



食品饮料/必需消费

五粮液 (000858)**五粮液：2010 年快速增长，估值低****——五粮液投资者见面会纪要**

 **胡春霞**
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880208060347

本报告导读：

五粮液计划销量增长 10、11 年分别为 2000 吨，收入实现 20% 增长，开始考虑中档酒的发展。市值考虑有利于督促公司提升市场形象。

事件：

- 5 月 13 日，五粮液在北京举行了投资者见面会，交流公司经营情况与未来经营计划。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：32.00

上次预测：36.00

当前价格：25.30

2010.05.14

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.22-32.65
总市值 (百万元)	96,038
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,796/3,796
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	19
日均成交值 (百万元)	533

52 周内股价走势图**相关报告**

《五粮液公司 2010-05-13 调研提纲》	2010.05.06
《销量实现预期，税费有所升高》	2010.04.26
《利润增长和估值回落凸显投资价值》	2010.03.22
《提价预期提前实现 推动股价上涨》	2010.01.15
《转危为机，整改推动五粮液价值回归》	2009.12.23

评论：

- 公司对经营状况分析。**2009 年公司销售收入 111.29 亿元，同比增长 40.29%，净利润 34.67 亿元，同比增长 89.47%，2009 年 4 月份公司实施了酒类相关资产的收购，7 月份又设置了销售公司，解决了大量的管理交易。证监会对公司的立案调查促进了公司的整改。2009 年公司销售商品酒 8.45 万吨，同比增长 11%，品牌价值 472 亿元，居中国最有价值品牌第 12 位，2009 年公司获得中国品牌常青大奖，省级技术中心向国家级技术中心升级。一季度公司销售五粮液系列酒 2.98 万吨，其中五粮液 3995 吨，同比增长 7.74%，五粮春 1916 万吨，同比增长 11.07%，五粮醇 3734，同比增长 18.44%，除了浏阳河外，金六富、尖庄等销量都有不同程度增长。
- 生产经营目标：销量、收入增长 20%，保证稳定的业绩增长。**公司预计 2010 年销售收入、净利润都能实现 20% 的增长。预计系列酒销量达到 11 万吨，比 2009 年的 8 万吨增加 3 万吨，其中五粮液销售 12000

请务必阅读正文之后的免责条款部分

吨, 增长 2000 吨, 五粮春 6000, 五粮醇 15000 吨, 六合液 900 吨。公司计划所有产品销量在去年基础上增长 20%, 不过唐董事长也表示估计系列酒可能达不到如此高的增速, 但是五粮液要确保 20% 的增长。生产方面, 公司今年产量增长很大, 1 季度的开门红完成得非常好。公司要对 1 季度的销售、生产部分进行奖励。总体上, 公司希望能保持比较稳定的业绩增长。

- **市值的考核问题。**公司表示宜宾市今年第一次对公司实施了市值的考核, 在薪酬方案中公司领导的年薪与市值挂钩。基于此, 我们相信公司领导对资本市场会更加重视, 并且对于预期管理会更加明确。
- **五粮液放量问题。**五粮液生产能力是没有发挥的。现在公司希尧尽力把现有的能力充分发挥。今年恢复老窖池, 并为明年老窖池的恢复打好基础。现在很多公司都在建酒窖, 公司也要为明年车间的恢复做准备。五粮液的优质率要按照 3-5% 增加, 明年量的增长也不会低于 2000 吨。公司表示 1 季度销售情况非常好, 报表的销量增长只有 7.74% 主要是因为还了部分欠经销商的货。由于今年 1 季度生产状况良好, 公司可以还部分欠货, 照此看来, 今年实际发货量将会增加不少。
- **预收账款有望实现较稳定预期。**去年因为涨价, 经销商打了很多款, 公司目前已经停收五粮液的货款, 2 季度会把一些欠的货还了, 因此预收款会下降。因为经销商很多都是贷款的, 资金有成本的, 如果出现资金承受不了的话可能会出现对终端的管理不利的举措, 因此公司也希望未来预收款保持在一个月左右, 所以以后预收款会减少, 确认的收入和利润将增加。
- **消费税问题。**公司去年消费税增加了 1.8 亿, 今年肯定还要增加。公司 1 季度消费税税率 8.06%, 公司并没有对此数据作过多的预测, 但是表示与贵州茅台的税率差距 10 个百分点左右是由于工艺决定的, 泸州老窖也仅仅为 6.45%。公司也已经就此向国家税总做了反映。
- **高档白酒行业会保持一定增长, 但是增速应该没有中低价位酒增长快, 今年开始考虑又要发展中低价位酒。**公司认为未来高档白酒销量会有一定比例的增长, 但是从某种意义上说, 肯定没有中低价白酒增长快。因为一方面消费高档白酒的人群是有限的, 另一方面消费中国内党政机关和军队的人很多, 消费会受到一些国家政策的影响, 80 年代就出现过名酒名烟不能上宴席, 前年信阳也出过文件限制上名酒, 现在北京有些部门也在对价格太高的酒种消费进行限制, 其中包括一些银行等。再者, 对于涨价, 公司表示也应该思考, 涨得越高, 越可能国家和政府部分出台些限制措施。从品牌上看, 公司认为未来中国白酒的一线品牌不会多于 3 个, 随着时间推移和消费者的理性饮酒, 市场对五粮液会进一步认同, 五粮液几十万吨基酒才有可能保证五粮液的质量。同时, 公司认为中低价位未来发展会很大, 因此今年要开始考虑发展中低价酒, 预计中低价位的五粮醇明年能达到 10 个亿左右的销售收入。
- **团购占比 10% 以上, 仍是发展方向之一。**3 年以来公司对加强团购做了大量的工作, 08 年走访了全国 7 大军区。目前公司团购占比 10% 以上, 以后团购还是大方向, 团购价格对企业没有优惠, 对军队稍有些优惠。
- **一季度管理费用增加来自工人工资增加和奖金发放。**公司去年生产、销售和盈利完成得好, 所以对工人 3 年以来第一次涨工资, 也发放了一些奖金。照此分析, 我们判断未来 2 个季度公司的管理费用率应该能有所下降。公司希望做到企业强、员工富。
- **永福酱酒问题。**公司表示 99 年开始就在思考做酱香型白酒了, 目前公司酱香型白酒生产能力已经达到了 2.7 万吨, 目前公司产品还没有上市, 下周还要对酱酒的营销策略等做出专门的研究。在销售原则上是以五粮液为主体, 总经销经营。同时公司表示, 今后白酒的发展要满足不同消费者的需要, 作为中国酒业大王, 公司未来还有可能发展兼香型白酒, 与目前的保健酒、果酒等一起完善公司产品体系。
- **关于白酒行业并购的看法: 并购是个趋势。**现有 3 万多家白酒企业, 600 多万吨酒, 单个企业的平均规

模不大，行业中的品牌集中度应该是要上升的，四川可能以后会是率先增和，四川省委提出了要打造白酒金三角的规划。

- **窖池的问题。**1、尹家 16 口窖池，占公司老窖比重小，公司 501 车间有老窖 300 余口。2、是上市时，宜宾国资委将其折价入股上市公司，这是出资人与尹家的纠纷，与上市公司也无关。3、这个窖池在解放初期被没收的，在 80 年代初期，落实政策，归还了一部分资本家的财产，政府出了个文件，正文中没有提到窖池，但是下面用钢笔写上这 16 口窖池属于尹家，具体的事件还在处理中。目前宜宾市政府在牵头处理这个事，与五粮液并没有正面冲突。
- **年份酒问题。**公司目前年份酒仍然是华泽酒行代理，销量有 500 多吨，现在华泽与公司合作不错，如果华泽能达到公司的计划目标的话，还是会与华泽合作的。对于打造白酒奢侈品的问题，公司表示白酒可以做成奢侈品，但是奢侈品还是少数的，五粮液也只可能生产少量的奢侈品。
- **关于对银基出口的解释。**公司销售给银基 52 度五粮液 08 年 900 吨，09 年应该减少不少，平均价格很低。这块主要是代理出口。公司表示五粮液出口 07 年 2000 多吨，08 年减少，09 年继续减少。对于为什么要出口，有两方面的原因：一方面公司要做世界名酒，续要走出去；另一方面，公司有外汇任务，今年四川省给公司下达的外汇任务是 1.2 亿元。因为出口价格很低，所以公司不愿意出口，今年出口任务定的 1500 吨，会否实现还要考虑今年公司盈利任务能否完成，如果目标达不到的话，就会减少出口。
- **五粮液利润增长可以预见，市值考核方式有利于督促公司提升资本市场形象，目前估值低，增持。**公司今年的利润增长主要有几个看点：去年收购资产带来增量；五粮液销量今年预计能达到 12000，并且公司计划 2011 年达到 14000 吨；去年底，五粮液提价 40 元带来的盈利将在今年利润上。公司 2009 年 Eps 0.86 元，预计公司 2010、2011 年 Eps 分别为 1.17、1.52 元，目前 2010、2011 年 PE 分别为 21.6、16.6 倍，偏低，增持。目标价格 30-35 元。

