

五粮液（000858.SZ）

安全边际+改善空间

我们的观点：

- **考核机制面临本质的变革：**公司近年相对茅台发展的滞后很大程度上源于宜宾市和四川省政府双重交叉管制下的体制束缚，去年至今随着包装、进出口公司资产的陆续注入，以及股权激励提上日程，治理结构正发生本质的变革。随着考核制度逐步由集团过度到上市公司，利润和资源将进一步向上市公司倾斜。宜宾政府要求集团在 2020 年达成千亿收入目标，白酒主业必然成为集团收入增长的主力。
- **加强成本费用管理，降低消费税影响：**消费税对利润的侵蚀能够通过加强成本和费用管理消化，总体不会对利润造成太大的影响；这也符合国税局的政策导向。对于提价，由于五粮液批发价、零售价和出厂价差相对茅台还不够大，不利于提高经销商积极性；在有涨价预期下，鼓励经销商上提终端价格。尽管税务总局有文，但定价权在企业，国家不会过多干预市场行为，但公司认为目前并非提价的最好时机。
- **渠道结构逐步改善：**近年五粮液的销售模式也在积极变化，直接帮助经销商深入一线，承担一些促销费用，并设置配送中心。在新模式的探索下，五粮醇上半年销量录得较大幅度的增长。此外，公司和经销商均表示团购业务基数较低，增长很快；尤其针对海陆空军、国防大学等现有和潜在军务市场的发展势头良好。国庆期间亦针对阅兵方阵专门设计了一款阅兵酒，将进一步加大军务消费中的影响力。
- **发力中端，高端放量可期：**上半年中端酒销量增长了 10%-20%，中端市场的逐步成长为高端酒的放量提供了支持。中端酒的集中度低，无强势的全国性品牌，公司自身的品牌建设面临区域强势白酒企业的激烈竞争和漫长的品牌培育期，因此有动力迈开扩张的步伐。
- **首次给予买入评级：**随着股价的回调，目前公司的市值仅有茅台的六成，市值明显偏低。我们预计 09 年和 10 年的 EPS 分别为 0.756 元和 1.02 元，对应的 PE 分别为 28.6x 和 21x。由于我们的预测仍建立在相对保守的消费税假设上，实际业绩很可能超出预测值；给与 10 年 30x 的相对估值，公司的目标价为 30.7 元；给与“买入”的评级；近期的股价已回调至前期成立销售公司后涨停的下方，安全边际明显，改善空间大，为投资者提供了好的介入机会。

风险因素：

- 进出口公司的真实利润难以有效量化
- 近期加强酒后驾车监测，餐饮消费普遍下滑 15%-30%
- 宏观经济复苏低于预期

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

林 静

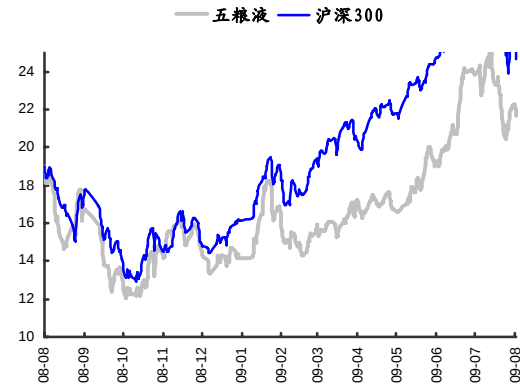
食品饮料行业分析师

8621-63325888 × 6077

linjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持（首次）
股价（2009 年 8 月 28 日）	22.55 元
目标价格（6 个月）	30.7 元
总股本/A 股（万股）	379597/379554
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告日期	2009 年 8 月 30 日

