

2010年12月20日

# 五粮液

## 营销重装出击，提价不出意料

**A**
**未有评级**

000858.SZ - 人民币 38.15

**刘都\***

(8621) 6860 4866 分机 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	20	6	15	36
相对新华富时A50指数(%)	42	6	7	54

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	3,796
流通股(%)	43.93
流通股市值(人民币 百万)	63,618
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,212
主要股东(%)	
宜宾国有资产经营公司	56.07

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

\*苏斌为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

目前五粮液酒出厂价和市场零售价差处历史最高水平，提价基础坚实。在茅台率先宣布自明年元旦起调整出厂价后，公司提价确定性强。一级基酒稳步增长，为五粮液供应量增加打好基础。上市公司绩效考核同集团分开并引入市值管理，治理机制日趋完善。公司明确提出放量增长，在高档酒稳步快速增长情况下居安思危，鼓励和引导经销商注重中端产品的市场拓展。

### 主要发现

- 五粮液提价确定且明年供应量增加。目前 52 度五粮液出厂价为每瓶 509 元，市场零售价在 758 元以上，价差处历史最高位，提价基础好，我们预计公司会于年底或明年 1 月初宣布提价，提价 50-100 元都是合理的。
- 09 年一级基酒产量 10,000 吨，2010 年为 12,000 吨左右，我们预计 2011 年继续增加 2,000 吨达 14,000 吨左右，一级基酒绝大多数转为五粮液，2011 年五粮液供应量可增加 20% 以上。
- 中价位酒五粮春销量由于基数较低增速快，全年增速预计为 30% 达 6,500 吨。五粮醇全年销量在 1.4-1.5 万吨，增速在 3%-5% 之间。高档酒欠账 2,000 吨不愁销，与经销商一起做好中端酒将成为重点。
- 2010 年品牌营销力度显著加大，继续增强对中高端消费群体的影响力，公司新近于占比最大的华东市场设立华东营销中心，销售业务人员增加 20% 以上，统一协调华东地区所有五粮液产品的营销工作，并承担华东地区销售绩效考核职能。

### 图表 1. 投资摘要 (市场预期)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	7,933	11,129	14,845	17,775	21,009
变动(%)	8.25	40.29	33.39	19.74	18.19
净利润(人民币 百万)	1,811	3,245	4,664	5,896	7,189
变动(%)	23.27	79.20	43.73	26.43	21.92
全面摊薄每股收益(人民币)	0.477	0.855	1.229	1.553	1.894
市盈率(倍)	80.0	44.6	31.0	24.6	20.1
每股现金流量(人民币)	0.52	1.60	1.41	1.73	2.08
净资产收益率(%)	15.91	22.73	26.31	26.46	25.85

资料来源：万得资讯及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

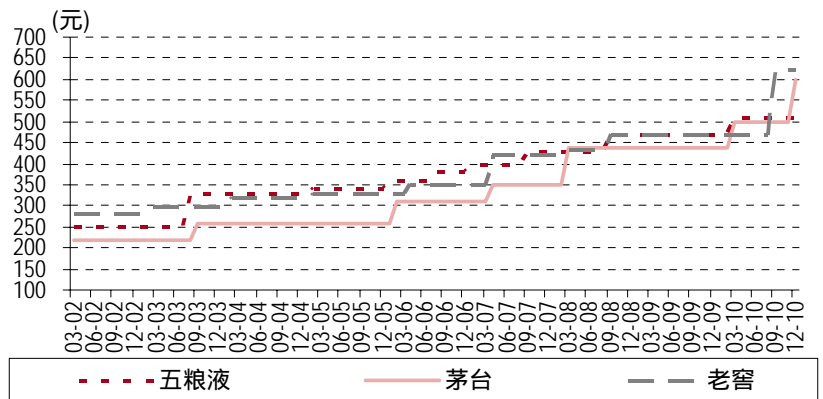
## 提价不只是预期

今年茅台和五粮液高端酒销售强劲，终端价格与出厂价价差创历史新高，其中贵州茅台 53 度在最新一次宣布提价前价差已经达 500 元以上，52 度五粮液价差也达到 280 元以上。

