

# 五粮液：走进新时代

## 五粮液公司深度分析报告

### 报告关键点：

- 品牌地位稳固，五粮液系列酒“量价齐升”；
- 提升腰部力量，营销体制改革；
- 团购建设渐入佳境

### 报告摘要：

- 品牌地位稳固，五粮液系列酒“量价齐升”：从市场价格上看目前只有茅台和五粮液能够屹立在这个千元价格带上。2010年公司销售五粮液12800吨，同比增长了23%。说明五粮液在价格上涨的同时稳步放量，这是非常积极的信号。目前52度五粮液的出厂价格仍然在509元，但其一批价格已经达到740元左右，终端价870-900元左右，提价空间已经打开。我们认为，随着白酒消费淡季的到来，特别是二线白酒竞相提价后，五粮液也会提价，而且幅度应该在120元左右，提价后与茅台的出厂价相当，甚至压过茅台10-20元。根据当前五粮液酒的品牌号召力、公司对价格体系的掌控力以及市场和经销商对五粮液产品的热情，我们认为公司未来仍具有持续提价的能力。
- 提升腰部力量，营销体制改革：公司从2010年底开始加大中价位酒的营销力度，重点向两边延伸，把中价位做大、做强，把上量的低价位酒做实、做稳，实现营销转型，在原产品体系的基础上重点打造五粮春、五粮醇、六和液这几种现有产品。2010年公司的计划总销量增长20%，我们预计上述产品的增幅将达到25-30%。华东营销中心的设立正是落实公司大力发展中低端产品的具体措施。中心获得部分授权后，将有效地提升市场反应速度。决策组织前移，还可以更最大限度地发挥五粮液的整体优势，打出“组合拳”。公司在政策上也给予支持，包括品牌打造、市场支持、促销政策等。因此华东营销中心不仅是一次“决策前移”的尝试，更是公司对于厂商结合这种新的营销模式（对五粮液来说）的尝试，对于五粮液未来的发展至关重要。
- 盈利预测和投资评级：公司2011年的目标是总销量至少提高20%，大力支持五粮春、五粮醇、六和液和尖庄这几种成熟产品，因此上述产品的销售增速将达到约30%。结合公司高端产品当前市场价格情况和实现厂商联合、决策前移等一系列给力中低端产品营销体制改革，同时公司正处于天时、地利、人和的又一最佳发展时期，我们判断公司未来几年将迎来发展建设的新高潮。由于公司目前估值水平正处于历史较低水平，极具安全边际，整体向上的趋势开始确立，建议从全局和长远发展的战略高度重新审视五粮液公司。我们预计公司2011-2013年的销售收入分别增长21.30%、29.40%和20.40%，EPS分别为1.52元、2.01元和2.50元，对应21、16和13倍PE。考虑到公司的行业龙头地位以及未来3-5年的快速发展势头，我们给予公司2011年28倍PE，6个月的目标价为43元，调高投资评级为买入-A。
- 风险提示：白酒行业激烈的市场竞争和食品安全问题。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129.2	15,541.3	18,846.5	24,389.3	29,376.3
Growth(%)	40.3%	39.6%	21.3%	29.4%	20.4%
净利润	3,466.7	4,562.1	5,793.8	7,678.7	9,532.2
Growth(%)	79.2%	35.5%	31.0%	32.5%	24.1%
毛利率(%)	65.3%	68.7%	68.7%	69.6%	69.8%
净利润率(%)	29.2%	28.3%	30.6%	31.3%	32.3%
每股收益(元)	0.85	1.16	1.52	2.01	2.50
每股净资产(元)	3.84	4.84	6.36	8.39	10.90
市盈率	37.2	27.5	21.0	15.8	12.7
市净率	8.3	6.6	5.0	3.8	2.9
净资产收益率(%)	23.8%	24.8%	24.0%	24.1%	23.0%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级：

买入-A

上次评级： 买入-B

目标价格：

43.00元

期限： 6个月 上次预测： 49.00元

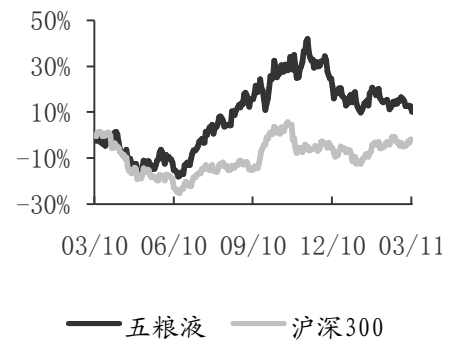
现价(2011年04月01日)： 31.81元

报告日期：

2011-04-06

总市值(百万元)	120,180.31
流通市值(百万元)	120,166.19
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.52
12个月最低/最高	22.20/41.48元
十大流通股股东(%)	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	(5.54)	(15.22)	12.26
绝对收益	(3.97)	(7.75)	10.24

李铁

010-66581633  
执业证书编号

行业分析师

litie2@essence.com.cn  
S1450511020014

### 前期研究成果

- 五粮液：营销观念转变，未来多香并举  
2010-12-10
- 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