股价表现



财务预测

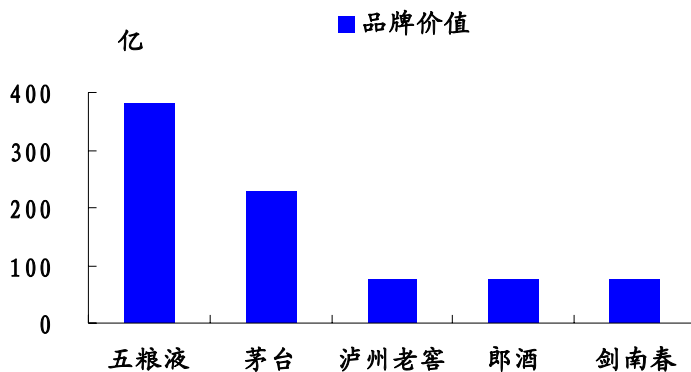
	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7933	11537	14940	16914
主营业务利润	3,749	5,852	7,731	9,089
净利润（百万）	1829.7	3067.4	4154.2	5021.1
每股收益（元）	0.477	0.756	1.023	1.237
每股经营现金	0.520	0.591	1.062	1.339
市盈率(X)	47.3	28.6	21.1	17.5
市净率(X)	7.5	6.0	4.9	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

品牌价值领先

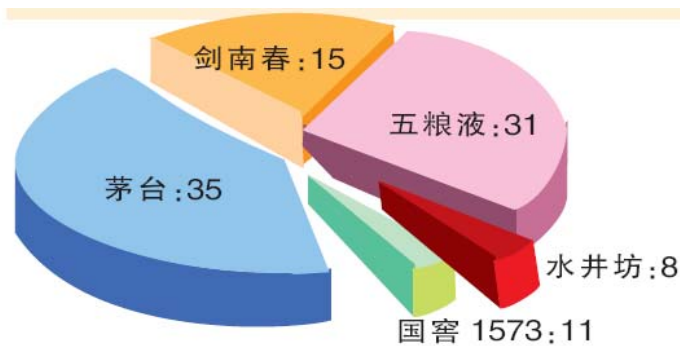
五粮液对于中国白酒行业的名酒化消费做出了不可磨灭的贡献，在上世纪 80 年代末率先引领进入行业提价潮流，亦长期树立起了五粮液品牌的高端形象。在几十年的沉淀中，五粮液形成了巨额的品牌价值：在世界品牌实验室公布的 08 年中国最具影响力的 500 品牌中，五粮液名列 21 位，品牌价值高达 379.22 亿。在 08 年 12 月信息时报刊登的白酒高端品牌认可度调查中，五粮液位列第二，和第一名的茅台差距不大。