若贵州茅台(600519.SS/人民币 204.42, 未有评级)不宣布提价，五粮液提出的“暂无提价打算”还可成立，随着贵州茅台宣布提价成为现实，仅仅是从维护高端白酒品牌地位的角度出发，五粮液提价理由就很充足，从今年销售业绩看，年内实现提价意义不大，12 月 28 日至明年 1 月 18 日间宣布提价都是意料之中。

提价幅度在 50-100 元都是合理的。贵州茅台平均提价 20%，据此 53 度茅台的价格可能在 599 元一线，52 度五粮液目前出厂价 509，提价 100 元，亦接近 20%涨幅，从提价百分比和绝对幅度上都不输茅台，若公司有意淡化“价格领先”，则提价 50 元也是可能的且合理的（综合考虑品牌以及市场情绪，这可能获得更广泛的认可），而且我们认为目前单纯从出厂价的高低来评判白酒的市场地位也有失偏颇。

图表 2.一线主要白酒出厂价比较



资料来源：市场数据，中银国际研究

## 明年五粮液供应量大幅增长可期

2010 年的产销环境明显好于 09 年。2009 年公司虽遭遇消费税调整、证监会调查和禁止酒驾等复杂情势，仍实现产销两旺，五粮液销量 10,000 吨，较上年增加 500 余吨，一级基酒产量 10,000 吨。

2010 年预计实现一级基酒产量 1.2 万吨，同比增长约 20%，实现五粮液销量 12,500-13,000 吨，同比增长 25%-30%。

一级基酒增长 20%为明年供应量的大幅增长打下基础。一级基酒 12,000 吨（60 度），完全折算成 52 度，大约为 14,000 吨左右，完全折算成平均 45 度，大约为 16,500 吨，一级基酒并非完全转为五粮液，但总体应较上年有 20%以上增长。（60 度白酒降度加浆系数 = 目标度数白酒重量 ÷ 基础酒重量-1）

图表 3.60.5 度白酒降度加浆系数

目标度数	加浆系数	目标度数	加浆系数	目标度数	加浆系数
38 度	0.6679	41 度	0.5382		
39 度	0.6226	42 度	0.4987		
43 度	0.4612	49 度	0.2675	55 度	0.1147
44 度	0.4256	50 度	0.2395	56 度	0.0922
45 度	0.3913	51 度	0.2126	57 度	0.0704
46 度	0.3582	52 度	0.1869	58 度	0.0495
47 度	0.3267	53 度	0.1612	59 度	0.0292
48 度	0.2966	54 度	0.1378		

资料来源：宜宾国税局，中银国际研究

## 营销思路开阔，销售改善

五粮液以商务消费为主，占比超 50%，2010 年公司管理团队主动出击，对党政军（尤其是部队）和大中企事业单位进行高层团拜沟通，团购业务增长迅速，2010 年团购收入预计达 16.40 亿元，同比增长 42%，团购业务收入占比已经超过 10%，未来团购业务仍是重点。

公司以较高市场支持助推新品。公司对新品如五粮液老酒、纪念酒和六合液的市场支持比率显著高于其他产品，在 4%-6%，对团购的市场支持百分比也普遍高于一般销售，团购金额在 500 万元以上，市场支持比率可达 4.5%。2010 年仅对经销商的年末奖励较上年增 1 亿元。

图表 4.部分产品市场支持比例情况

产品	销售额	市场支持比例	备注
五粮液老酒	大于 200 万	6%	完成签约数 90%以上 低于 90%
	大于 200 万	5%	
	( 100,199 )	4%	
纪念酒	大于 400 万	6%	
	( 100,399 )	4%	
六合液	大于 200 万	6%	
	( 100,199 )	6%	

资料来源：大会资料，中银国际研究

图表 5. 团购业务市场支持费用比例

销售额	市场支持比例
大于 500 万	4.5%
( 100,499 )	4%
( 80,100 )	3.5%
( 50,80 )	3%
小于 50 万	2.6%

资料来源：大会资料，中银国际研究

2010 年公司品牌营销力度显著加大，参与世博，于央视竞标黄金广告时段，于华东等重点省市卫视加大广告投放，进一步增强对中高端消费群体的影响力。公司新近于占比最大的华东市场设立华东营销中心，销售业务人员增加 20%以上，统一协调华东地区所有五粮液产品的营销工作，并承担华东地区销售绩效考核职能，力求在华东这一销售占比最高地区实现中高端齐头并进的良好局面，公司“重塑华东”战略实施，将会对华东地区的中高端白酒市场格局产生重大影响。

### 放量是未来重点

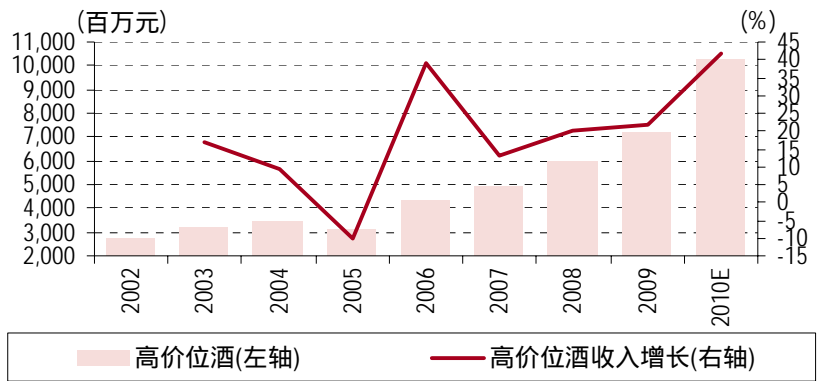
公司 09 年大力实施的“1+9+8”战略仍然延续，走多品牌多品种道路，目前中高档品牌较为齐全：超高档的五粮液老酒/年份酒/纪念酒、高档的五粮液、中档的六合液/五粮春/五粮醇；多品种方面，包括已经推向市场的酱酒和明年推出的兼香型白酒，酱酒也属高档酒队列。

集团董事长在经销商大会上的讲话同公司董事长在 12 月 7 日投资者交流会上传达的信息保持一致，公司继续加强在五粮液品牌在高端消费群体当中影响力，同时产销重心也向中端转移，这是对公司产销上量目标的重要保证。

2010 年中价位酒表现依然不俗，五粮春销量由于基数较低增速快，全年增速预计为 30%达 6,500 吨。五粮醇全年销量在 1.4-1.5 万吨，增速在 3%-5%之间。在高档酒欠账 2,000 吨不愁销的情况下，与经销商一起做好中端酒将成为重点。

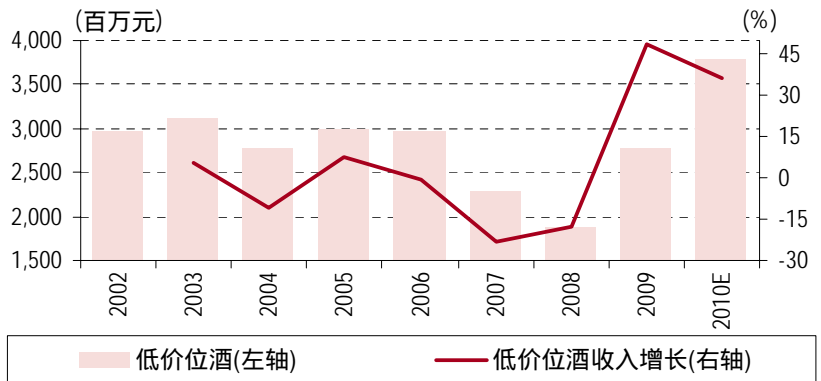
公司目前有约 18 万吨的固态发酵产能，以中高档为主，另外有 20 万吨液态发酵产能，2010 年 10 万吨销量与之相比，中档放量的空间仍然很大。

图表 6. 高价位酒收入及增速情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 低价位酒收入及增速情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

## 治理日趋完善，“十二五”目标 300 亿

从销售公司设立至公司持有销售公司 95% 的绝大多数股权，再到公司考核同集团考核分开，再到引入市值管理，公司治理机制日趋完善，为长期发展打下良好的管理基础，未来有可能推出股权激励，将更能促进公司在快速增长的轨道上稳步前行。

公司“十二五”规划要达到 300 亿销售收入规模，以 2010 年约计 150 亿元销售收入计，年均增长 14.9%，我们对这一目标的达成持乐观态度，主要基于公司高端酒的稳步放量和提价，多品牌多品种战略的稳步实施，以及公司强力营销的持续。

按市场一致预期 2011 年 1.553 元计算，在 25-28 倍市盈率估值下，较为合理的价格区间在 38.80-43.50 元之间，目前市场价格安全边际较高，可以适当新进参与。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371