近一年来我们对五粮液进行了深度地研究分析，深刻地感受到公司正在发生自内而外的一系列变化，开始迈入一个新的时代。

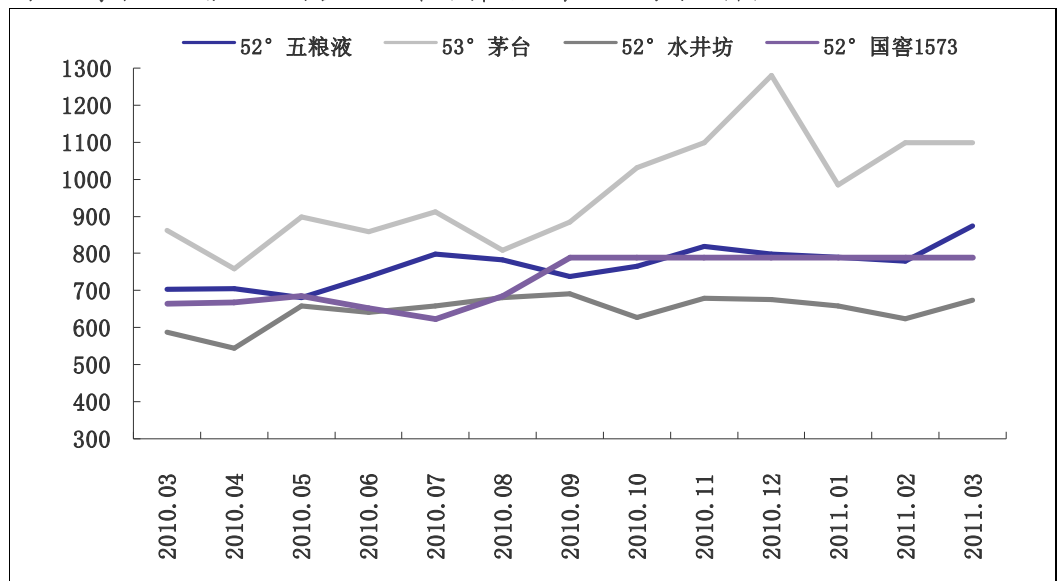
## 1. 公司业绩增长可期

### 1.1. 品牌地位稳固，五粮液系列酒“量价齐升”

五粮液作为中国的“白酒大王”，浓香型白酒的第一品牌，我们考量其品牌地位并不是简单的看某评估机构给出的“2010年品牌价值526.16亿元，中国食品行业第一名”，而是观察其能够上量的高端产品所处的价格带。

白酒的千元价格带（800-1200元），是一个具有标志性意义的价格带。对于一线名酒来说，能否在千元价格带上站稳，意味着其在中国白酒市场的品牌地位。目前来看，只有茅台和五粮液在千元价格带上保持了稳固的地位。我们评判其能否站稳这个价格带的标准是要做到“量价齐升”。一些二线名酒虽然也有部分产品能够进入千元价格带，如国藏汾酒、梦之蓝A5、青花郎年份酒等，但对这类企业来说推出这个价格带的产品更多的是为了树立品牌形象，很难实现规模化销售。当前消费者日趋理性，依靠“事件营销”、搞“概念”等方式已经无法成为塑造超高端品牌的有效方式了。

图1 茅台、五粮液、国窖1573和水井坊北京地区的终端价格



数据来源：糖酒快讯 安信证券研究中心

根据我们调研的市场情况来看，目前北京地区实际高度茅台的市场价格为1300-1500元（专卖店1099的价格限购2瓶，基本断货）；五粮液874元，国窖1573为788元，水井坊673元。市场价格在一定程度上反映供需关系，因此从市场价格上看目前只有茅台和五粮液能够屹立在这个千元价格带上。从五粮液整体的销售情况看：2010年公司销售五粮液12800吨，同比增长了23%。说明五粮液在价格上涨的同时稳步放量，这是非常积极的信号。

### 1.2. 渠道价格顺畅，经销商热情高涨

去年12月茅台率先宣布提价，53° 飞天茅台的出厂价已提高至619元/瓶。消息一经公布立即引起轩然大波，遭到媒体舆论的口诛笔伐。其实我们认为一线名酒高端产品的奢侈品化是社会经济发展的必然趋势，但在当前我国的政治经济形势下是不允许有“国产奢侈品”出现的，尽管这种现象早已成为现实。我们分析：虽然五粮液提价的市场基础早已具备，但目前52度五粮液的出厂价格仍然在509元，但其一批价格已经达到740元左右，终端价870-900元左右，提价空间已经打开。但考虑社会各方面

的压力，特别是茅台提价后受到的指责，公司暂时没有跟进。我们认为，随着白酒消费淡季的到来，特别是二线白酒竞相提价后，五粮液也会提价，而且幅度应该在 120 左右，提价后与茅台的出厂价相当，甚至压过茅台 10-20 元。据市场反应五粮液公司欠酒的情况比较严重，我们看到公司 2010 年末预收帐款达到 71.08 亿元，比 09 年末增长了 65%，创了五粮液历史的新高，这也从侧面反映了经销商对五粮液的热情和追捧。

表 1 目前北京地区茅台、五粮液、国窖 1573 的价格情况（单位：元）

	出厂价	一批价	市场价
茅台	619	1100-1200	1300-1500
五粮液	509	738	874
国窖 1573	619	680	824

数据来源：糖酒快讯 安信证券研究中心

根据当前五粮液酒的品牌号召力、公司对价格体系的掌控力以及市场和经销商对五粮液产品的热情，我们认为公司未来仍具有持续提价的能力。

### 1.3. 产品线丰富，提升腰部力量

由于浓香型白酒生产工艺的特点，五粮液公司在生产出一级酒的同时还会生产出大量的二级酒、三级酒，这也成就了五粮液丰富的产品线。随着茅台、五粮液价格连续拔高，其后已经显露出巨大的价格空间。对于一线名酒品牌来说，500 元价格带早已成为其常态化产品。数据显示，500 元价格带产品已经占其实际销售额 50% 以上。对五粮液来说，未来几年高端产品“量价齐升”和中低端产品走量是其发展的亮点，这也就是在公司经销商会议上所提到的“以两头带动中间”。2010 年公司销售五粮春 5860 吨，同比增长 26%；五粮醇 13100 吨，同比增长 13%；尖庄 7365 吨，同比增长 17%；金六福 1.8 万吨，同比增长 0.62%；浏阳河 12500 吨，六和液 590 吨。其中六和液、五粮醇等中价位产品的销售增幅达到 50-60%，超过 50 亿元。

表 2 公司“1+9+8”品牌系列<sup>1</sup>

五粮液酒系列	紫光液系列	现代人酒系列
五粮春酒系列	尖庄酒系列	长三角酒系列
五粮醇酒系列	浏阳河酒系列	王者风范酒系列
五湖液酒系列	京酒系列	百年老店酒系列
两湖春酒系列	酿神酒系列	国宴酒系列
金六福酒系列	玉酒系列	春夏秋冬酒系列

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

公司从 2010 年底开始尝试营销方式转变，以提升中价位产品的销量和销售额，包括品牌打造、市场支持和促销政策。发展的重点是向两边延伸，扩大新的营销增长点：把中价产品位做大、做强，把上量的低价位产品做实、做稳，实现营销转型。公司在原“1+9+8”的产品体系的基础上重点打造五粮春、五粮醇、六和液这几种现有产品。按照公司“十二五”规划，至少要培育出一个销量在 5 万吨以上的产品，翻阅五粮液的发展史，尖庄销量曾经达到过 15 万吨，金六福、浏阳河都达到过 10 万吨的销售记录。2010 年公司的计划是总销量增长 20%，我们预计上述产品的增长要达到 25-30%。

### 1.4. 营销体制改革

#### 1.4.1. 厂商结合，决策前移

对于一线名酒来说，300 元价格带（200-400 元）的产品具有极大的商业价值。五粮

<sup>1</sup> 公司“1+9+8”品牌战略除了“1”-五粮液和“9”中的部分品牌，其实尚未最终完成，我们根据当前的市场情将最可能成为“1+9+8”品牌战略的品牌进行归类。其中黄色代表 1，绿色代表 9，而蓝色代表 8。



液在 300 元的价格带布局了六和液为代表的战略性产品。这个价格区间的产品在白酒营销界被称作“金腰带”产品，他们既可以获得规模效益，也可作为防御产品抵挡二线名酒和区域强势品牌的进攻。由于五粮液强大的品牌张力，其在“黄金腰带”价格区的品牌优势还是十分明显的，但由于其渠道战略上的滞后，300 元价格带产品的销售情况并不理想。

表 3 300 元价格带（198-388 元）/500ML 对各层级名酒的定位

	一线名酒	二线名酒	区域强势品牌	区域割据品牌	全国性通路品牌
300 元价格带	金腰带价格带，利用品牌优势追求撇脂利润	规模性产品，实现对区域强势品牌战略遏制	竞争性价格带，并力争实现规模化销售，挑战二线名酒战略基础	很难跟进，很难规模化	主要看品牌背书与品牌历史，以及品牌价值延伸空间

数据来源：远景（中国）营销咨询管理公司 安信证券研究中心

我们注意到：公司在去年 12.18 经销商会上宣布成立“华东营销中心”，实际上是营销体制改革的一次尝试，落实“四个贴近”的具体措施。五粮液公司早在 2006 年就已实现营销体制改革，以五粮液品牌事业部（五粮液产品）、直销品牌事业部和买断品牌事业部的品牌销售管理取代原来 31 个直属区的管理。这种营销管理体系对于理顺终端价格，打击串货等方面确有独到之处。但随着竞争的加剧，二线名酒和区域性强势品牌对于中价位酒市场的争夺愈发激烈，五粮液已经意识到单纯靠经销商已经无法抗衡当地或是附近地区竞争对手，所以五粮液需要与经销商联合开拓市场。华东营销中心将全权管理华东地区公司所有产品，包括直销和总经销产品。中心通过市场调研获取的消费者需求的信息，统筹安排公司的产品线和产品投放量。另外，中心在经销商审批、产品销售计划制定甚至财务上都拥有完全的自主权，实现更具主动性的营销模式。公司称华东模式一经试验成功，其他地区将迅速复制。

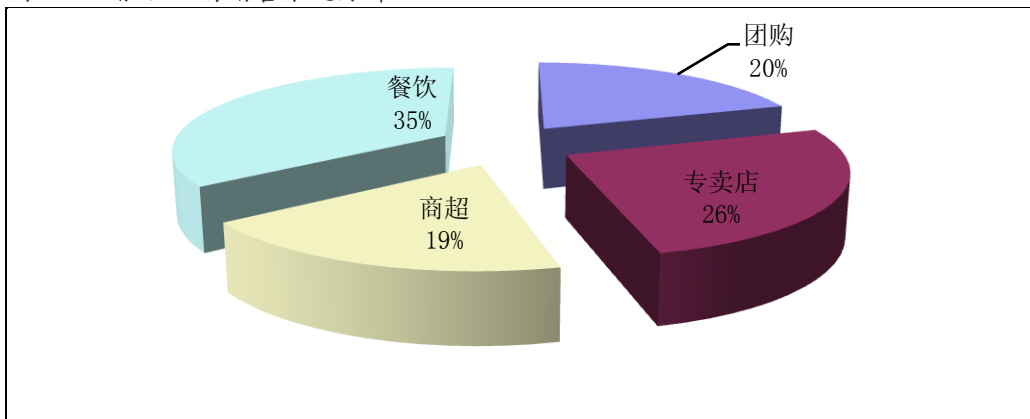
我们认为华东营销中心的设立正是落实公司大力发展中低端产品的具体措施。由于五粮液的高端、超高端产品拥有绝对优势的品牌地位，但其中、低端产品却面临着二线名酒和区域强势品牌厂家和经销商的夹击，公司集权式的管理模式流程多，对市场变化缺乏效率而受到诟病。华东销售中心获得部分授权后，将有效地提升市场反应速度。决策组织前移，还可以更大限度地发挥五粮液的整体优势，打出“组合拳”。公司在政策上也给予支持：包括品牌打造、市场支持、促销政策等。因此，华东营销中心不仅是一次“决策前移”的尝试，更是公司对于厂商结合这种新的营销模式（对五粮液来说）的尝试，对于五粮液未来的发展至关重要。

#### 1.4.2. 团购建设渐入佳境

受到茅台团购渠道的“启发”，公司开始发力高端团购市场仅四年左右的时间却取得了非凡的战绩。2010 年公司团购销售收入同比增长 60%，特别是以 XX 大学为切入点的部队团购取得了突破性进展。我们了解到：作为资源有限的五粮液高端产品，在旺季时将优先满足有团购网络的市场，同时公司排定对重点客户的团购层次自上而下分为：部队系统、省部级政府机构以及大型企业。五粮液公司将直接开发和掌控这个层面的客户。小型企业和系统则由运营商开发和服务为主。对于高端团购的产品将以“水晶瓶五粮液”、“五粮液 1618”和“五粮液老酒”为主。

实际上五粮液的团购产品包括两块内容，即高端五粮液产品，还有一块是中价位产品的团购-主要是按照客户要求生产和包装的“定制酒”和“专供酒”。例如：为部队和单位生产的“军区/单位专供酒”，其实这块的量也不小，价格在 150-300 多元。专供酒的团购销售成为公司和经销商双赢的有利武器。同时能够成为饮用型五粮液提价和短缺时一定程度的替代品，也是中价位产品的一个重要市场，成为公司又一重要的利润增长点。

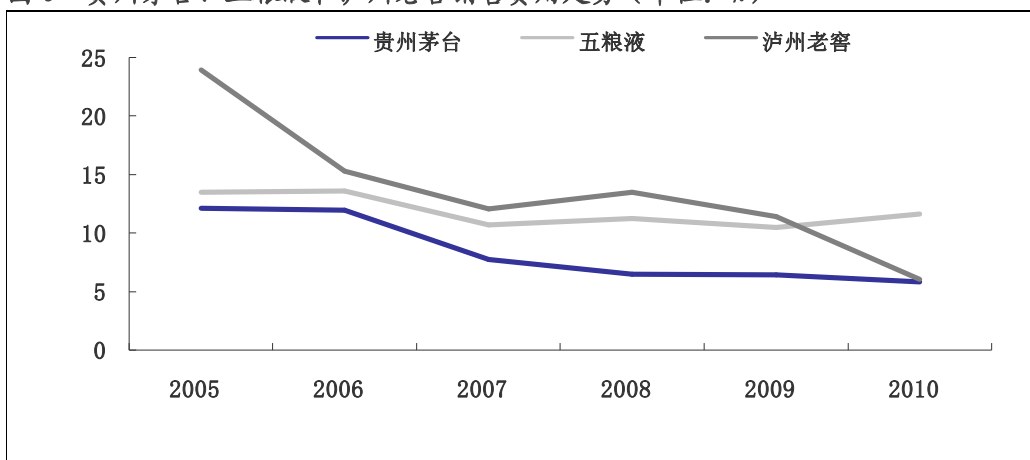
图 2 五粮液当前销售渠道分布



数据来源：安信证券研究中心

我们认为：尽管五粮液掘金高端团购市场较晚，但所幸是终于“觉悟”了，这对公司当前和今后的发展具有战略性的意义。一方面相对于餐饮、商超渠道名目繁多的“苛捐杂税”，以及销售的各种不确定性，结合当前日益盛行的“后备箱文化”，和自带酒水的新餐饮消费方式，作为具备中国白酒超级品牌的五粮液及系列产品本身极具团购“资质”。另一方面由于团购省去了众多中间环节，使得营销效率最高，买卖双方实现双赢。我们相信五粮液作为受众最大的浓香型白酒的第一大品牌，只要意识到团购的重要性，公司就有能力把团购作得有声有色，成为公司营销的重要渠道。预计五粮液产品团购渠道的贡献 2011 年上升到 25% 的份额并无悬念，同比增长 25%。

图 3 贵州茅台、五粮液和泸州老窖销售费用走势（单位：%）



数据来源：Wind 安信证券研究中心

### 1.5. 多香并举，分享酱香盛宴

去年 10 月 8 日，培育了十年之久的五粮液酱香型白酒“永福酱酒-老酱”惊艳亮相，终端价格定位 1380 元，直指 53 度飞天茅台。公司在 2000 年计划发展酱香型白酒当时是从发展战略角度考虑的，作为白酒大王，不仅要在产量上最大，还要在内涵上丰富，即酒种丰富。直到去年才向市场推出，主要是从市场接受程度考虑的。毕竟酱香型白酒的消费量仅占我国白酒市场的 1-2%。这几年在茅台的带动下，酱香型白酒的消费氛围愈渐浓烈，公司顺势推出酱香型产品。定位紧盯茅台只是一个占位动作，由于公司的酱酒还要走量（产能 10000 吨），加之产品的品牌影响力等因素，公司酱香型白酒的定位与郎酒接近。而且公司表示主要精力放在浓香型产品上，所以酱香产品由已经有二十年的合作经历的合作伙伴-银基公司作为总经销。我们认为，公司推出酱香型白酒除了分享当前酱香白酒市场的盛宴之外，还是一个对主要竞争对手茅台的战术干扰型产品，3 年内对公司业绩的贡献有限。

## 2. 公司目前处于“天、地、人”的最佳时期

看好五粮液的另外一方面的原因是公司当前正处于天时、地利、人和的又一最佳时期。

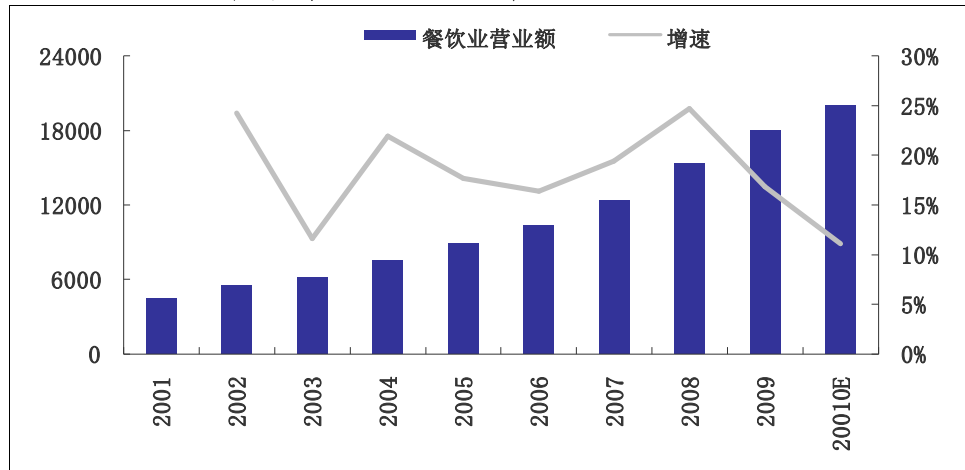
### 2.1. 天时

#### 2.1.1. 餐饮消费快速增长，带动白酒消费

按照中国的饮食文化习惯，餐饮宴请在社会活动中占据极为重要的作用。因此餐饮业自然成为了我国白酒消费的主要载体。白酒的社交属性使其充当了人际关系、政商沟通的润滑剂和催化剂。相关调研表明，在中国城镇约 70-80%的白酒消费是在朋友聚会、商务往来、政务活动等餐饮环节实施，因此餐饮收入于白酒消费的相关度高达 0.98。

统计数据表明 2001-2005 年，我国餐饮消费每年增加 1000 亿元，最近 3 年每年增加 2000-3000 亿元。根据中国烹饪协会的统计，我国餐饮消费已经连续 18 年保持 2 位数的高增长，而且这种增长趋势还将延续 3-5 年。

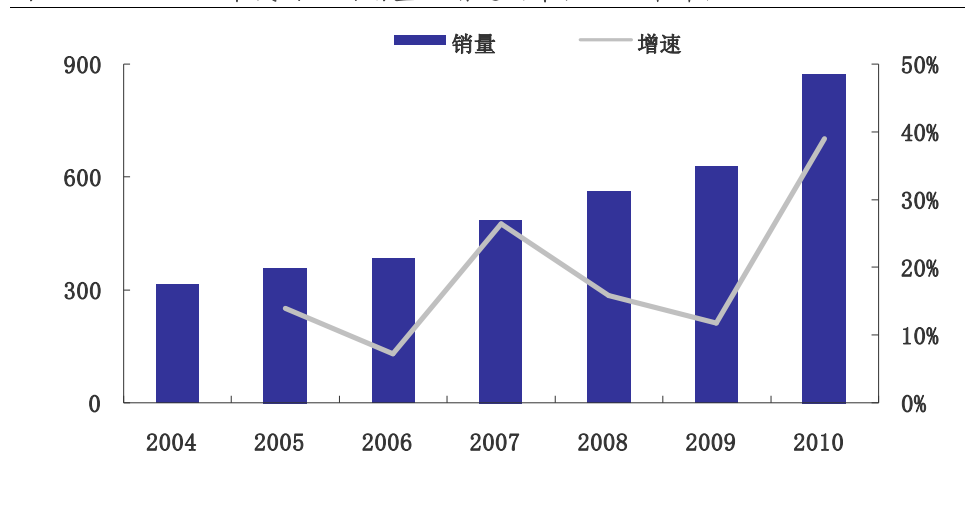
图 4 2001-2010 年我国餐饮业营业额（单位：亿元）



数据来源：《中国餐饮年鉴 2008-2009》 安信证券研究中心

与餐饮行业的快速增长相应，自 2007 年开始我国白酒的销量增速始终保持在 2 位数以上，预计未来 3-5 年白酒行业的销量增速仍能保持在 10% 左右。

图 5 2004-2010 年我国白酒销量及增速（单位：万千升）



数据来源：国家统计局 安信证券研究中心

从 21 世纪开始到未来相当长的一段时期，我国餐饮消费处于由小康型向享受型转变阶段。随着餐饮消费级别的提升，白酒消费档次也在不断攀升。餐饮消费高速增长同时带动了白酒消费的升级。当然其背后的推动力量则是我国经济的持续快速地增长，国家财政税收的连续大幅提升以及居民人均可支配收入的提高，加之人们消费观念的转变等因素。

表 4 我国餐饮消费升级

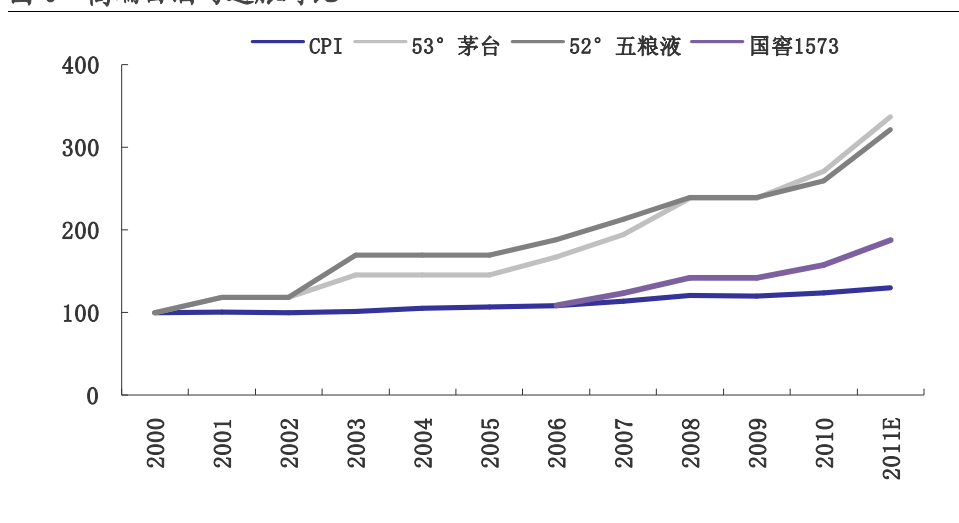
	第一次	第二次	第三次
时间跨度	新中国成立之初至改革开放前	改革开放至 20 世纪末	21 世纪初至今
城市消费方式	温饱型	温饱型向小康型转变	由小康型向享受型转变
农村消费方式	温饱型	温饱型向小康型转变	温饱型向小康型转变，个别发达地区升级到享受型消费
消费级别	十元级	百元级	多元化，部分向千元级、万元级升级，部分走向价廉物美
持续时间	30 年左右	30 年左右	数十年以上

数据来源：《关于中国餐饮消费研究》-荆林波 安信证券研究中心

### 2.1.2. 受益通胀，酒企顺势提价

由于高端白酒利润丰厚，消费者对价格不敏感，因此它们在通胀背景下涨价，实际上更多的是以“通胀的名义”顺势提升品牌地位和争夺定价权。当一线名酒价格提升到一个新高度时，为有品牌实力的二线名酒留下了跟进的空间。因此，虽然通胀也给二线品牌的酒企造成了一定压力，但带给它们更多的是提价补位的机会。由于当前我国劳动力成本不断攀升，且国际、国内粮食等大宗商品的价格居高不下，通胀似乎已经成为我国经济发展的常态，但对于高端和次高端乃至中端白酒来说反而是一个提价占位的好机会。

图 6 高端白酒与通胀对比



数据来源：安信证券研究中心

我们以 2000 年为基数（国窖 1573 为 2005 年）参照相应的 CPI 走势经过数据处理后清晰地注意到：高端白酒的提价幅度远远超越 CPI 的增长速度。

### 2.2. 地利

从小范围看公司地处长江上游的美丽城市-宜宾。这里的气候四季温润、水质甘美、粮食作物丰富，拥有集气候、水源、土壤“三位一体”的天然生态环境，为酿制纯正优质白酒提供了得天独厚、不可复制的环境。从大的方面说，公司地处享有“天府之国”之称的四川省，作为物产丰饶的农业大省，白酒历来是全省经济的支柱产业，四川省的白酒产销量占到全国的 1/3。这里除了著名的“六朵金花”之外，还有丰谷、高洲、小角楼和江口醇等小有名气的川酒二线品牌。2010 年，四川省白酒行业的销售额突破 1000 亿元大关，提前 2 年完成了千亿元的目标。2004-2009 年四川白酒的年均销售增速高达 27.91%。按照全省“十二五”的发展目标，到 2015 年全省白酒企业的销



售额要再增加 1000 亿元。2008 年四川省委书记刘奇葆到宜宾视察时就提出要努力建设“长江上游名酒经济带”，打造“中国白酒金三角”，建设中国白酒“波尔多”。四川省委常委、省国资委书记、省工业化城镇化工作领导小组组长王少雄为分管负责人，以省经信委为总执行机构，总体掌控和协调各地市资源，有效地打破了行政割据，实现全省资源总协调。而五粮液正是“白酒金三角”的核心。我们相信五粮液这样的行业龙头公司、利税大户必将得到省委、省政府政策上的支持乃至倾斜—例如：未来公司进行的行业整合、保证酿酒原粮的订单农业优惠政策等。

图 7 白酒金三角地貌

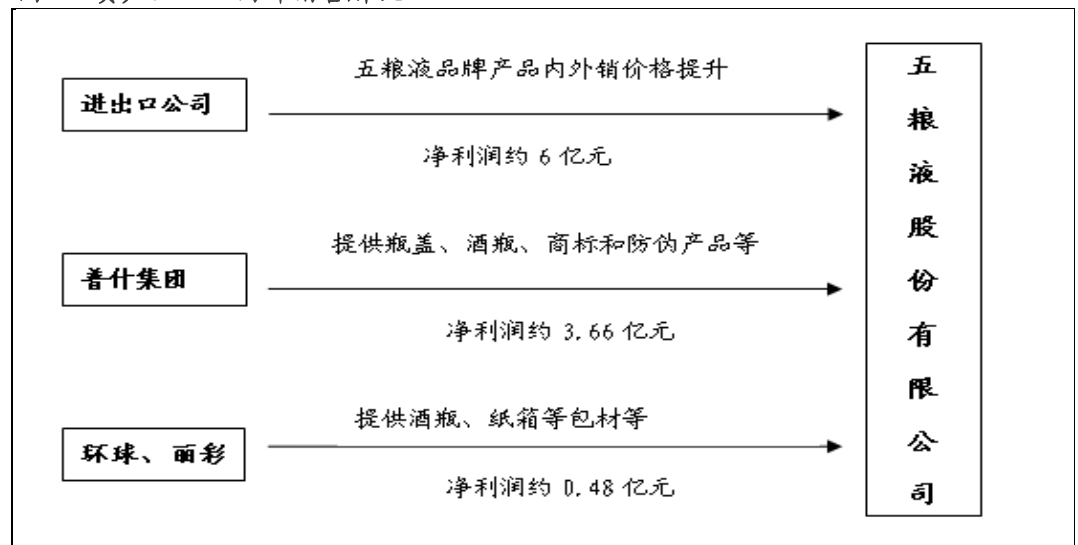


数据来源：公司网站 安信证券研究中心

### 2.3. 人和

2009 年是公司发展重要的一年，先是 4 月份将普什 3D，普光以及环球格拉斯的酒业相关资产注入股份公司；7 月份宣布成立合资的销售公司取代进出口公司销售五粮液酒，股份公司拥有销售公司 80%的股份；“调查门”事件后宣布股份公司单方面增资，持股比例上升至 95%，至此公司上市以来饱受市场诟病的关联交易问题基本得到圆满解决。自 2010 年开始宜宾市国资委对五粮液股份公司的高管的引入市值考核，目前股权激励计划也在酝酿之中。

图 8 资产注入、内部销售解决



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

另外，历经 4 年的过渡期，五粮液掌门人的更替进入正式程序。五粮液股份公司董事长唐桥先生成为五粮液集团董事长的人选，并征集各方意见。完成一系列程序后，五粮液曾经的灵魂人物 65 岁的集团董事长张国春先生正式退出一线领导岗位。我们认为这些预示着五粮液公司即将进入股份公司与集团分治、酒业并购扩张、快速发展的



新时代。

### 3. 盈利预测和投资评级

公司在 2011 年的经营计划中强调今年的主要目标是总销量提高至少 20%，大力支持已有产品五粮春、五粮纯、六和液和尖庄，因此上述产品的销售增速将达到约 30%。结合公司高端产品当前市场价格情况和实现厂商联合、决策前移等一系列给力中低端产品营销体制改革，同时公司正处于天时、地利、人和的又一最佳发展时期，我们判断公司未来几年将掀起发展建设的新高潮。同时由于公司目前估值水平正处于历史较低水平，极具安全边际，整体向上的趋势开始确立，未来的成长空间大。建议从全局和长远发展的战略高度重新审视五粮液。我们预计公司 2011-2013 年的销售收入分别增长 21.30%、29.40%和 20.40%，EPS 分别为 1.52 元、2.01 元和 2.50 元，对应 21、16 和 13 倍 PE。考虑到公司的行业龙头地位以及未来 3-5 年的快速发展势头，我们给予公司 2011 年 28 倍 PE，6 个月的目标价为 43 元，调高投资评级为买入-A。

表 5 盈利预测 (单位: 吨, 万元)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总销售(吨)	84455	104390	122769	134235	146520
高端(吨)	11288	13725	15308	16503	18102
五粮液	10406	12799	14335	15482	17030
中低档(吨)	73167	90665	107461	117732	128418
销售收入(万元)	1112451	1554088	1884601	2438860	2937549
高端(万元)	911867	1318583	1589881	2086693	2518607
五粮液	863357	1267139	1532731	2023205	2448078
中低档	200584	235505	294721	352168	418943
成本(万元)	363137	488098	588940	740639	887823
五粮液	172671	253428	306546	404641	489616
中低端	175912	216664	265249	316951	377049

数据来源: 安信证券研究中心

表 6 白酒行业主要公司盈利估值表

代码	简称	最新日期	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率				CAGR 10-12	PEG 10-11
				09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E		
000568	泸州老窖	2011-4-1	43.84	1.20	1.92	2.23	2.78	36.53	22.83	19.66	15.77	32%	0.61
000596	古井贡酒	2011-4-1	75.36	0.60	1.33	2.00	2.75	125.60	56.66	37.68	27.40	66%	0.57
000858	五粮液	2011-4-1	31.81	0.86	1.15	1.52	2.01	36.99	27.66	20.93	15.83	33%	0.64
002304	洋河股份	2011-4-1	207.60	3.04	7.00	9.65	12.48	68.29	29.66	21.51	16.63	60%	0.36
600519	贵州茅台	2011-4-1	179.46	4.57	5.35	7.41	8.99	39.27	33.54	24.22	19.96	25%	0.96
600702	山西汾酒	2011-4-1	61.08	0.82	1.14	1.77	2.49	74.49	53.58	34.51	24.53	45%	0.77

数据来源: 安信证券研究中心

### 4. 风险

白酒营销市场激烈的市场竞争使销售充满不确定性;

公司为使中低档产品在竞争中处于优势地位,加大费用投入导致公司净利润的增幅与销售收入的增长不匹配;

白酒行业中食品安全问题使行业充满系统性风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

					单位	百万元	模型更新时间			2011-4-1	
利润表					财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	11,129.2	15,541.3	18,846.5	24,389.3	29,376.3	成长性					
减: 营业成本	3,860.7	4,863.2	5,889.6	7,406.6	8,878.5	营业收入增长率	40.3%	39.6%	21.3%	29.4%	20.4%
营业税费	798.6	1,392.2	1,696.2	2,195.0	2,632.1	营业利润增长率	88.7%	32.9%	26.8%	32.6%	24.1%
销售费用	1,164.2	1,803.2	2,186.2	2,926.7	3,407.6	净利润增长率	79.2%	35.5%	31.0%	32.5%	24.1%
管理费用	839.0	1,561.9	1,894.1	2,451.1	2,952.3	EBITDA 增长率	89.4%	29.3%	13.5%	29.8%	21.5%
财务费用	-109.7	-192.5	-542.3	-827.0	-1,200.4	EBIT 增长率	97.1%	31.8%	21.7%	31.1%	22.3%
资产减值损失	8.5	15.0	1.1	-0.0	-0.0	NOPLAT 增长率	98.2%	30.5%	22.0%	31.0%	22.3%
加: 公允价值变动收益	15.5	-6.9	0.0	-	-	投资资本增长率	27.3%	-31.3%	-33.9%	-83.6%	-663.2%
投资和汇兑收益	3.1	3.4	3.4	3.4	3.4	净资产增长率	27.3%	26.0%	31.5%	31.8%	29.9%
营业利润	4,586.7	6,094.7	7,725.1	10,240.2	12,709.5	利润率					
加: 营业外净收支	18.9	-24.5	-	-2.0	-	毛利率	65.3%	68.7%	68.7%	69.6%	69.8%
利润总额	4,605.6	6,070.2	7,725.1	10,238.2	12,709.5	营业利润率	41.2%	39.2%	41.0%	42.0%	43.3%
减: 所得税	1,138.9	1,508.2	1,931.3	2,559.6	3,177.4	净利润率	29.2%	28.3%	30.6%	31.3%	32.3%
净利润	3,466.7	4,562.1	5,793.8	7,678.7	9,532.2	EBITDA/营业收入	46.0%	42.6%	39.9%	40.0%	40.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	40.2%	38.0%	38.1%	38.6%	39.2%
货币资金	7,543.6	14,134.5	22,019.6	33,115.9	46,910.6	运营效率					
交易性金融资产	23.7	20.8	20.8	20.8	20.8	固定资产周转天数	182	154	121	92	74
应收帐款	171.6	127.0	154.4	199.8	240.6	流动营业资本周转天数	28	-17	-50	-69	-95
应收票据	1,842.1	2,180.6	2,644.2	3,421.8	4,121.5	流动资产周转天数	356	401	499	556	644
预付帐款	195.7	328.4	489.2	691.4	933.7	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
存货	3,476.8	4,514.8	5,453.9	6,858.7	8,221.7	存货周转天数	90	93	95	91	92
其他流动资产	29.3	63.7	89.5	132.7	171.6	总资产周转天数	555	574	636	657	724
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	226	153	85	31	-17
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	30.0	32.5	32.1	32.1	32.1	ROE	23.8%	24.8%	24.0%	24.1%	23.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.6%	15.9%	15.3%	15.0%	14.2%
固定资产	6,935.9	6,373.5	6,286.8	6,114.0	5,885.5	ROIC	55.0%	56.4%	100.1%	198.4%	1481.6%
在建工程	218.5	514.6	309.4	186.2	112.3	费用率					
无形资产	308.1	299.6	299.7	299.8	299.9	销售费用率	10.5%	11.6%	11.6%	12.0%	11.6%
其他非流动资产	73.7	83.6	89.2	89.5	89.7	管理费用率	7.5%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
资产总额	20,849.1	28,673.5	37,888.6	51,162.7	67,040.1	财务费用率	-1.0%	-1.2%	-2.9%	-3.4%	-4.1%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.0%	20.4%	18.8%	18.7%	17.6%
应付帐款	579.0	844.5	202.7	254.9	305.5	偿债能力					
应付票据	-	56.5	68.4	86.0	103.1	资产负债率	30.1%	35.9%	36.2%	37.8%	38.3%
其他流动负债	5,684.7	9,387.4	13,426.6	18,932.3	25,191.8	负债权益比	43.0%	56.1%	56.8%	60.7%	62.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.12	2.08	2.25	2.31	2.37
其他非流动负债	4.9	19.1	31.0	50.9	68.9	速动比率	1.57	1.64	1.86	1.95	2.05
负债总额	6,268.6	10,307.4	13,728.6	19,324.1	25,669.4	利息保障倍数	#####	-30.67	-13.24	-11.38	-9.59
少数股东权益	305.4	265.1	299.3	344.6	400.8	分红指标					
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	DPS(元)	0.09	0.15	-	-	-
留存收益	10,479.1	14,305.1	20,064.7	27,698.1	37,174.0	分红比率	10.8%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	14,580.5	18,366.1	24,159.9	31,838.6	41,370.8	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	3,466.7	4,562.1	5,793.8	7,678.7	9,532.2	EPS(元)	0.85	1.16	1.52	2.01	2.50
加: 折旧和摊销	683.1	770.1	337.7	347.5	354.2	BVPS(元)	3.84	4.84	6.36	8.39	10.90
资产减值准备	8.5	8.3	1.1	-0.0	-0.0	PE(X)	37.2	27.5	21.0	15.8	12.7
公允价值变动损失	-15.5	6.9	0.0	-	-	PB(X)	8.3	6.6	5.0	3.8	2.9
财务费用	-	-	-	-542.3	-827.0	P/FCF	-	17.6	15.9	11.4	9.1
投资收益	-3.1	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4	P/S	10.8	7.8	6.4	5.0	4.1
少数股东损益	221.9	166.7	34.2	45.3	56.2	EV/EBITDA	22.3	16.3	13.4	9.2	6.4
营运资金的变动	2,381.6	3,311.2	1,804.6	3,122.2	3,960.4	CAGR(%)	30.4%	27.8%	26.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	6,054.0	7,703.1	7,425.7	10,363.3	12,699.2	PEG	1.2	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-4,257.0	-464.5	-28.7	-28.7	-28.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-178.8	-647.8	542.3	827.0	1,200.4	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

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。

## 分析师声明

李铁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
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
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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