安信证券
ESSENCE SECURITIES

公司动态分析　　五粮液(000858)

维持评级
白酒与葡萄酒/食品饮料

五粮液：营销观念转变，未来多香并举

五粮液投资者见面会点评

报告关键点：

- 营销观念转变；
- 发挥技术优势，多香并举；
- 提价恐延缓进行

报告摘要：

- **营销观念转变：**近期成立华东营销中心的主要目的是为了在公司重点销售地区（占销量的1/3）更加贴进市场、加快市场反应速度。并以华东销售中心为试点，成功后在全国其他片区进行复制。我们认为：之前五粮液采取的品牌事业部的模式是一种“以我为主”的经销理念。成立华东销售中心，授予其更大的自主经营管理权，能够发挥五粮液产品的整体优势，打出“组合拳”，使公司各品牌的产品能够发挥出协同效应，而不是内部相互竞争。另一方面，我们也看出公司已经开始采取措施应对苏酒（洋河）、皖酒（古井贡）在华东市场强劲的竞争。
- **重新划分产品线：**公司认为原来的“1+9+8”的品牌战略发展的不成功，未来公司将重新确定产品线，是以价格为主要指标，划分出高端、中高端、中档和低档几类产品。我们认为这样划分更加贴近当前竞争日益白热化的市场，表明公司已经意识到当前中高档、中档白酒巨大的市场潜力，重点经营这个价格带的产品。
- **发挥技术优势，多香并举：**除浓香外，公司推出准备了十年的酱香产品-“永福酱酒”，其产能2万吨，今年10月份推出“老酱”，12月份还将推出将来放量的产品“10年酱酒”价格定位在郎酒之上，未来2-3年把酱香的产能释放出来。另外，公司还将推出兼香型的中高端白酒产品。届时公司将生产除清香外其他三种主要香型的白酒，起到了丰富产品线、填补高端酒提价后留下空白价格带的作用。
- **提价恐延缓进行：**在当前政府狠控物价的大背景下，提价恐要延缓进行。尽管当前五粮液供不应求（还欠经销商2000吨酒），但五粮液和茅台都在观望对方的提价动作，不愿当“出头鸟”。我们认为公司在2010年底提价可能性较小，而且调价幅度也不会有预期的那么乐观。但根据当前五粮液供需缺口并参照当前洋酒的终端价格，未来平均每年提价10%，达到千元基本无悬念。
- **调高盈利预测：**未来3年五粮液一级酒的产量逐年增加，同时伴随着中低端产品大幅增长。酱香、兼香型酒的产能也将逐步释放，我们预计公司2010-2012年的销售额为153、178和207亿元，对应EPS为1.32、1.62和1.96元，给予公司2011年30倍PE，6个月的目标价为49元，维持买入-B的投资评级。

财务和估值数据摘要

（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,933.1	11,129.2	15,319.2	17,837.4	20,691.4
Growth(%)	*8.2%*	*40.3%*	*37.6%*	*16.4%*	*16.0%*
净利润	1,829.7	3,466.7	5,031.1	6,189.2	7,466.2
Growth(%)	*23.3%*	*79.2%*	*54.1%*	*23.0%*	*20.6%*
毛利率(%)	54.4%	65.3%	67.3%	69.2%	70.0%
净利润率(%)	22.8%	29.2%	32.6%	34.5%	35.9%
每股收益(元)	0.48	0.85	1.32	1.62	1.96
每股净资产(元)	3.02	3.84	5.17	6.80	8.76
市盈率	79.4	44.3	28.8	23.4	19.4
市净率	12.6	9.9	7.3	5.6	4.3
净资产收益率(%)	16.0%	23.8%	25.7%	24.0%	22.4%
ROIC(%)	27.8%	55.0%	60.9%	114.5%	1622.1%
EV/EBITDA	51.2	26.8	19.3	14.9	11.4
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

评级： 买入-B
上次评级：买入-B

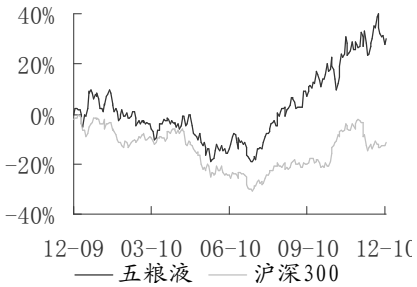
目标价格： 49.00 元
期限：6 个月　上次预测：36.00 元
现价：37.80 元

报告日期： 2010-12-09

市场数据

总市值(百万元)	143,487.54
流通市值(百万元)	143,470.69
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.52
12 个月最高/最低	22.20/41.48 元
十大流通股东(%)	61.16%
股东户数	293,067

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.39	8.06	41.47
绝对收益	2.58	15.42	29.78

研究员

李铁　行业分析师
010-66581633　litie2@essence.com.cn
证书编号　S1450210010314

前期研究成果

五粮液：业绩略超预期　2010-03-19
五粮液：小幅提价符合预期　2010-01-15
五粮液：内部结构已完善，外拓期待高端放量　2010-01-04

2011 年 12 月 7 日我们参加了五粮液投资者交流会，现将会议部分内容和我们的感受整理如下:

1. 营销观念转变

公司解释近期成立华东营销中心的主要目的是为了在五粮液的重点销售地区（占销量的 1/3）更加贴进市场、加快市场反应速度。以华东销售中心为试点，成功后在全国其他片区进行复制。我们认为：之前五粮液采取的品牌事业部的模式是一种“以我为主”的经营理念。成立华东销售中心，并授予其较大的自主经营管理权，能够发挥五粮液产品的整体优势，打出“组合拳”，使公司各品牌产品能发挥出协同效应，而不是内部相互竞争。另一方面，我们也看出公司也开始采取措施应对苏酒（洋河）、皖酒（古井贡）在华东市场强劲的挑战。

2. 重新划分产品线

公司认为原来的“1+9+8”的品牌战略发展的不成功，未来公司将重新确定产品线，是以价格为主要指标，划分出高端、中高端、中档和低档几类产品。我们认为这样划分更加贴近竞争日益白热化的市场，表明公司已经意识到当前中高端、终端白酒巨大的市场份额，重点经营这个价格带的产品。

3. 发挥技术优势，多香并举

除浓香外，公司去年推出了准备了十年酱香型产品-“永福酱酒”，产能 2 万吨，今年 10 月份推出“老酱”，12 月份还将推出将来放量的产品“10 年酱酒”价格定位在郎酒之上，未来 2-3 年把酱香的产能释放出来。另外，公司还将推出兼香型的中高端白酒产品。届时公司将能够生产和销售除清香外其他三种主要香型的白酒，起到了丰富产品线、填补高端酒提价留下的空白价格带的作用。

4. 市值考核激发管理层提升业绩的动力

公司表示从 2009 年开始国资委正式引入对公司的市值考核，取代之前以集团业绩为考核指标，激发了管理层对上市公司业绩和资本市场表现的关注。另外，从公司正在讨论公司“十二五”规划看，尽管公司没有透露具体指标，但管理层表示以今年 150 亿元的销售计划计算，“十二五”目标翻番是肯定的，我们暂且以“十二五”达到 300 亿的销售规模的底线计算每年复合增长率都能达到近 20%的增速，对于五粮液这种体量的公司相对很快了。

5. 提价恐延缓进行

在当前政府狠控物价的大背景下，预期的提价恐要延缓进行。尽管当前五粮液供不应求，还欠经销商 2000 吨酒，但五粮液和茅台都在观望对方的提价动作，不愿当“出头鸟”。我们认为公司在 2010 年底提价可能性较小，调价幅度也不会有预期的那么乐观。但根据当前供需缺口并参照洋酒的终端销售价格，平均每年提价 10%、达到千元基本无悬念。

小结:

通过此次交流活动，我们看到五粮液管理层从经营思想上已经发生了一些积极的变化，尽管执行和实施情况还有待观察。未来 3 年五粮液一级酒的产量逐年增，伴随着中低端产品大幅增长，酱香、兼香型酒的产能逐步释放，对公司的营销能力将产生较大的压力，公司能否通过一种方式，例如泸州老窖的“柒泉模式”，形成与经销商或代理商共赢的合作模式将成为公司未来发展的关键。

6. 调高盈利预测

未来 3 年五粮液一级酒的产量逐年增，伴随着中低端产品大幅增长。酱香、兼香型酒的产能也将逐步释放，我们预计公司 2010-2010 年的销售额为 153、178 和 207 亿元，对应 EPS 为 1.32、1.62 和 1.96 元，给予公司 2011 年 30 倍 PE，6 个月的目标价为 49 元，维持买入-B 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-8

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**7,933.1**	**11,129.2**	**15,319.2**	**17,837.4**	**20,691.4**
减: 营业成本	3,618.1	3,860.7	5,006.7	5,499.8	6,207.4
营业税费	565.7	798.6	1,317.5	1,534.0	1,779.5
销售费用	890.8	1,164.2	1,685.1	2,051.3	2,379.5
管理费用	589.0	839.0	1,225.5	1,427.0	1,655.3
财务费用	-160.0	-109.7	-346.7	-631.6	-989.1
资产减值损失	-0.2	8.5	7.3	2.7	3.9
加: 公允价值变动收益	-	15.5	-15.6	-	-
投资和汇兑收益	1.6	3.1	300.0	300.0	300.0
营业利润	**2,431.1**	**4,586.7**	**6,708.2**	**8,254.2**	**9,954.9**
加: 营业外净收支	-32.0	18.9	-	-2.0	-
利润总额	**2,399.2**	**4,605.6**	**6,708.2**	**8,252.2**	**9,954.9**
减: 所得税	569.5	1,138.9	1,677.0	2,063.1	2,488.7
净利润	**1,829.7**	**3,466.7**	**5,031.1**	**6,189.2**	**7,466.2**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	5,925.4	7,543.6	16,068.9	27,038.7	39,900.8
交易性金融资产	8.1	23.7	8.1	8.1	8.1
应收帐款	31.1	171.6	253.1	294.7	341.8
应收票据	601.7	1,842.1	2,518.2	2,932.2	3,401.3
预付帐款	45.5	195.7	390.4	604.4	845.9
存货	2,076.9	3,476.8	4,499.0	4,942.1	5,578.0
其他流动资产	52.8	29.3	-31.0	-55.2	-82.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	27.5	30.0	27.5	27.5	27.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	4,334.4	6,935.9	6,712.3	6,453.8	6,170.6
在建工程	327.7	218.5	131.7	79.6	48.4
无形资产	60.9	308.1	308.2	308.3	308.4
其他非流动资产	4.4	73.7	78.0	78.3	78.5
资产总额	**13,496.4**	**20,849.1**	**30,964.4**	**42,712.5**	**56,626.6**
短期债务	-	-	300.0	300.0	300.0
应付帐款	122.3	579.0	332.8	365.6	412.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	1,918.2	5,684.7	10,713.9	16,239.3	22,639.4
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	4.9	6.1	6.9	7.7
负债总额	**2,040.5**	**6,268.6**	**11,352.8**	**16,911.7**	**23,359.7**
少数股东权益	**75.9**	**305.4**	**335.1**	**371.6**	**415.7**
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0
留存收益	7,584.1	10,479.1	15,480.5	21,633.1	29,055.3
股东权益	**11,455.9**	**14,580.5**	**19,611.6**	**25,800.7**	**33,266.9**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,829.7	3,466.7	5,031.1	6,189.2	7,466.2
加: 折旧和摊销	436.1	683.1	357.5	362.8	366.8
资产减值准备	-0.2	8.5	7.3	2.7	3.9
公允价值变动损失	-	-15.5	-15.6	-	-
财务费用	-	-	-	-346.7	-631.6
投资收益	-1.6	-3.1	-300.0	-300.0	-300.0
少数股东损益	19.0	221.9	29.7	36.5	44.1
营运资金的变动	-577.0	2,388.9	2,843.8	4,467.8	5,077.8
经营活动产生现金流量	**1,972.6**	**6,054.0**	**7,607.0**	**10,127.4**	**11,669.7**
投资活动产生现金流量	**-105.5**	**-4,257.0**	**286.0**	**267.9**	**267.9**
融资活动产生现金流量	**-2.5**	**-178.8**	**646.7**	**631.6**	**989.1**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	8.2%	40.3%	37.6%	16.4%	16.0%
营业利润增长率	11.3%	88.7%	46.3%	23.0%	20.6%
净利润增长率	23.3%	79.2%	54.1%	23.0%	20.6%
EBITDA 增长率	5.8%	89.4%	31.1%	18.8%	16.9%
EBIT 增长率	8.6%	97.1%	42.1%	19.8%	17.6%
NOPLAT 增长率	21.1%	98.2%	41.0%	19.8%	17.7%
投资资本增长率	0.2%	27.3%	-36.3%	-91.7%	-1246.5%
净资产增长率	19.0%	27.3%	34.5%	31.6%	28.9%
利润率					
毛利率	54.4%	65.3%	67.3%	69.2%	70.0%
营业利润率	30.6%	41.2%	43.8%	46.3%	48.1%
净利润率	22.8%	29.2%	32.6%	34.5%	35.9%
EBITDA/营业收入	34.1%	46.0%	43.9%	44.8%	45.1%
EBIT/营业收入	28.6%	40.2%	41.5%	42.7%	43.3%
运营效率					
固定资产周转天数	204	182	160	133	110
流动营业资本周转天数	56	28	-22	-87	-155
流动资产周转天数	345	356	435	600	746
应收帐款周转天数	0	2	3	3	3
存货周转天数	89	90	94	96	92
总资产周转天数	569	555	609	743	864
投资资本周转天数	279	226	151	55	-38
投资回报率					
ROE	16.0%	23.8%	25.7%	24.0%	22.4%
ROA	13.6%	16.6%	16.2%	14.5%	13.2%
ROIC	27.8%	55.0%	60.9%	114.5%	1622.1%
费用率					
销售费用率	11.2%	10.5%	11.0%	11.5%	11.5%
管理费用率	7.4%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用率	-2.0%	-1.0%	-2.3%	-3.5%	-4.8%
三费/营业收入	16.6%	17.0%	16.7%	16.0%	14.7%
偿债能力					
资产负债率	15.1%	30.1%	36.7%	39.6%	41.3%
负债权益比	17.8%	43.0%	57.9%	65.5%	70.2%
流动比率	4.28	2.12	2.09	2.12	2.14
速动比率	3.26	1.56	1.69	1.82	1.90
利息保障倍数	#######	-40.80	-18.35	-12.07	-9.06
分红指标					
DPS(元)	-	0.09	-	-	-
分红比率	0.0%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.48	0.85	1.32	1.62	1.96
BVPS(元)	3.02	3.84	5.17	6.80	8.76
PE(X)	79.4	44.3	28.8	23.4	19.4
PB(X)	12.6	9.9	7.3	5.6	4.3
P/FCF	-	91.9	17.7	13.4	11.4
P/S	18.1	12.9	9.4	8.1	6.9
EV/EBITDA	51.2	26.8	19.3	14.9	11.4
CAGR(%)	50.1%	29.1%	21.0%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.6	1.5	1.4	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	2.8	5.6	6.2	11.7	165.7
REP	7.9	3.1	4.2	24.5	-0.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学（Glasgow University)会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034