改措施进一步推广至所有酒类上市企业，我们可以预计公司三季度高达 52.69 亿元的预收账款将会在 10 年底及 11 年有明显减少，更多地转为实现收入、利润，虽然具体数额无法确认，但以 2009 以来公布的最低限销售净利率 30% 计算折合净利润 2011 年为例增加 6-10 亿元净利润，相当于预收款的 11% 甚至 19%，也是很有可能的。

基于此认识再考虑公司会实施放量促销等整体方案措施产生业绩改善预期，我们保守假设：10-12 年高端酒五粮液和酱酒销售 1.23 万吨、1.38 万吨和 1.55 万吨，增速 21.78%、12.55% 和 12.53%，加上五粮春等中低端酒，酒类收入约达 166 亿元、205 亿元和 256 亿元，增速约 42.47%、23.89% 和 24.61%，归属母公司股东净利润可达 48.65 亿元、68.26 亿元和 90.61 亿元，增速约 49.96%、40.29% 和 32.75%。上调对公司中报进行点评时所作的业绩预测：2010-2012 年 EPS 原预测值为 1.20 元、1.60 元和 2.10 元，本次分别调升 6.67%、12.5% 和 10.95%，达到 1.28 元、1.8 元和 2.39 元。

5.3 绝对估值：2010 年 FCFF 重心 62.18 元，FCFE 为 61.21 元

以上述业绩预测为基础，假设第二阶段增长率为 8%，长期增长率为 1%，此假设条件总体严格，得出如下估值结果：FCFF 区间为 54.31-73.41 元，重心为 62.18 元；FCFE 区间为 53.01-72.93 元，重心为 61.21 元。两个指标估值结果非常接近。

5.4 投资评级：11 年目标价 63 元 继续强烈推荐

综合分析，我们以 2011 年 EPS1.80 元、35 倍 PE（大幅低于一线白酒最近 11 年平均 45 倍达 23%，而公司净利润增速可达 40%）测算，公司目标价达 63 元，提升空间达到 70% 以上。此目标价比我们中报点评报告给出的 48 元调升 15 元约 30%，与当前 36.90 元相比，因此，维持强烈推荐评级。

表 7：五粮液等一线酒近 11 年 PE 情况

公司	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	平均	白酒平均	总平均
五粮液	22	25	23	21	22	22	25	53	118	28	37	34		
贵州茅台	-	-	29	19	13	18	19	54	77	27	37	49		
泸州老窖	35	36	50	135	82	76	79	68	83	20	33	55	45	44
水井坊	27	34	27	179	-12	49	26	63	68	17	35	43		
张裕 A	-	50	28	34	23	25	29	67	71	29	36	39		

资料来源：东兴证券研究所

5.5 风险提示

我们认为，公司作为食品饮料行业中的白酒子行业，最大的风险在于食品安全，一旦出现质量事故，则会带来巨大的品牌和销售损失。不过，公司作为白酒大品牌 and 成熟企业，质量管理体系健全，产品品质过硬，我们相信公司会在产品安全和危机管理方面做得更加到位，最大程度地减小投资风险。

表 8：五粮液 2010 年绝对估值主要指标

Word 模板指标输出	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	7,933.07	11,129.22	16,425.74	20,350.00	25,357.66	30,968.80	37,843.30
主营收入增长率	8.25%	40.29%	47.59%	23.89%	24.61%	22.13%	22.20%
EBITDA（百万元）	2,766.54	5,431.37	6,981.69	9,082.98	11,874.84	15,035.14	18,892.52
EBITDA 增长率	5.60%	96.32%	28.54%	30.10%	30.74%	26.61%	25.66%
净利润（百万元）	1,810.69	3,244.75	4,865.75	6,826.20	9,061.50	11,613.08	14,737.90
净利润增长率	23.27%	79.20%	49.96%	40.29%	32.75%	28.16%	26.91%
ROE	15.91%	22.73%	27.52%	30.38%	31.45%	31.44%	31.19%
EPS（元）	0.48	0.86	1.28	1.80	2.39	3.06	3.88
P/E	77.36	43.16	28.79	20.52	15.46	12.06	9.50
P/B	12.31	9.81	7.92	6.23	4.86	3.79	2.96
EV/EBITDA	48.49	24.40	18.17	13.11	9.20	6.42	4.27

表 9：五粮液绝对估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	62.18	54.31 - 73.41	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
FCFE	61.21	53.01 - 72.93	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
DDM	16.19	13.54 - 20.34	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
APV	57.50	49.60 - 68.70	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
AE	47.08	40.49 - 56.60	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%
EVA	56.12	47.33 - 70.76	贴现率 ± 1%，长期增长率 ± 1%

资料来源：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，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所。

2009 年 10 月开始机构服务以来，主推金种子酒、五粮液、惠泉啤酒、圣农发展、黑牛食品和皇氏乳业等，主要报告：《历经风雨 巨人应更强大——五粮液深度报告之二》、《苏醒巨人 二线品牌典范——金种子酒深度报告》、《六力铸就超预期高增长——金种子酒调研报告》、《四个法宝降压力 五大机遇迎拐点——惠泉啤酒调研报告》、《鸡肉标杆企业 健康经济龙头——圣农发展调研报告》、《升级美食转型酒 健康经济新诉求——东兴证券研究所 2010 年食品饮料行业中期策略》、《“双蛋”饮料销量猛增 调升盈利预测与评级——黑牛食品调研快报》、《发力健康经济的黑牛——黑牛食品调研报告》、《中期业绩向上修正 调升业绩预测与评级——皇氏乳业中期业绩增速向上修正公告点评》、《即将发力京沪广 全年增长有望超五成 维持评级——皇氏乳业 10 年中报点评》、《进入全面提速时代 调升预测 维持评级——皇氏乳业（002329）调研快报》、《高溢价购得更高价值资产 大幅调升 11 年预测——皇氏乳业资产收购公告点评》等。

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。本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，任何机构和个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。