1. 一级标题

1.1. 二级标题

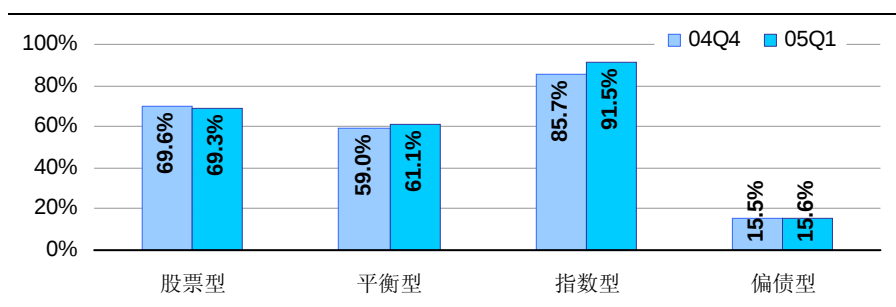
1.1.1. 三级标题

1.1.1.1. 四级标题

国泰君安报告正文：五号，楷体_GB2312，两端对齐，单倍行距。其他参数可在样式中看到。

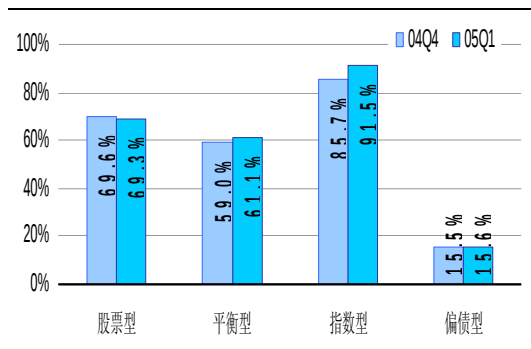
正文正文正文正文正文正。

图 1 题注样式



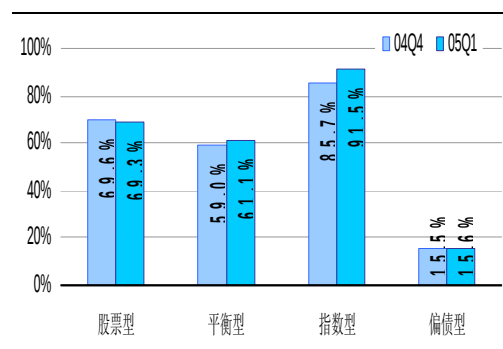
数据来源：国泰君安证券研究

图 2 题注样式



数据来源：国泰君安证券研究

图 3 题注样式



数据来源：国泰君安证券研究

表 1: 表格宽 18 厘米

	采掘业	食品饮料	金属非金属	电力煤气及水	交通运输	房地产业
流通市值	4.0%	4.6%	11.4%	6.8%	8.4%	3.6%
基金全体	9.2%	6.2%	12.1%	9.2%	19.7%	3.8%
相对权重*	232%	135%	106%	134%	234%	104%

数据来源：国泰君安证券研究。注：相对权重定义为[基金配置的权重 / 流通市值权重]。

作者简介:**胡春霞:**

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业六年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		