图 1 世界品牌实验室公布的 08 年品牌价值



资料来源：世界品牌实验室

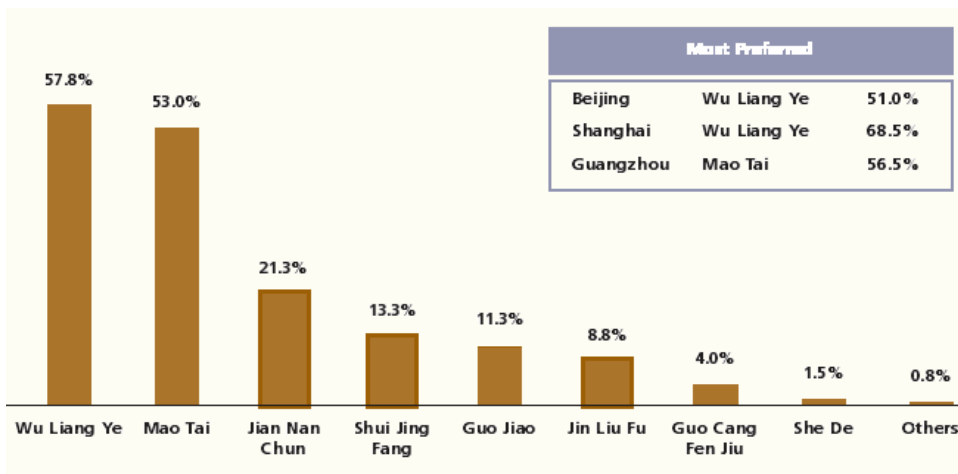
图 2 五大消费者最认可的高端白酒品牌



资料来源：信息时报

由于具备浓香型的大众化口感，五粮液在商务人士心中的认同率更高；万事达中国富裕阶层的调研报告显示，五粮液在京、沪、广三地的品牌认可度均过半数。

图 3 万事达中国富裕阶层最喜爱的白酒品牌

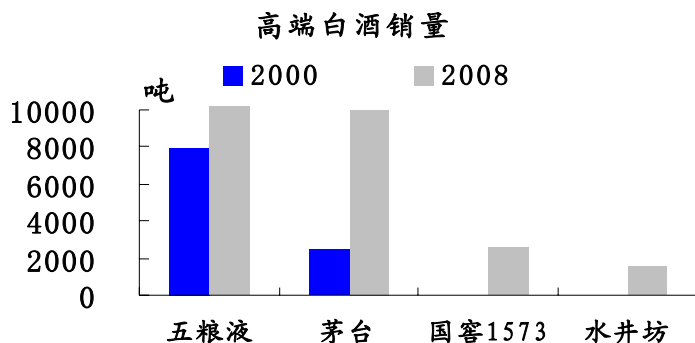


发力中端，高端放量可期

05 年公司对销售管理进行较大的改革，取消原 31 个销售直属区的管理模式，组建三大品牌事业部的新管理模式：五粮液品牌（负责五粮液珍品、精品、豪华和饮用四个档次的产品、五粮液老酒、五粮液 1618 和六和液）、买断品牌事业部、自销品牌事业部。新的营销体系，针对了以往终端价格不好理顺，串货难管理，销售员考核难度大等问题，有利于理顺终端价格，方便市场管理。

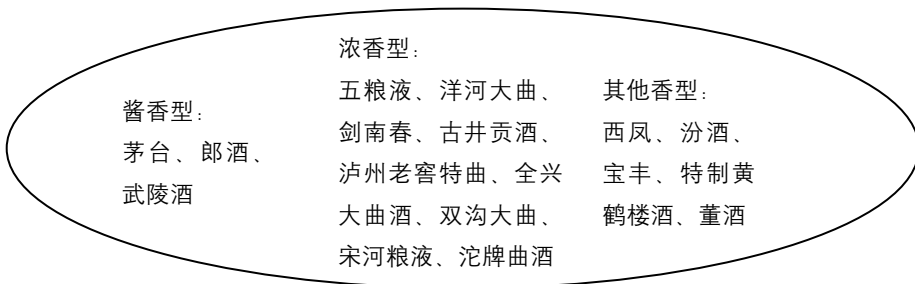
这几年系列酒产量的压缩使得高端五粮液的产量受限，在中国高端白酒中的市场份额明显下滑；在浓香型工艺中，要提高优质酒的产量，中端酒必须同步放量。中端酒并无强势的全国品牌，公司自身的品牌建设面临区域强势白酒企业的激烈竞争，因此浓香型白酒企业最有动力迈开资本扩张的步伐。

图 4 我国高端白酒产量



我国浓香型白酒消费比例高达 70%-80%，第五届名酒评选出来的十七种名酒中有九种隶属浓香范畴，相通的工艺和类似的口感使得基酒的共用成为可能。

图 5 第五届中国名酒目录

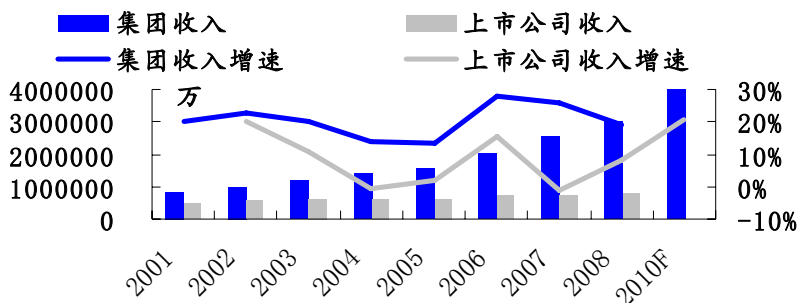


考核机制面临本质变革

五粮液近年相对茅台发展速度的减缓很大程度上归结于宜宾市和四川省政府的双重交叉管制，不仅受到许多条框的束缚，考核指标亦立足于五粮液集团而非上市公司。

这一方面导致集团的多元化发展。集团在 01-08 年间的收入复合增速高达 20.4%，远高于上市公司的 7.6%。上市公司酒类业务的上游包装资产和下游进出口销售公司都由集团设立，通过大量的关联交易向集团输送利润。

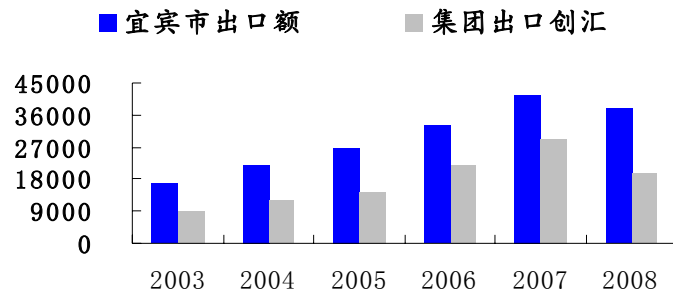
图 6 集团和上市公司收入对比



资料来源：东方证券研究所

另一方面，集团出口创汇占宜宾市全部出口额的 50% 以上，出于创汇指标的压力，集团不断加大酒类出口，造成低价产品回流，扰乱了国内的销售体系。

图 7 集团历年出口创汇额



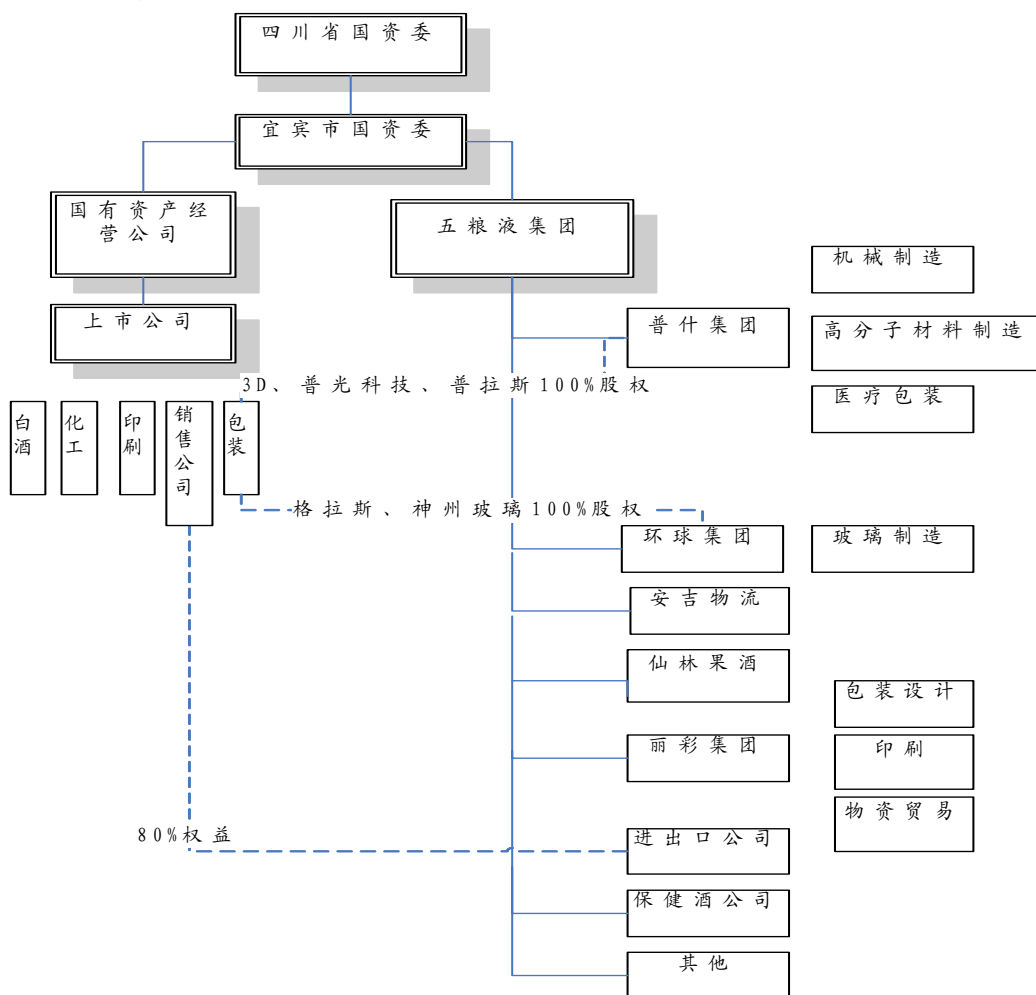
资料来源：东方证券研究所

原宜宾市副市长唐桥就任董事长后，在四川省证监会的指引下，解决历史关联交易的议案被正式提上日程，公司的治理结构正逐步改善：

表格 1 公司近两年治理结构逐步改善

07 年 4 月	唐桥就任董事长
07 年 11 月	四川证监局于以川证监上市[2007]78 号“函对股份公司的法人治理提出了进一步整改的建议
08 年 2 月	公司董事会正式公告将整合五粮液集团所属的部份酒类相关资产,三年内逐步将五粮液集团公司中与上市公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来,预计 2010 年底内整合完成
08 年 11 月	部分相关包装资产进入上市公司
09 年 7 月	与集团共同成立销售公司并控股进出口公司 80%股权

图 8 集团和上市公司组织架构

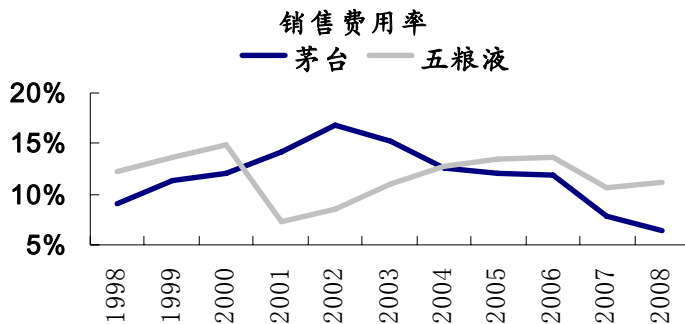


集团指标考核制度的缺陷也得到了国资委的重视，考核指标有望年内由集团转移至上市公司；原先困扰集团的利润输送和出口回流等问题将进一步得到解决。而随着治理结构的健全，股权激励事项也提上日程，川内上市公司中排在泸州老窖之后，与四川长虹同步。

渠道建设向多元扁平化发展

为了解决高低端挂钩销售的价格混乱现象，五粮液 03 年起将中、低端酒的销售与主品牌脱钩；由于存在系列酒的压力，在渠道上更依赖于经销商，需要承担品牌开发的费用。相比于茅台将经销商化大为小的扁平化趋势，两者的销售费用率呈现不同的走势。07 年公司大幅压缩了低档酒的销量，节约了大量的销售开支，营业费用率也开始回落。

图 9 销售费用率对比



资料来源：公司报表

图 10

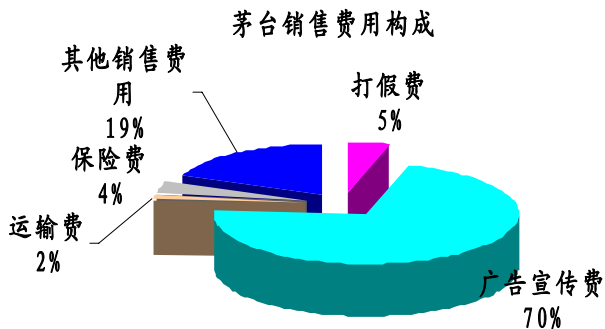
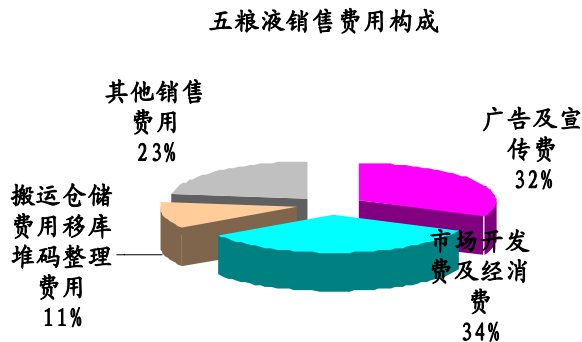


图 11

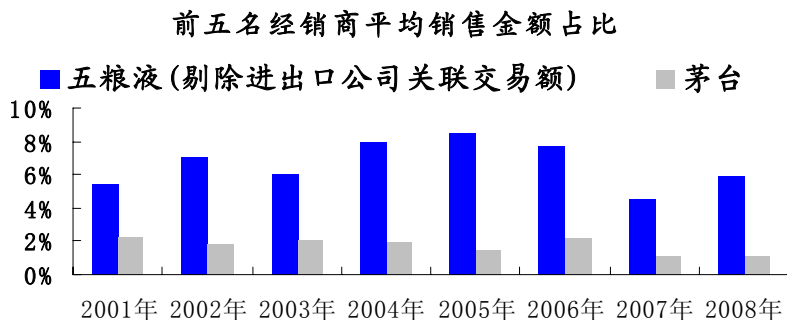


资料来源：公司报表

近年五粮液的销售模式也在积极变化，直接帮助经销商深入一线，承担一些促销费用，并在全国范围内构建数个配送中心。在新模式的探索下，五粮醇上半年销量就录得较大幅度的增长。此外，公司团购业务目前基数仍然较低，增长很快；尤其针对水军、国防大学等现有和潜在军务市场的发展势头良好；今年针对国庆阅兵方阵专门设计了一款阅兵酒，将进一步扩大在军务消费中的影响力。在剔除了与进出口公司酒类业务的关联交易额后，公司前五大（2005 年后为前四大）经销商的平均销售金额占比近两年反而有所下降。

随着治理结构的改善，五粮春等品牌总经销模式背后的利益关系亦有可能逐步理清，这可能打破产品的增长瓶颈，进一步释放品牌活力。

图 12 经销商销售集中度对比

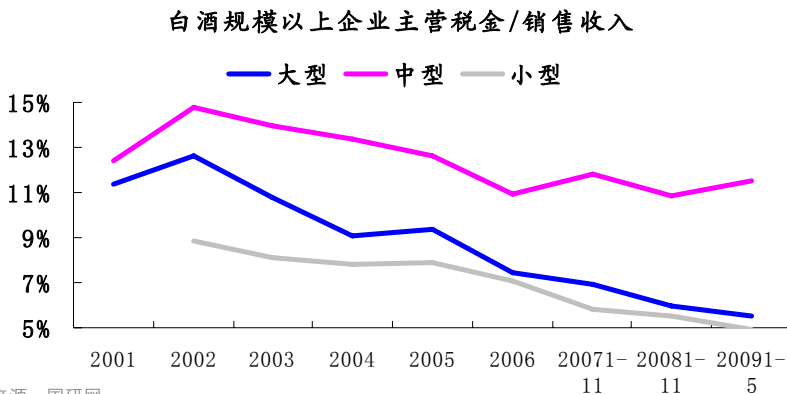


资料来源：公司报表

消费税影响可能小于预期

按理论测算消费税对五粮液净利润的影响（假设全年）在 20%以上但实际情况很可能小于预期——是企业能够通过自身加强成本和费用管理来消化这也符合国税局的政策导向。二是国家对大型企业的纳税态度可能较中、小企业更为宽松。

图 13 分规模白酒企业主营税金率



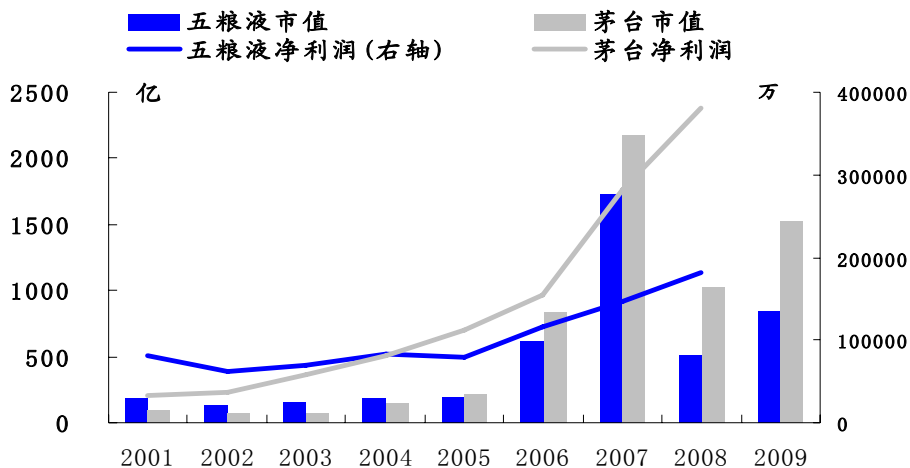
资料来源：国研网

由于五粮液批发价、零售价和出厂价差相对茅台还不够大不利于提高经销商积极性；在有涨价预期下敦促经销商把价格往上提了 40 元目前 52 度水晶瓶的零售价格约 638 元。对于白酒企业的提价行为尽管税务总局有文但定价权在企业国家应该不会过多干预；但公司认为目前并不是提高出厂价的最好时点。

进出口公司利润测算

05 年通过进出口公司结算后，五粮液的净利润开始被茅台逐步超越，08 年的净利润只有茅台的一半；目前其市值仅有茅台的 0.56。

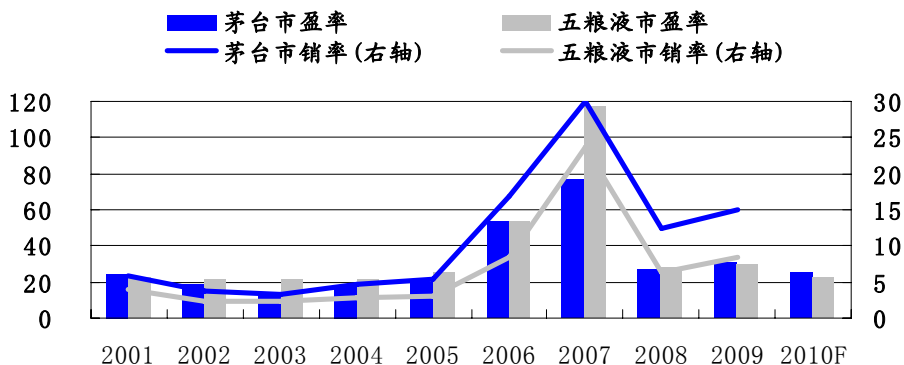
图 14 茅台、五粮液市值和估值比较



资料来源: WIND

出于资产注入的预期,五粮液的市盈率在 07 年之前始终高于茅台,之后由于五粮液 08 年报业绩大幅低于预期,两者的估值趋于同步。

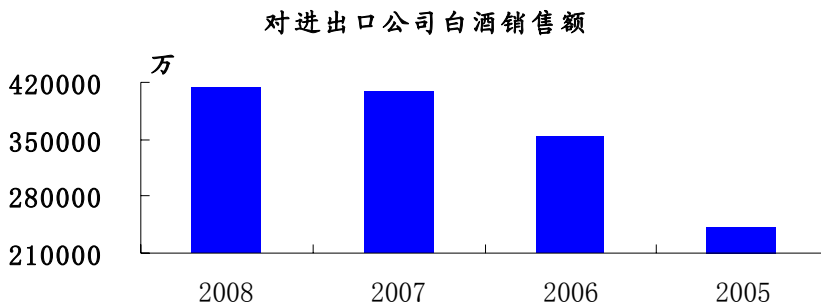
图 15 茅台和五粮液估值对比



资料来源: WIND

08 年进出口公司的国内白酒关联交易额为 39.7 亿;按照 318-368 元的结算价格,进出口公司的销量约为 5000-6000 吨;占国内销量 9000 吨的 2/3。依次假设下,对公司 09 年业绩的贡献在 0.1-0.13 元之间。

图 16 关联交易额



资料来源：公司报表

表格 2 08 年进出口公司利润测算

结算价 (元)	和出厂价 差	销量 (吨) = 销售 额/结算价	净利润 (万) = 价 差*销量*85%* (1-25%)		09 年 EPS	10 年 EPS
			80%权益		增厚	增厚
368	101	5391	69,425	55,540	0.07	0.146
348	121	5701	87,952	70,362	0.09	0.185
338	131	5870	98,038	78,430	0.10	0.207
318	151	6239	120,113	96,090	0.13	0.253

附表：财务报表预测与比率分析
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7933	11537	14940	16914
增长率	8.2%	45.4%	29.5%	13.2%
主营业务成本	3618.07	4777.29	5843.50	6233.61
%销售收入	54%	59%	61%	63%
毛利	4,315	6,760	9,096	10,680
%销售收入	45.61%	41.41%	39.11%	36.86%
营业税金及附加	565.75	908.00	1365.18	1590.80
%销售收入	7.1%	7.9%	9.1%	9.4%
营业费用	890.83	1036.78	1299.74	1454.59
%销售收入	11.2%	9.0%	8.7%	8.6%
管理费用	588.99	801.49	1037.83	1158.07
%销售收入	7.4%	6.9%	6.9%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	2271.01	3973.74	5379.43	6469.87
%销售收入	28.6%	34.4%	36.0%	38.3%
财务费用	-159.95	-116.08	-159.51	-225.00
%销售收入	-2.0%	-1.0%	-1.1%	-1.3%
营业利润	2431.1	4089.8	5538.9	6694.9
营业利润率	30.6%	35.4%	37.1%	39.6%
营业外收支	-31.97	0.00	0.00	0.00
税前利润	2399.2	4089.8	5538.9	6694.9
利润率	30.2%	35.4%	37.1%	39.6%
所得税	569.46	1022.46	1384.73	1673.72
所得税率	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1829.7	3067.4	4154.2	5021.1
少数股东损益	19.01	199.38	270.02	326.37
归属于母公司的净利	1810.7	2868.0	3884.2	4694.8
净利率	22.8%	24.9%	26.0%	27.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1810.7	2868.0	3884.2	4694.8
非现金支出	435.9	486.0	462.7	458.7
非经营收益	1.3	-116.1	-159.5	-225.0
营运资金变动	-294.3	-1193.5	-427.6	-173.9
经营活动现金净流	1972.6	2243.8	4029.8	5080.9
资本开支	-106.0	-60.0	-60.0	-60.0
投资	0.5	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-105.5	-60.0	-60.0	-60.0
股权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
债权募资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他筹资有关现金	-2.5	0.0	0.0	0.0
股利、偿付利息	0.0	-457.5	-617.3	-714.0
筹资活动现金净流	-2.5	-457.5	-617.3	-714.0
现金净流量	1864.6	1726.3	3352.5	4307.0

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	5925.4	7651.7	11004.2	15311.1
应收款项	633.8	1990.3	2577.2	2917.7
存货	2076.9	2498.9	2903.8	2950.1
其他流动资产(预付)	106.4	145.4	179.5	199.2
流动资产总计	87.4	122.9	166.6	213.8
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	27.5	27.5	27.5	27.5
固定资产	4662.1	4267.8	3870.8	3471.1
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	60.9	55.5	63.7	71.6
其他非流动资产	4.4	4.4	4.4	4.4
非流动资产总计	47.5	43.6	39.7	35.7
%总资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	13497	16642	20631	24953
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	1175.2	1551.7	1898.1	2024.8
其他流动负债	865.3	1122.9	1388.6	1501.5
流动负债总计	20.4	26.7	32.9	35.3
长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总计	2040.5	2674.6	3286.7	3526.3
普通股股东权益	11380.1	13674.5	16781.8	20537.6
少数股东权益	75.9	275.2	545.3	871.6
负债股东权益合计	13496	16624	20614	24936
	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标				
每股收益	0.477	0.756	1.023	1.237
每股净资产	5.176	2.998	3.602	4.421
每股经营现金净流	0.520	0.591	1.062	1.339
回报率				
净资产收益率	15.91%	20.97%	23.15%	22.86%
总资产收益率	13.42%	17.23%	18.83%	18.81%
增长率				
主营业务收入增长率	8.25%	45.43%	29.49%	13.21%
EBIT 增长率	8.65%	74.98%	35.37%	20.27%
净利润增长率	23.27%	67.64%	35.43%	20.87%
总资产增长率	16.63%	23.29%	23.97%	20.95%
资产管理能力				
应收账款周转率	230.7	19.4	11.3	10.6
存货周转率	1.7	1.9	2.0	2.1
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
偿债能力				
资产负债率	15.12%	16.07%	15.93%	14.13%

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

林静 食品饮料行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力以勤勉的职业态度独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因不因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn