

# 五粮液 (000858)

# 白酒

## —治理趋于完善、业绩增长明确

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 35.90 元

### 投资要点:

- **量价齐升推动高端五粮液稳步增长。**我们认为五粮液未来将保持稳步增长趋势，主要的逻辑如下：未来超高端白酒（茅台、五粮液、国窖1573等）市场运作模式为“控量保价”，而市场需求稳定增长，这就造成供需偏紧，这就保证了市场销量；另一方面，在供需偏紧、超高端白酒具有投资价值双重因素影响下，未来超高端白酒价格持续上涨将成大概率事件。综上所述，我们认为，五粮液未来的业绩增长主要源自于产量的小幅增长和售价的稳步提升。
- **五粮液中档酒系列有望放量。**目前，公司中当酒主要有五粮醇、五粮醇和六合液。从目前市场销售情况来看，五粮醇和五粮春销售良好。公司层面表示，未来将集中精力打造五粮醇和五粮春两个品牌，使其成为公司中档酒产品系列中的明星产品。考虑到五粮液主品牌的辐射拉动、公司集中精力打造以及中端白酒市场未来广阔前景，我们认为公司五粮醇和五粮春未来2-3年有望实现快速增长。
- **市值考核年内执行。**2010年初，宜宾市政府第一次提出对五粮液进行市值考核，市值考核将从2010年开始执行。我们认为，市值考核一方面强化了公司对资本市场的重视，体现出公司未来做大做强五粮液品牌的决心和宏伟蓝图。另一方面，由于市值考核直接跟领导层薪酬挂钩，某种程度上显示出领导层做好业绩的动力。
- **投资建议：**预计公司2010-2012年EPS分别为1.19元、1.52元和1.85元，目前股价（35.90元/股）对应2010-2012年PE分别为30x、24x和19x。考虑到公司于集团关联交易已解决，公司内部治理不断完善以及公司的高成长性，我们认为，公司应具有一定的估值溢价。给予2011年合理估值区间为30-35倍，对应合理估值区间为45.6-53.2元，我们取中间价49.4元作为未来1年的目标价，较当前股价（35.90元）仍有38%的空间，因此，给予公司“推荐”投资评级。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7933.07	11129	15811	18631	21754
营业收入增长率	8.25%	40.3%	42.1%	17.8%	16.8%
净利润(百万元)	1829	3245	4535	5751	7022
净利润增长率	24.25%	79.2%	39.8%	26.8%	22.1%
EPS(元)	0.48	0.85	1.19	1.52	1.85
P/E	74.79	45.48	32.54	25.66	21.02
P/B	12.08	10.34	8.09	6.32	5.00

2010年11月18日

### 主要数据

52周最高/最低价(元)	38.77/23.56
上证指数/深圳成指	2838.86/11917.49
50日均成交额(百万元)	1046.00
市净率(倍)	9.55
股息率	0.42%

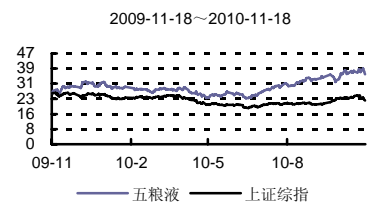
### 基础数据

流通股(百万股)	3795.52
总股本(百万股)	3795.97
流通市值(百万元)	136259.20
总市值(百万元)	136275.21
每股净资产(元)	3.76
净资产负债率	43.91%

### 股东信息

大股东名称	宜宾市国有资产经营有限公司
持股比例	56.07%

### 52周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-五粮液 000858 公司点评：一三季度业绩点评》，2008-10-23
- 《国元证券公司研究-五粮液 000858 公司点评：一公司点评标题》，2009-7-9
- 《国元证券公司研究-五粮液重塑市场形象》，

2009-10-26

### 联系方式

研究员:	周家杏, 付方宝
职业证书编号:	S0020210080004
电话:	021-51097188-1920
电邮:	zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东南路379号 金穗大厦15F(200120)

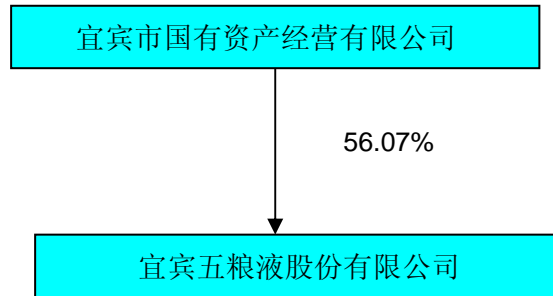
# 目 录

第 1 部分 公司概况 .....	3
第 2 部分 公司经营情况.....	4
第 3 部分 投资亮点分析.....	6
3.1 量价齐升推动高端五粮液稳步增长 .....	6
3.2 五粮液中端酒系列有望放量 .....	7
3.3 永福酱酒市场开拓稳步推进 .....	8
3.4 市值考核年内执行 .....	8
第 4 部分 盈利预测与投资建议.....	9
4.1 盈利预测假设 .....	9
4.2 投资建议 .....	9

## 第 1 部分 公司概况

宜宾五粮液股份有限公司于 1997 年 8 月 19 日经四川省人民政府以川府批准，由四川省宜宾五粮液酒厂独家发起，采取募集方式设立的股份有限公司。公司于 1998 年 3 月在深证证券交易所上市，上市后股本为 32000 万股，后经多次转股、配股和送股，目前股本达到 379596 万股，其中宜宾市国有资产经营有限公司目前持股 212837 万股，持股比例为 56.07%，为公司控股股东。主营业务方面，公司以五粮液及其系列酒的生产与销售为主营业务。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



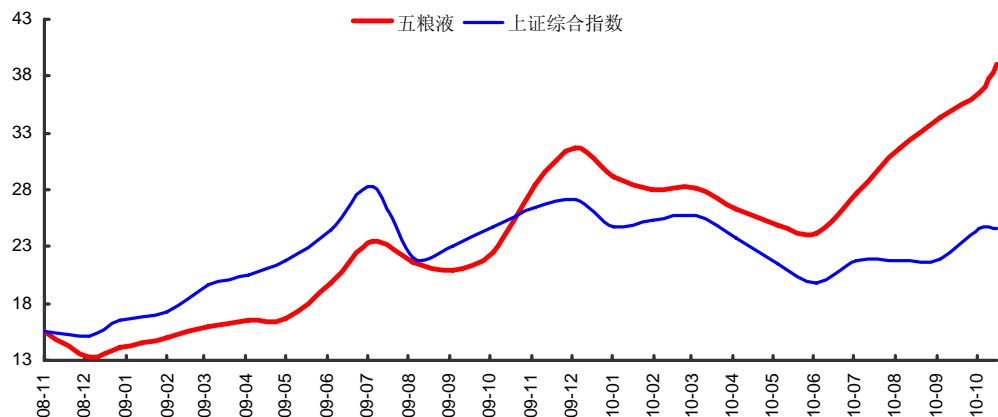
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 1. 公司的股本结构

股本类别	数量（万股）	占比（%）
限售 A 股	44	0.01%
国有法人持股	0	0
其他境内法人持股	44	0.01%
流通 A 股	379552	99.99%
总股本	379596	100.00

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 2：近三年公司股价相对走势



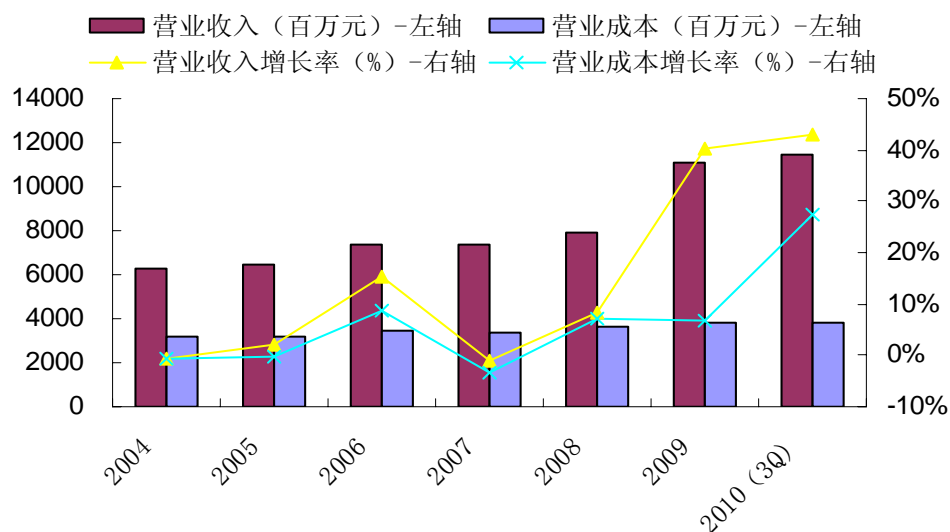
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 第 2 部分 公司经营情况

近三年公司主营业务稳步增长，08 年、09 年和 10 年（3Q）主营业务收入增幅和净利润增幅分别为 8.25%、40.29%、42.87%和 23.27%、79.20%、47.67%。可以看出，随着公司内部治理不断完善、关联交易陆续解决，进一步助推公司未来快速发展。

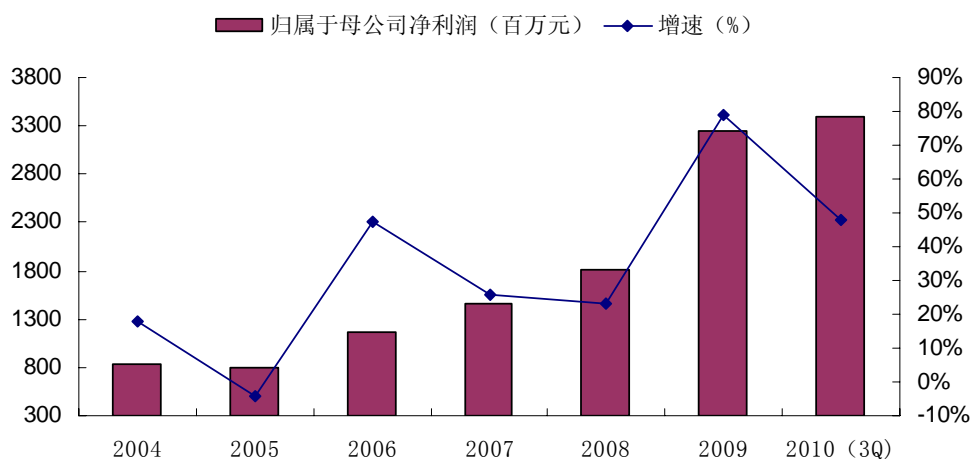
从主营业务毛利率来看，近三年公司毛利率稳步上升，08 年、09 年和 10 年（3Q）毛利率分别为 54.39%、65.31%和 66.33%。

图 3:公司营业收入增长情况



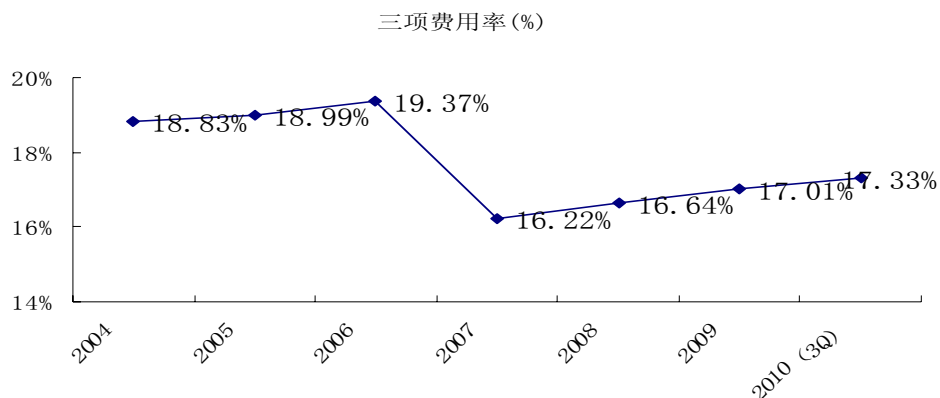
资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

图 4:公司净利润增长情况



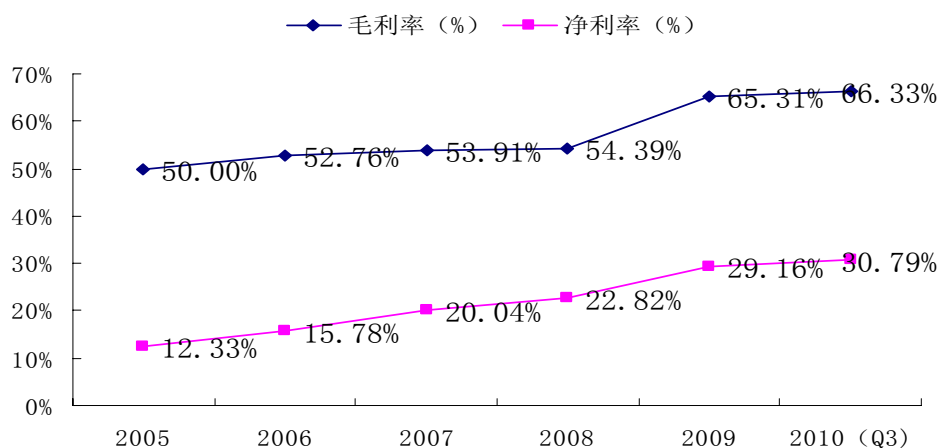
资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

图 5：公司三项费用率情况



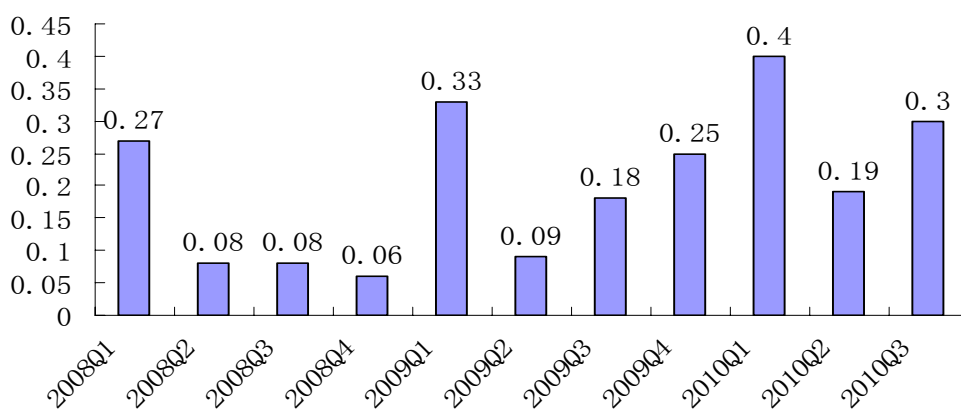
资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

图 6：公司毛利率、净利率情况



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

图 7：近三年公司单季度 EPS 情况



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

## 第3部分 投资亮点分析

我们认为，五粮液未来的投资亮点主要来源于公司业绩的稳定增长和市值考核年内执行。公司未来业绩增长主要在两方面得以体现：1、控量保价策略下，高端五粮液未来稳步增长；2、发力中低端市场，中端市场有望保持快速增长。

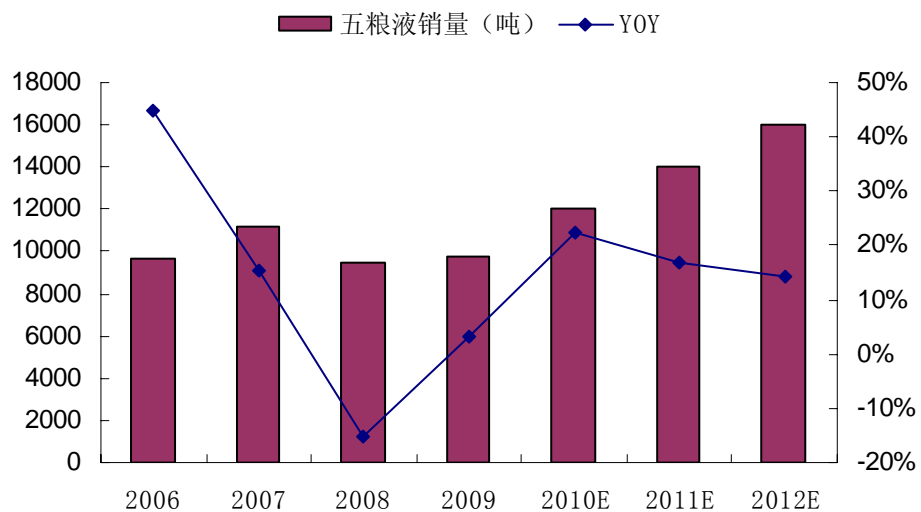
### 3.1 量价齐升推动高端五粮液稳步增长

我们认为五粮液未来将保持稳步增长趋势，主要的逻辑如下：未来超高端白酒（茅台、五粮液、国窖 1573 等）市场运作模式为“控量保价”，而市场需求稳定增长，这就造成供需偏紧，这就保证了市场销量；另一方面，在供需偏紧、超高端白酒具有投资价值双重因素影响下，未来超高端白酒价格持续上涨将成大概率事件。综上所述，我们认为，五粮液未来的业绩增长主要源自于产量的小幅增长和售价的稳步提升。

#### 3.1.1 基酒产能瓶颈已突破

首先，公司今年制定的五粮液销售目标为 12000 吨，目前来看，今年基本可以实现 12000 吨的经营目标。其次，公司于年初开始恢复部分闲置产能（预计新增基金产量为 10000 吨），同时通过技术改进使基酒优质率提高 3-5 个百分点，未来仍有部分闲置产能有待恢复。因此，我们认为，基酒产能瓶颈的突破为公司未来两年五粮液销量稳步增长奠定了基础。

图 8：五粮液的销量预测

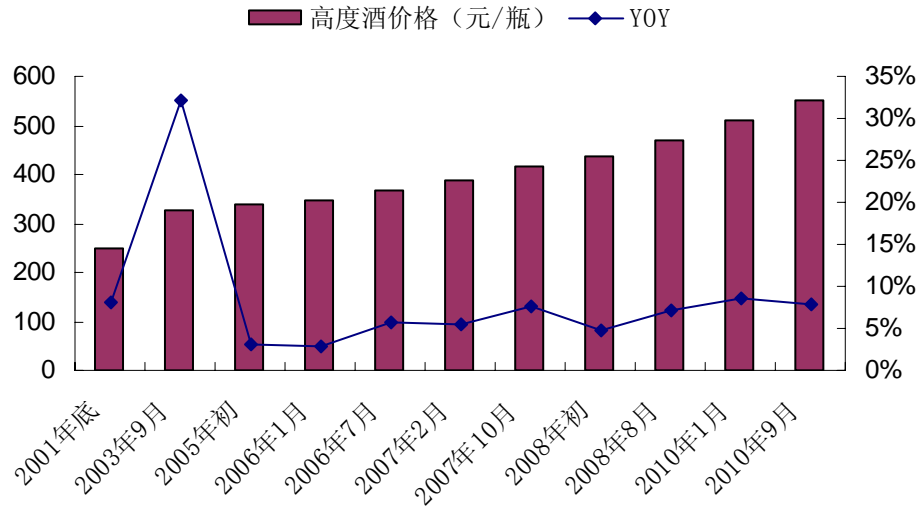


资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心。

#### 3.1.2 提升价格为超高端白酒未来的主基调

我们认为，对于超高端白酒产品来说，价格提升为其业绩增长的主要驱动力。而未来几年，超高端白酒仍将处于提价周期。因此，在标杆企业茅台提价驱动下，为了跻身白酒一线集团军以及提高盈利能力，未来其他品牌（五粮液、国窖 1573、水井坊等）均会随之调整价格梯度。综上所述，我们认为，未来 2-3 年提价将成为超高端白酒行业的常态。

图 9：五粮液高度酒历史提价情况



资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心。

表 2：高端酒出厂价、一批价和零售价统计

单位：元/瓶

	出厂价	一批价	零售价	出厂价与零 售价价差幅 度	出厂价与一 批价价差幅 度	一批价与零 售价价差幅 度
53 度茅台	499	900	1000	100.40%	80.36%	11.11%
52 度五粮液	549	670	738	34.43%	22.04%	10.15%
52 度国窖 1573	519	560	788	51.83%	7.90%	40.71%

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心。

从表 2 可以看出，出厂价与一批价价差幅度最大的为茅台，其次为五粮液，最后为国窖 1573。价差幅度在一定程度上说明了经销商的利润空间，进一步诠释了经销商在茅台、五粮液和国窖 1573 三大品牌代理上具有差别的根源。

### 3.2 五粮液中档酒系列有望放量

目前，公司中当酒主要有五粮醇、五粮醇和六合液。从目前市场销售情况来看，五粮醇和五粮春销售良好。公司层面表示，未来将集中精力打造五粮醇和五粮春两个品牌，使其成为公司中档酒产品系列中的明星产品。考虑到五粮液主品牌的辐射拉动、公司集中精力打造以及中端白酒市场未来广阔前景，我们认为公司五粮醇和五粮春未来 2-3 年有望实现快速增长。

#### 3.2.1 五粮醇

五粮醇为五粮液公司最大也是最重要的自销品牌，于 1994 年成功开发。前几年五粮醇销量一直处于 6000-8000 吨。2008 年以来，公司提出了发力中低端市场的战略，效果显著。同时，2009 年公司在全国市场强势推出了“淡雅五粮醇”和五粮醇醇和三代等系列产品，进一步优化了五粮醇产品结构，提升了产品盈利水平。此外，公司专门组建了五粮醇经销商团队，聘请相关咨询公司对五粮醇进行市场运作。

从营业情况来看，2009 年五粮醇的销量达到 1.1 万吨，相比 2008 年增长 15%，实现销售收

入达到6亿元。2010年上半年，五粮醇实现销量为5300吨，初步预计全年五粮醇增幅在20%左右。因此，我们认为，随着公司对中低端产品扶持力度持续加大，五粮醇系列产品未来仍有巨大市场空间。

### 3.2.2 五粮春

五粮春为公司1995年开发的产品。2009年销量为5000吨左右，增幅20%。2010年上半年，公司五粮春实现销量3325吨，同比增长31.5%，全年预计增幅在30%左右。可以看出，五粮春产品正处于上升通道，市场空间巨大。

此外，公司于2008年推出了六和液新品，该产品定位于中档商务用酒，分为39度、45度和52度三个品种，终端价格为328元/瓶、368元/瓶、398元/瓶，以弥补公司产品层级上的不足。由于产品推出时间相对不长，市场仍处于培育期（2009年销量在400吨左右），未来市场开拓情况仍需进一步跟踪。

综上所述，由于五粮醇、五粮春两款产品性价比高，市场运作时间久远，品牌影响力较大，消费者品牌忠诚度较高。考虑到中端酒市场未来的广阔前景，我们非常看好五粮春和五粮醇的未来市场前景。

### 3.3 永福酱酒市场开拓稳步推进

公司于2010年春季糖酒会期间推出了五粮液酱酒产品-永福酱酒。我们认为，公司推出酱酒产品主要处于战略规划，旨在进一步拓展五粮液品牌战略，完善五粮液酒种类型，从而于“酒业大王”的称号相适应。

从公司酱酒的发展历史来看，公司的酱酒生产已具有十年历史，目前的产能规模为27000万吨（茅台为20000吨），因此公司的酱酒基酒储备充足。在永福酱酒的销售模式上，公司采用总经销模式运作，由银基集团总代理。

从销售情况来看，该产品现已在部分城市完成铺货，出厂价在400元左右，终端价格在1198-1398元之间。银基集团今年的销售目标为500吨，目前来看难度较大。从公司层面了解到，今年实现300吨左右的销量问题不大。考虑到公司酱酒产品处于市场开拓前期以及银基集团的综合实力，我们认为未来两年公司实现1500吨、2500吨的销量问题不大。

我们认为，永福酱酒的推出对公司战略层面的影响大于对公司业绩层面的影响，旨在为进一步提高五粮液品牌影响力和产品覆盖率。

### 3.4 市值考核年内执行

2010年初，宜宾市政府第一次提出对五粮液进行市值考核，市值考核将从2010年开始执行，主要为公司领导及董秘办的薪酬将与市值水平挂钩。今年是公司第一年开始市值管理，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。

从考核方案来看，大致情况是市值每年的增长要根据市场环境加以确认，必须高于同行业上市公司市值增长的10%以上，具体权重在试运行之后将逐步确认。因此，我们认为，市值考核一方面强化了公司对资本市场的重视，体现出公司未来做大做强五粮液品牌的决心和宏伟蓝图。另一方面，由于市值考核直接跟领导层薪酬挂钩，某种程度上显示出领导层做好业绩的动力。



表 3：五粮液同类公司市值变化统计

	年初市值（亿元）	当前市值（亿元）	幅度（%）
贵州茅台	1599.17	1557.27	-2.62%
泸州老窖	526.05	610.68	16.09%
合计	2125.22	2167.95	2.01%
五粮液	1193.83	1417.41	18.72%

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心，当前市值取 2010 年 11 月 17 日收盘价计算所得

## 第 4 部分 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设

1、2010、2011 和 2012 年五粮液的销量分别为 12000 吨、14000 吨和 16000 吨。2011、2012 年每年涨价 40 元；2010、2011 和 2012 年五粮醇销量分别为 13200 吨、15180 吨和 17500 吨，均价略有上涨；2010、2011 和 2012 年五粮春的销量分别为 6500 吨、7800 吨和 9360 吨，均价略有上涨。

2、假设未来两年营业税金率维持在 2010 前三季度 8.3%左右的水平。

3、假设未来两年管理费用率小幅提升、营业费用率维持当前水平（2010 前三季度为 9.03%）、财务费用率维持当前水平。

### 4.2 投资建议

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.19 元、1.52 元和 1.85 元，目前股价（35.90 元/股）对应 2010-2012 年 PE 分别为 30x、24x 和 19x。考虑到公司于集团关联交易已解决，公司内部治理不断完善以及公司的高成长性，我们认为，公司应具有一定的估值溢价。我们给予 2011 年合理估值区间为 30-35 倍，对应合理估值区间为 45.6-53.2 元，我们取中间价 49.4 元作为未来一年的目标价，较当前股价（35.90 元）仍有 38%的空间，因此，给予公司“推荐”投资评级。

表 4：可比公司估值对比

股票名称	总市值 (亿元)	股价	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
贵州茅台	1557.27	165	4.57	5.58	7.12	36.11	29.57	23.17
泸州老窖	610.68	39.80	1.20	1.48	1.75	33.17	26.89	22.74
水井坊	110.85	22.69	0.66	0.79	0.92	34.38	28.72	24.66
五粮液	1417.41	35.90	0.85	1.19	1.52	42.24	30.17	23.62
平均						36.47	28.84	23.55

资料来源：公司定期报告、国元证券投资研究中心，股价取 2010 年 11 月 17 日收盘价

**表 5: 公司利润表预测**

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	11129	15811	18631	21754	
营业成本	3861	5401	5827	6305	
营业税金及附加	799	1309	1528	1784	
营业费用	1164	1425	1677	1964	
管理费用	839	1456	1714	2006	
财务费用	-110	-108	-110	-109	
资产减值损失	9	4	5	5	
公允价值变动收益	16	8	9	10	
投资净收益	3	3	3	3	
营业利润	4587	6334	8002	9811	
营业外收入	21	11	13	14	
营业外支出	2	13	13	11	
利润总额	4606	6332	8002	9813	
所得税	1139	1626	2003	2473	
净利润	3467	4707	5999	7341	
少数股东损益	222	171	247	319	
归属母公司净利润	3245	4535	5751	7022	
EBITDA	5160	6931	8663	10537	
EPS (元)	0.85	1.19	1.52	1.85	

资料来源: 公司定期报告、国元证券研究中心、

**表 6: 公司资产负债表预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	
流动资产	13283	16744	23354	31030	
现金	7544	10531	16087	22769	
应收账款	103	77	104	129	
其它应收款	69	76	93	112	
预付账款	196	162	198	223	
存货	3477	3946	4435	4882	
其他	1895	1952	2437	2915	
非流动资产	7566	7583	7590	7584	
长期投资	30	29	29	29	
固定资产	6936	6929	6848	6706	
无形资产	308	426	565	714	
其他	292	199	148	134	
资产总计	20849	24327	30944	38613	
流动负债	6264	5599	6862	8032	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	239	194	235	268	
其他	6025	5405	6627	7764	
非流动负债	5	3	3	3	

长期借款	0	0	0	0
其他	5	3	3	3
负债合计	6269	5602	6865	8036
少数股东权益	305	477	724	1043
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	9526	13492	18589	24759
归属母公司股东权益	14275	18249	23355	29535
负债和股东权益	20849	24327	30944	38613

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

表 7：公司现金流量表预测

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	6054	4263	6835	8218
净利润	3467	4707	5999	7341
折旧摊销	683	704	771	835
财务费用	-110	-108	-110	-109
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	1911	-1050	165	140
其它	106	13	13	14
投资活动现金流	-4257	-703	-754	-802
资本支出	985	568	595	633
长期投资	-3	-1	0	0
其他	-3275	-137	-158	-169
筹资活动现金流	-179	-572	-526	-733
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	-179	-572	-526	-733
现金净增加额	1618	2988	5556	6682

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心、

## 国元证券投资评级体系:

### (1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

### 免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn