

五粮液 (000858)

高档酒进入良性循环，各领风骚十来年

——五粮液调研报告

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
S0880208060347

本报告导读：

我们在之前调研纪要的基础上对五粮液公司进行了更为细致和长期的分析，认为目前五粮液产品进入了良性循环，未来 1-2 年量、价增长可期，净利润保持 25% 左右增长

投资要点：

- 继续推荐五粮液的两方面理由：从行业看，存在一线白酒企业的业绩预期与估值的修复过程；从公司看，资产收购的完成和市值考核的实施促使公司从“坏孩子”逐渐变成“好孩子”，其过程也是价值重新挖掘的过程，而且公司高档酒销量、价格正进入良性循环，未来几年净利润复合增长预计能达到 25% 左右。
- 上半年销售情况：五粮液上半年销量增长 24.88%，五粮春增长 31.5%，均超预期，对公司中高档产品全年达到计划的 20% 增长完全有信心。
- 五粮液量、价进入良性循环。今年五粮液批零价差一直较高，经销商积极性有了明显提高，形成了销售、价格的良性循环：价差大——销售积极性高，市场需求增加——批零价格上升——价差加大。预计 10、11 年五粮液销量分别达到 1.2、1.4 万吨，短期内会提价。
- 产品结构调整分析：高档白酒仍是短期主要盈利增长动力；公司已经提出未来发展中低档酒，存在未来发力的可能性；新品种永福酱酒，市场预期并不好，如果能有好的销售，将是锦上添花。
- 制度改变仍有空间，市值考核促进资本市场形象改变，关联交易大量减少提升盈利和透明度。去年下半年合并报表的销售公司不考虑今年销量的增加也至少能带来 9 亿元以上利润增加，增加 EPS0.24 元。
- 预计五粮液 10、11 年 Eps 分别为 1.20、1.52 元，目前 PE 分别为 27.7、21.7 倍，考虑到公司短期内提价预期和未来两年至少 25% 的业绩复合增长率，给予公司 11 年 25-30 倍 PE，38-46 元目标价，仍有 14-39% 的股价空间，增持。短期还存在消费旺季和其他一线白酒提价的刺激。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,933	11,129	15,160	18,663	22,045
(+/-)%	8%	40%	36%	23%	18%
经营利润 (EBIT)	2,270	4,458	6,314	8,013	9,833
(+/-)%	9%	96%	42%	27%	23%
净利润	1,811	3,245	4,559	5,789	7,121
(+/-)%	23%	79%	41%	27%	23%
每股净收益 (元)	0.48	0.85	1.20	1.52	1.88
每股股利 (元)	0.05	0.15	0.24	0.30	0.38

利润率和估值指标	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	28.6%	40.1%	41.6%	42.9%	44.6%
净资产收益率 (%)	15.9%	22.7%	25.4%	25.7%	25.2%
投入资本回报率 (%)	15.2%	23.1%	25.7%	25.6%	24.9%
EV/EBITDA	33.1	17.5	12.8	10.3	8.5
市盈率	70.0	39.0	27.8	21.9	17.8
股息率 (%)	0.1%	0%	1%	1%	1%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：40.00

上次预测：36.00

当前价格：33.25

2010.09.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	20.52-34.14
总市值 (百万元)	126,216
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)	17
日均成交值 (百万元)	484

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	15,952
每股净资产	4.20
市净率	7.9
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.33	0.40
Q2	0.09	0.19
Q3	0.18	0.26
Q4	0.25	0.35
全年	0.85	1.20

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	26%	49%
相对指数	10%	18%	54%

相关报告

- 《资产整合已见成效，提价预期强烈》
2010.08.11
- 《五粮液公司 2010-08-18 调研提纲》
2010.07.30
- 《五粮液公司 2010-07-14 调研提纲》
2010.07.13
- 《五粮液：2010 年快速增长，估值低》
2010.05.13
- 《五粮液公司 2010-05-13 调研提纲》
2010.05.06

模型更新时间: 2010.09.27

股票研究

必需消费

食品饮料

五粮液 (000858)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 40.00

上次预测: 36.00

当前价格: 33.25

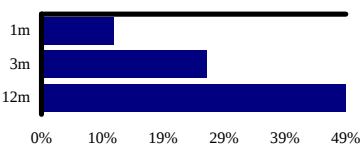
公司网址

www.wuliangye.com.cn

公司简介

公司是以五粮液及其系列酒的生产、销售为主要产业,同时生产经营精密塑胶制品、大中小高精尖注射和冲压模具现代制造产业,以及生物工程为发展产业,药业工业、印刷业、电子器件产业、物流运输和相关的服务业的具有深厚企业文化的现代化企业集团。公司现已系统研制开发了五粮春、五粮神、五粮醇等几十种不同档次、不同口味,满足不同区域、不同文化背景、不同层次消费者需求的系列产品。数年来"五粮液"品牌连续在中国白酒制造业和食品行业"最有价值品牌"中排位居前,具有领

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

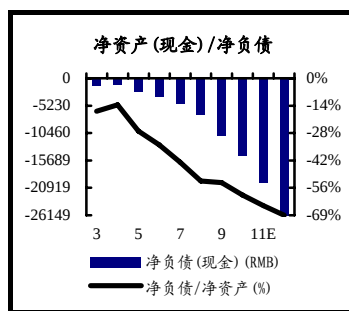
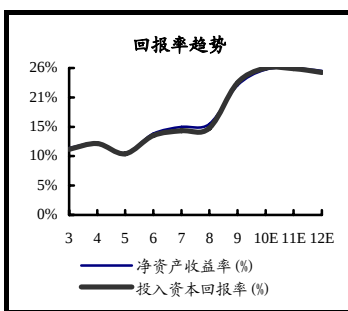
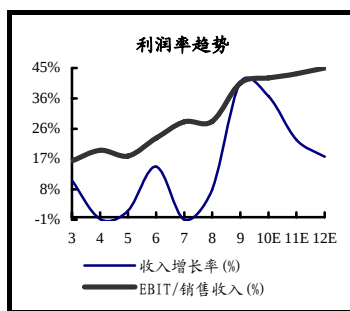
20.52-34.14

市值 (百万)

126,216

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6,333	6,298	6,419	7,386	7,329	7,933	11,129	15,160	18,663	22,045
主营业务成本	3,486	3,219	3,210	3,487	3,378	3,618	3,861	4,648	5,556	6,377
税金及附加	676	613	796	686	583	566	799	1,211	1,511	1,779
主营业务利润	2,171	2,466	2,414	3,213	3,368	3,749	6,470	9,301	11,596	13,889
其他业务利润	4	4	6	3	0	0	0	0	0	0
营业费用	693	806	864	1,005	783	891	1,164	1,698	2,034	2,337
管理费用	415	407	380	472	497	589	839	1,289	1,549	1,719
EBIT	1,067	1,256	1,175	1,739	2,088	2,269	4,467	6,314	8,013	9,833
财务费用	-28	-26	-25	-51	-92	-160	-110	-140	-191	-262
营业利润	1,095	1,283	1,200	1,790	2,180	2,430	4,568	6,454	8,204	10,095
所得税	383	441	397	606	706	569	1,139	1,600	2,031	2,499
少数股东损益	1	2	8	9	4	19	222	311	394	485
净利润	703	828	791	1,170	1,469	1,811	3,245	4,559	5,789	7,121
资产负债表										
货币资金、短期投资	1,007	885	1,974	2,795	4,069	5,933	7,567	10,641	14,571	19,631
其他流动资产	1,669	2,085	2,139	2,236	2,415	2,808	5,716	7,076	9,054	11,209
长期投资	3	3	27	26	26	27	30	33	26	26
固定资产合计	5,516	5,771	5,408	5,212	4,994	4,662	7,154	6,930	6,866	6,548
无形及其他资产	69	67	66	65	62	61	382	336	297	262
资产合计	8,263	8,811	9,614	10,334	11,572	13,496	20,849	25,015	30,814	37,677
流动负债	2,234	2,221	2,226	2,036	1,943	2,040	6,264	6,473	7,246	7,927
长期负债	3	3	3	3	3	0	1	0	0	0
股东权益	8,263	8,811	9,614	10,334	11,572	13,496	20,849	25,011	30,810	37,673
投入资本(IC)	5,019	5,702	5,387	5,476	5,528	5,491	6,988	7,869	8,971	10,093
现金流量表										
NOPLAT	690	820	785	1,149	1,412	1,731	3,352	4,753	6,032	7,401
折旧与摊销	278	407	480	471	467	436	654	669	683	732
流动资金增量	48	(429)	(50)	(286)	(273)	(295)	1,316	(1,151)	(1,205)	(1,474)
资本支出	(1,345)	(660)	(115)	(274)	(246)	(103)	(3,467)	(398)	(580)	(380)
自由现金流	(329)	137	1,100	1,060	1,360	1,768	1,854	3,872	4,930	6,280
经营现金流	1,045	822	1,253	1,336	1,666	1,973	6,054	4,248	5,470	6,602
投资现金流	(1,360)	(675)	(164)	(250)	(243)	(106)	(4,257)	(401)	(573)	(380)
融资现金流	0	0	(246)	(112)	107	(32)	(448)	(773)	(967)	(1,162)
现金流净额	(315)	146	843	974	1,529	1,835	1,349	3,073	3,930	5,060
财务指标										
成长性										
收入增长率	11.0%	-0.6%	1.9%	15.1%	-0.8%	8.2%	40.3%	36.2%	23.1%	18.1%
EBIT 增长率	26.0%	17.8%	-6.5%	48.0%	20.0%	8.7%	96.4%	41.6%	26.9%	22.7%
净利润增长率	14.6%	17.8%	-4.4%	47.9%	25.5%	23.3%	79.2%	40.5%	27.0%	23.0%
利润率										
毛利率	45.0%	48.9%	50.0%	52.8%	53.9%	54.4%	65.3%	69.3%	70.2%	71.1%
EBIT 率	16.8%	20.0%	18.3%	23.6%	28.5%	28.6%	40.1%	41.6%	42.9%	44.6%
净利率	11.1%	13.1%	12.3%	15.8%	20.0%	22.8%	29.2%	30.1%	31.0%	32.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	11.7%	12.6%	10.8%	14.2%	15.4%	15.9%	22.7%	25.4%	25.7%	25.2%
总资产收益率(ROA)	8.5%	9.4%	8.2%	11.3%	12.7%	13.4%	15.6%	18.2%	18.8%	18.9%
投入资本回报率(ROIC)	11.5%	12.5%	10.7%	13.9%	14.7%	15.2%	23.1%	25.7%	25.6%	24.9%
运营能力										
存货周转天数	107.40	139.91	160.63	154.81	179.04	195.85	262.54	302.43	321.30	361.78
应收账款周转天数	1.47	0.80	1.67	1.55	1.71	1.43	5.63	1.01	0.89	0.80
总资产周转天数	0.77	0.71	0.67	0.71	0.63	0.59	0.53	0.61	0.61	0.59
净利润现金含量	1.49	0.99	1.58	1.14	1.13	1.09	1.87	0.93	0.94	0.93
资本支出/收入	21%	10%	2%	4%	3%	1%	31%	3%	3%	2%
偿债能力										
资产负债率	27.1%	25.2%	23.2%	19.7%	16.8%	15.1%	30.1%	25.9%	23.5%	21.0%
净负债率	-16.72%	-13.44%	-26.79%	-33.74%	-42.44%	-52.07%	-52.84%	-59.24%	-64.50%	-69.41%
估值比率										
PE	128.7	109.3	114.3	77.3	86.2	70.0	39.0	27.8	21.9	17.8
PB	15.1	13.8	12.3	11.0	9.5	8.0	6.3	5.0	4.0	3.2
EV/EBITDA	66.6	53.9	54.1	40.5	35.1	33.1	17.5	12.8	10.3	8.5
P/S	7.14	14.37	14.10	12.25	17.28	15.97	11.38	8.36	6.79	5.75
股息率	24.57	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%



目 录

1. 我们的观点：继续看好五粮液	4
2. 五粮液销售进入良性循环	4
2.1. 销售情况：上半年高档酒销量增超过 20%	4
2.2. 五粮液价格、销量进入良性循环	6
2.3. 产品结构调整方向分析	7
2.3.1. 未来行业、公司的产品结构是否会有大的变化？	7
2.3.2. 高档酒仍然是短期的盈利增长主体	8
2.3.3. 中、低档酒在行业增长背景下存在发力的可能	9
2.4. 新产品开发可能锦上添花，目前预期不高	10
2.5. 预收账款存量极大，业绩未来有保障	10
3. 关联交易大量减少提升盈利和财务透明度	11
3.1. 资产收购至少能带来 9 亿元以上利润增长，透明度增加	11
3.2. 制度改变还有很大空间，市值考核促进资本市场形象改变	12
4. 业绩预测与投资建议	12
图 1: 五粮液收入增长变化	5
图 2: 五粮液净利润增长变化	5
图 3: 五粮液总销量增长变化	5
图 4: 五粮液盈利能力变化	5
图 5: 五粮液等出厂价格变化	7
图 6: 五粮液高、中低档酒收入占比变化	8
图 7: 五粮液高、中低档酒毛利润占比变化	8
图 8: 五粮液高、中低档酒收入、毛利率（百万元）	9
图 9: 五粮液账面预收款变化及收入占比	11
图 10: 五粮液历史关联交易额、占比变化（亿元）	12
图 11: 进出口公司关联交易占销售货物关联交易比	12
表 1: 五粮液产品品种、策略	7
表 2: 五粮液收购资产 2009 年合并报表盈利状况（百万元）	12
表 3: 五粮液收入假设	13
表 4: 重点公司业绩预测与估值表	13

1. 我们的观点：继续看好五粮液

我们在 8 月下旬调研了五粮液，并已经就公司的调研情况与大家进行了沟通，在此我们希望能有更为详细的论述与投资逻辑的阐述。尽管短期已经有了一定的涨幅，但是我们仍然维持对公司的增持评级，一年目标价格 38-46 元。

我们的推荐从行业、公司两个层面考虑：

首先行业上，存在一线白酒企业的业绩预期与估值的修复过程。上半年，尤其是 4、5 月份时，由于贵州茅台、五粮液的年报、一季度报都不很理想，市场对于高档白酒的整体销量增长预期很低，降低了对一线白酒企业未来业绩增长的预期。如果按照未来几年公司 20%左右的净利润增速，给予 20 倍左右的 PE 水平是正常的，这也是 5、6 月份白酒的实际估值水平。但是目前看，五粮液、泸州老窖的白酒业绩增速在未来几年应该都能超过 20%（从实际的销售情况看，贵州茅台最好，完全能超过此水平），因此估值的回升是可以期待的。再者，考虑到马上进入新的一年，估值的业绩基础转到 2011 年，也比 2010 年有大幅的提高。估值与业绩的双增推动一线白酒的股份上升完全有可能。

从公司层面，我们主要观点如下：

- 收购集团白酒相关资产和市值考核促使公司资本市场形象逐渐改变，“坏孩子”变成“好孩子”的过程也是价值重新挖掘的过程。
- 高档产品放量超出预期，目前看今年五粮液销量达到 1.2 万吨没有问题。
- 经销商单瓶酒获利颇多，积极性提高，公司也在积极改善与经销商的关系，这有利于推动公司销量的进一步增长。
- 新产品的投放，尽管目前还难以预期销售情况会如何，但是不排除能做出好产品，锦上添花的可能。

2. 五粮液销售进入良性循环

2.1. 销售情况：上半年高档酒销量增超过 20%

对于白酒行业的一些看法，我们在月初的《泸州老窖调研报告：调整、巩固，等待再次腾飞》中已有明确阐述，在此就不再累述，整体上认为高档白酒量价还会有所增长，但是市场向五粮液、茅台集中，中低档白酒销量上升，区域白酒企业崛起使中低档产品竞争加剧。

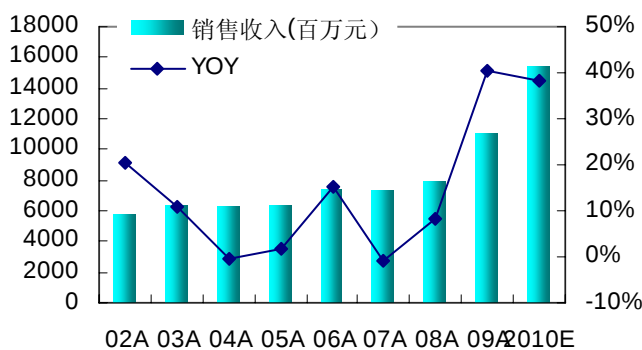
五粮液上半年总销量 5.15 万吨，同比增长 13.28%，其中，五粮液 6700 吨，同比增长 24.88%，五粮春 3325 吨，同比增长 31.5%，五粮醇 5300 吨，增长较慢。金六福销量同比下降 15.68%，浏阳河下降 48.7%，其中主要是一二星有较大的下降。

虽然公司总量增长没有达到公司计划,但是高档产品五粮液 24.88%的增长、五粮春 31.5%的增长都是大幅超过预期的。我们之前就认为公司总量 20%的增长是不太可能实现的,因此总销量增速低于计划是在市场预期之内的。不过,之前对五粮液在前两年销量基本没有增长的情况下提出来今年销量增长 20%也是怀疑的,但是上半年五粮液的销售情况打消了我们的疑虑,预计今年销量增速可能超过 20%,加上上半年公司一级基酒生产增速 15%左右,为明年的五粮液销量增长打下了基础,明年销量达到 1.3-1.4 万吨是完全有可能实现的。

五粮春销量也大幅超出预期,尤其是 2 季度,销量增长在 75%左右。由于之前江苏市场是五粮春的主要市场之一,在洋河这两年的大力扩张压力下,五粮春在江苏市场的份额大幅下降,因此,我们对于五粮春未来几年的发展是持相对保守的预期,但是五粮春今年的销售数据显示,1 季度五粮春销量 1916 万吨,同比增长 11.07%,2 季度销量也达到 1409 吨,同比增长 75.36%,增长势头非常好。

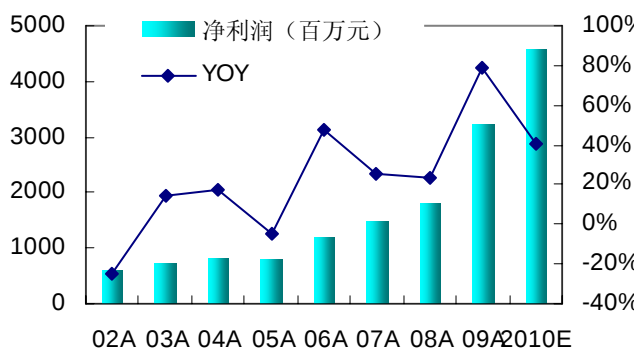
公司中低档产品销售增长情况一般。总体上,我们认为公司今年高档白酒增速超过 20%是完全没有问题的,并且以目前的形势看明年应该也有较好的增长。虽然总销量超过 20%可能性不大。但考虑到公司主要盈利来自高档产品,白酒利润同比增长超过 25%左右完全是可以实现的。

图 1: 五粮液收入增长变化



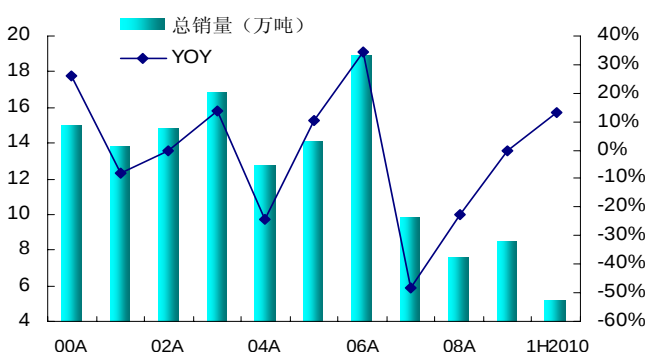
数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 2: 五粮液净利润增长变化



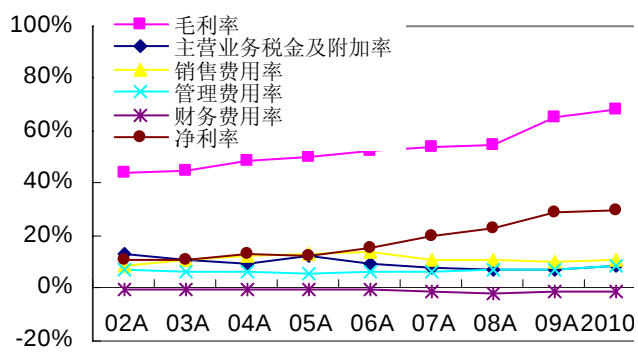
数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 3: 五粮液总销量增长变化



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

图 4: 五粮液盈利能力变化



数据来源: Wind, 国泰君安证券

2.2. 五粮液价格、销量进入良性循环

在持续的五粮液水晶瓶的零售、批发价格跟踪中，我们发现今年五粮液产品价格基本是一路攀升，完全打乱了往年夏季价格回落的历史。今年五粮液的一级批发价格一直比较高，即使是在4、5月份的淡季，五粮液一批经销的进出价差也能达到50-70元，8月10日在五粮液批发、零售指导价格上涨了40元后，进出价差能达到90-120元，五粮液多年都没有见到这么高的瓶酒价差，这在很大程度上刺激了经销商的积极性。

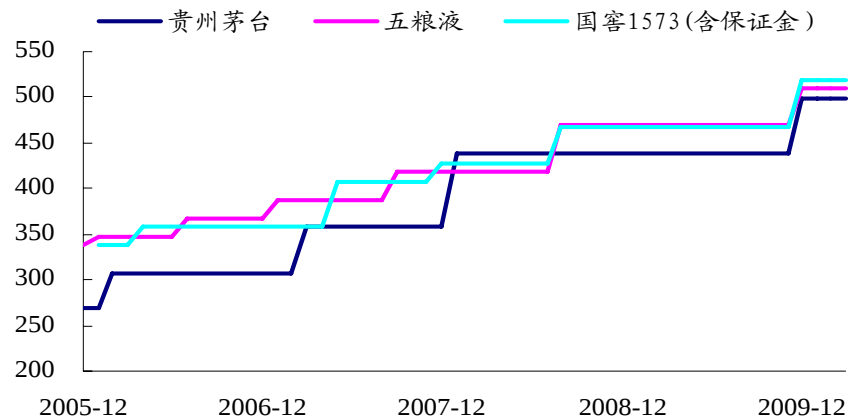
公司也在积极弥补与经销商的关系，尽量减少经销商的预付款期限，在可能的情况下加大发货力度，同时要求经销商不再多预付款，目前大部分的欠货期间已经缩小至3个月左右，比之去年有了很大改善。公司年初也提出来，希望以后对经销商的预售款能控制在一个月左右，这就与目前茅台的预售时间基本一致了。今年盈利颇丰的经销商们对五粮液销售的积极性有了明显的提高，五粮液产品的价格、销售看上去正进入良性循环：价差大——销售积极性高，促进市场需求——推动零售、批发价格上升——价差进一步增大。预计2010、2011年五粮液销量分别达到1.2、1.4万吨，预计今年底前提价40-50元，明年继续存在提价预期。

对于为什么今年五粮液的产品价格持续攀升，出厂批发价持续扩大，我们分析有几点原因：

- 高档白酒消费人群的扩大、需求量上升应该是根本推动力之一。（敬请关注《泸州老窖调研报告：调整、巩固，等待再次腾飞》）
- 贵州茅台持续缺货给予五粮液很好的市场机会。最近两年高档白酒中毫无疑问是贵州茅台销售情况最好，但是茅台的生产周期长达5年，在最近几年贵州茅台的销售量持续大幅增长后，目前产品供不应求，需求缺口比较大，尤其是今年，春节后的淡季市场缺货现象非常严重。一批价格从去年底的660元左右一路上升至春节前后的730元、760元，直到目前的838-868元左右。贵州茅台价格上升、持续缺货，使得五粮液的替代顺理成章。如果贵州茅台价格攀升、缺货严重的情况继续持续的话，预计五粮液明年销售情况仍会非常好，在某种意义上来说，是茅台的策略造就了五粮液目前的销售火爆的局面。

基于以上两点理由，在贵州茅台销量不大量释放的情况下，我们有理由相信，五粮液在未来的1-2年内，销量会出现持续的释放，价格持续攀升，经销商的瓶酒盈利能维持在较高的水平，这都有利于五粮液高档酒量、价的互相促进上涨。今年五粮液的提价预计在短期内就能实现，考虑到国窖1573提价100元以及茅台批零价格的巨大价差，五粮液的提价可能高于之前预期的40-50元。

图 5：五粮液等出厂价格变化



数据来源：国泰君安证券

2.3. 产品结构调整方向分析

2.3.1. 未来行业、公司的产品结构是否会有大的变化？

在最近与很多朋友的交流中，有人提出了两个很关键的问题：

- 未来行业中哪个层次的产品销量增速会比较快，100 元以下的低档产品？100-200 元的中档产品？还是 200 元以上的高档产品？还是 400 元以上的超高档产品？这个问题的答案决定了未来一段时间是那些企业的增长可能更快。
- 公司产品销量结构是否会发生变化？会不会出现中档产品的快速增长？

我们就第一个问题有些争论，分歧主要来自对国家统计局统计口径上的不一致，基本都认为未来中低档酒的销量增长会快于高档产品，这与年初贵州茅台的投资者见面会上的关键是基本一致的。从这一点上看，中低档白酒未来几年可能面临更好的增长机会，高档白酒长期看增长动力应该是来自价格的提升和少量的销量增长。

五粮液的产品结构调整已经持续很多年，在 06 年达到 19 万吨后开始提出对低档酒提价限量，去年又提出发展中价位酒，政策一直比较摇摆。我们认为在新一轮的发展中低档酒的策略下，公司的收入结构在多年后有可能发生重大变化，但是短期看，仍然会是以高档产品为主，不是说公司看不到白酒行业产品需求的变化，而是更多的依赖于公司目前的产品竞争优势。

表 1：五粮液产品品种、策略

	销量（万吨）		产品策略
	2009A	2010E	
五粮液	9800	12000	超高档产品，预计未来两年提价放量，重点发展产品和主要利润来源
五粮春	5000	6000	总经销制，中高档产品，弥补高档产品提价后 100-400 元产品空间
五粮醇	12500	13000	中低价位产品，符合目前中低收入群体消费升级的趋势，计划未来销量要做到 2 万吨。

尖庄等中低价位酒	57200	60000	中低价位产品，符合目前中低收入群体消费升级的趋势，品牌众多，且杂，其中计划未来尖庄要达到 7、8 万吨销量。适当控制浏阳河、金六福一二星的产品销量
永福酱酒			酱香型高档产品，零售价格 500 元左右，总经销制，填补公司产品线，以目前日益增加的酱香型白酒为目标市场
总销量	84500	93000	

数据来源：国泰君安证券

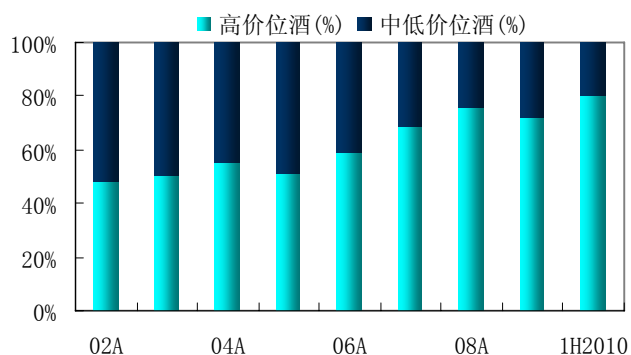
2.3.2. 高档酒仍然是短期的盈利增长主体

五粮液公司在高档产品上的品牌优势非常明显。高档产品市场在经历了 05-08 年各地产品品牌都大量的上高档产品的竞争格局以后，经济增速的回落促使需求向贵州茅台、五粮液等老牌高档产品集中，预计未来几年高档白酒市场竞争将维持在比较缓和的状态，这有利于五粮液的平稳发展。今年公司高档产品销量增长非常快，价格提升的预期明确，预计未来两年公司主要的利润增长仍将来自高档酒。

上述分析是站在五粮液在行业内的竞争地位而言的，但是对于公司最大的竞争对手贵州茅台，公司在超高档产品的竞争上并没有明显的优势。但是这并不影响公司作为超高档白酒的代表之一，拥有大量的消费群体和品牌知名度。这就如 2002 年的五粮液和茅台的关系一样。我们曾经在 2007 年的年度策略中提出，高档白酒的波动是非常小的，从建国以来的前几大品种目前看变化并不大，只要能维持在第一集团军内，就能维持与高档白酒行业相对一致的增长速度，并且保留有赶超前面品牌的可能。

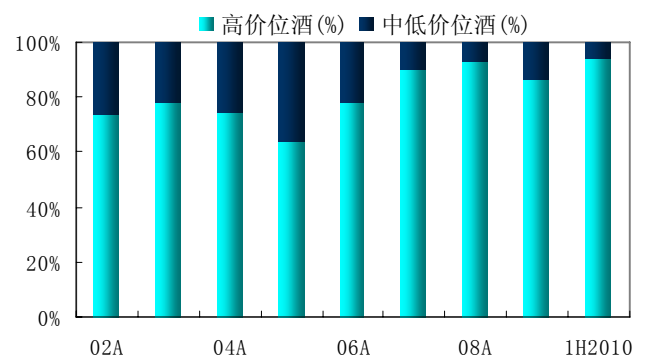
相对于贵州茅台，五粮液最大的优势是在中低档产品上，无论如何，除了“五粮液”品牌之外的公司其他产品总体上仍然是盈利的，可以给与正面评价，在有了目前区域性中低档白酒盈利大幅增长的榜样后，我们对其中低价位酒的盈利应该更具有信心。

图 6：五粮液高、中低档酒收入占比变化



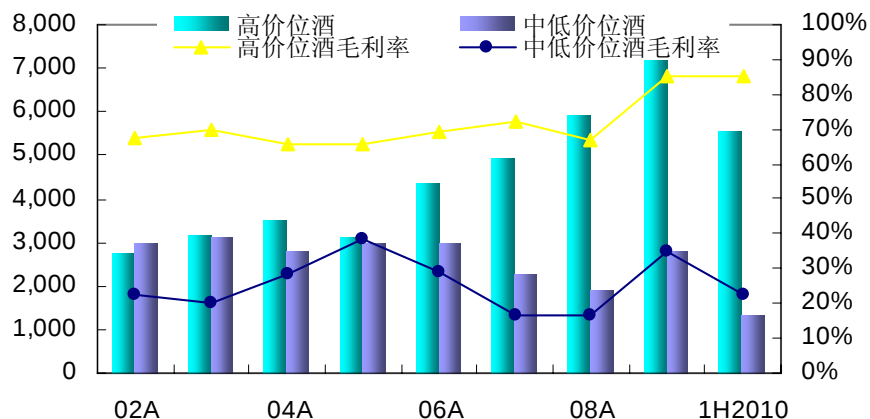
数据来源：Wind，国泰君安证券

图 7：五粮液高、中低档酒毛利润占比变化



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 8：五粮液高、中低档酒收入、毛利率（百万元）



数据来源：Wind，国泰君安证券

2.3.3. 中、低档酒在行业增长背景下存在发力的可能

在前几年经济快速增长，高档酒销量快速上升的时期，公司曾经做出了对低档酒限量提价的策略，重点发展高档酒，同时打造具有一定品牌的中低价位酒。以现在的眼光看，梳理产品品牌，重点打造几个品种，以及在合时的时机提高低档酒价格都没有错。不过，我们分析认为有三个问题导致了公司低档产品没有快速增长：

- 第一，事后看，公司对低档产品的提价和品牌理顺在时机上略有提前。尽管之前部分产品的提价对某些方面上算是成功的，但是由于没有同业跟随，导致了公司低档产品销量大幅降低，从而在生产上影响了总产量和高档酒的生产。如果是在最近两年国内政策更加看重提高农民收入，以及人力资本价格大幅上升的背景下，提价对销量的影响会小很多，这从最近两年的金种子酒、洋河股份的低档酒提价、放量上就可见一斑。
- 第二，对金六福、浏阳河的关系处理上存在问题，这应该是导致公司2007年销量大幅下降的重要原因之一（图3）。公司与金六福、浏阳河是合作、竞争关系，在两家大经销商可以自己寻找和生产白酒后，竞争关系日益突出，对双方的合作产生了不利的影响。
- 第三，我们认为也是最主要的，公司对此的重视程度不够，导致执行存在较大的问题。这应该是受到之前多年低档产品盈利能力不高的历史影响，在决策上对此不重视所致。最近两年部分的地方性白酒企业的发展中证明中低档白酒的盈利也能非常高。

公司去年又提出了扩大中低价位酒的想法，对五粮醇等销售体系做出了探讨，公司也试图通过收购一些知名的地方白酒企业来解决浓香型工艺中必然产生的一些中低档基酒的问题。根据公司产品计划，未来部分低档产品的销量将大幅增加，如五粮醇、尖庄等，期望尖庄未来能做到7、8万吨。

应该说中低价位白酒的竞争比高档白酒更加激烈，不过公司旗下的众多中低价位白酒有着比较好的出身，“名门之秀”，应该说在品牌上具有一定优势，在质量上有一定保证的。在国内消费增长的背景下，我们上述

讨论的第一个问题就不再存在；第二个问题在目前金六福，浏阳河销量已经缩小到万吨左右的情况下，影响已经很有限；最主要的是第三个问题，公司的重视程度以及对低价位产品采取的政策措施，这才是决定公司中低价位产品未来销量和盈利能力增长的主要因素。公司表示明年可能会有一些的相关政策出来，我们认为公司在中低价位酒的生产和产品品牌上有比较好的优势，存在发力的可能，我们将持续跟踪有关的发展。

2.4. 新产品开发可能锦上添花，目前预期不高

对公司新产品“永福酱酒”，我们暂时对其能够带来的业绩增加预期不高，若此产品能开发成功，则是锦上添花，将推动公司业绩和股价的进一步大幅上涨。

公司从99年开始就在考虑生产酱酒了，目前有2.7万吨产能和大量老酒，由于生产条件不错，老酒存储时间也已比较长，产品质量完全没有问题，可以与目前市面上的高档酱香型产品媲美。不过现在贵州茅台、郎酒的品牌上非常强大，因此要从他们的市场上分一杯羹，难度也是比较大的。

销售原则：五粮液为主体，总经销经营，由公司长期合作伙伴银基总经销。

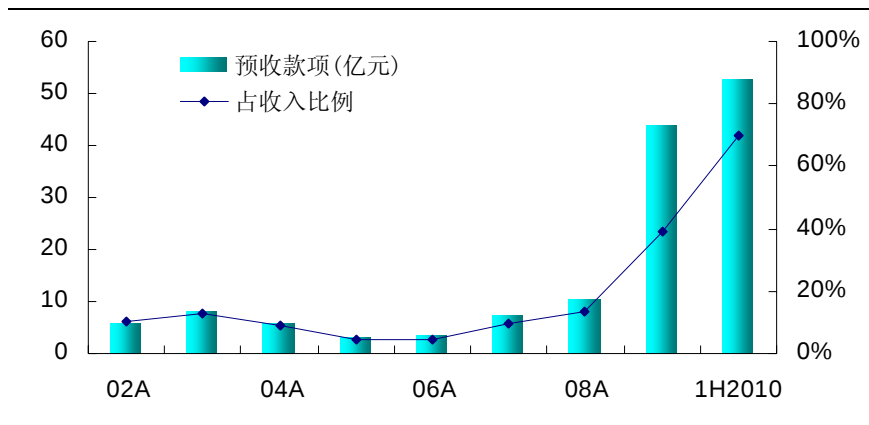
公司对产品的投放时间已经是一拖再拖，说是9月份或者中秋前要在一线城市铺货，我们至今没有见到，但是只要看到永福酱酒的产品有一定销量，市场应该会对此重新评估。

2.5. 预收账款存量极大，业绩未来有保障

五粮液中期预收款达到52.7亿元，高于去年底的43.76亿元8个多亿，占到上半年销售收入的69.57%。不过这么高的预收账款从季节上来看是不太正常的，有两方面的解释：一是，经销商打款量大，出货不足；第二，公司对部分收入的期间划分上不一致。52.27亿元的预收账款，如果按照上半年30%的销售净利率计算将有15.8亿元的净利润，可以增加EPS0.42元，而且由于部分管理费用等可能已经在当期已经指出，预售款项的净利率应该高于30%。

对于2009年后预收账款额大幅度增加，这要归功于公司销售公司的设立和对进出口公司关联交易的取消。

图 9: 五粮液账面预收款变化及收入占比



数据来源: Wind, 国泰君安证券

3. 关联交易大量减少提升盈利和财务透明度

3.1. 资产收购至少能带来 9 亿元以上利润增长, 透明度增加

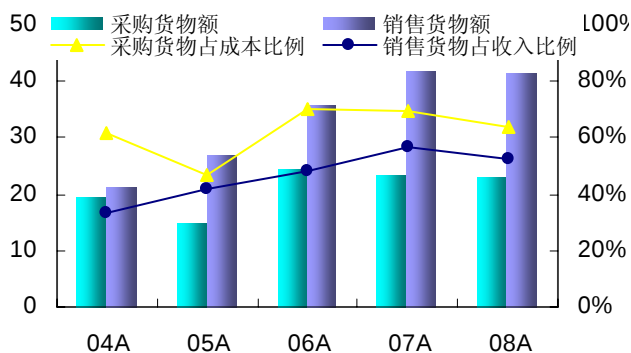
09 年公司通过收购集团公司酒类相关资产及设立酒类销售公司等重大措施解决了大部分关联交易。

2009 年 7 月, 公司与五粮液集团公司共同出资设立“宜宾五粮液酒类销售有限责任公司”, 2009 年 12 月, 股份公司单方对该酒类销售公司增资 1.5 亿元, 共计占 95% 股份, 集团公司占 5% 股份, 解决了销售环节的大额关联交易。此前集团公司旗下的进出口公司在销售货物环节中的关联交易额占到 90% 以上, 并且, 此轻资产公司的年利润额高达十几亿元。2009 年新设立的五粮液酒类销售公司 7 月份后合并报表贡献的净利润高达 9 亿元。按照白酒上半年销售利润略高于下半年的行业特性, 预计 2010 年此销售公司合并报表带来的净利润要高于 9 亿元, 增加 Eps0.24 元以上。

2009 年 4 月公司收购了普什集团和环球集团公司下共计五家子公司, 主要是从事包装、防伪等产品的生产的公司, 总价 38 亿元, 此五家公司的自 09 年 4 月 1 日起合并报表, 09 年贡献 EPS0.056 元, 增加 1 个季度报表, 预计增加每股收益 1 分多。

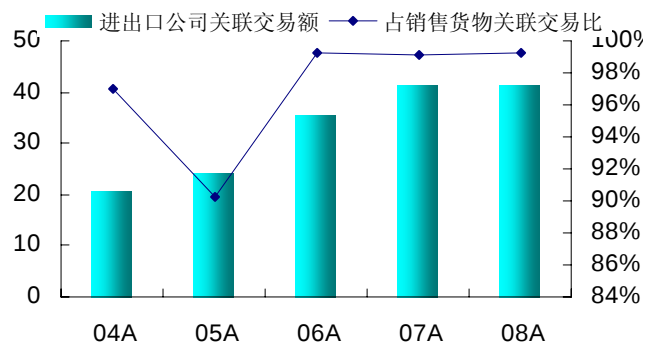
五粮液股份对集团公司的酒类相关资产的整合去年已经完成, 即有利于未来公司的收益增加, 也增加了公司财务报表的透明度, 公司的市场形象得到了很大的好转, 这也是我们今年看好五粮液最重要的原因。

图 10: 五粮液历史关联交易额、占比变化 (亿元)



数据来源: 国泰君安证券

图 11: 进出口公司关联交易占销售货物关联交易比



数据来源: 国泰君安证券

表 2: 五粮液收购资产 2009 年合并报表盈利状况 (百万元)

名称	期末净资产	2009 年合并报表净利润
1 宜宾五粮液酒类销售有限责任公司	368.74	968.74
2 四川省宜宾普拉斯包装材料有限公司	3,642.98	143.57
3 四川省宜宾普光科技有限公司	25.13	7.10
4 四川省宜宾环球神州玻璃有限公司	32.12	11.13
5 四川省宜宾环球格拉斯玻璃制造有限公司	149.22	34.86
6 四川省宜宾普什集团 3D 有限公司	240.26	15.49

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券

注: 五粮液酒类销售公司 7 月后合并报表, 其他公司从 4 月份后合并报表

3.2. 制度改变还有很大空间, 市值考核促进资本市场形象改变

除了收购资产, 解决关联交易外, 五粮液 2010 年最大的制度变化就是考核机制上已经明确的加入了市值考核。宜宾市国资委按年度对五粮液的总市值进行考核, 要求公司市值增长的速度快于同业公司市值的这个整体增长水平 10 个百分点, 完成与否直接影响管理层的年度奖金。这把公司管理层个人利益与公司业绩、资本市场表现挂钩, 对公司业绩的增长有正面的刺激; 同时, 这也促进了公司与资本市场的沟通, 有利于进一步加大公司透明度。市值考核是我们看好公司的重要原因之一。

公司作为一个大型国有企业, 在一些体制上肯定会有不如人意的地方, 存在很大的改善空间。当然, 我们也要看到其两面性, 包括贵州茅台在内的很多知名品牌的国有白酒企业, 在多达几十年的经营中才能积累起如今的 brand 优势。我们期待这些老白酒企业在制度上能有更好的改善。

4. 业绩预测与投资建议

基本假设:

- 1、五粮液销量 2010、2011 年分别为 1.2、1.38 万吨, 预计今年五粮液提价 40 元, 2011 年继续提价, 吨酒价格分别上升 8.3%、7.7%。五粮春销量持续增长, 2010、2011 年分别为 6000、7000 吨, 均价略有上升, 总销量最保守估计分别为 9.3、10.4 万吨。

- 2、保守估计主营业务税金率维持在上半年的 8.4-8.7% 的水平。销售费用率、管理费用率与上半年基本持平。
- 3、尽管我们认为，在酒类销售公司合并报表后，仅此一项，在不考虑增长的情况下，2010 年 Eps 就能达到 1.1 元，但是基于对公司业绩和预收款管理的预期，我们认为公司业绩增长短期也不会特别快。

预计五粮液 2010、2011 年 Eps 分别为 1.20、1.52 元，目前 PE 分别为 27.7、21.7 倍，考虑到公司短期内提价预期，并且幅度有可能超过市场的预期，以及马上进入年关，将更多的参考 2011 年业绩增长和估值水平，而我们预期 2011、2012 年公司都将保持 25% 以上的净利润增长，因此，给予公司 2011 年 25-30 倍 PE 是合理的，即 38-46 元，仍有 14-39% 的股价空间，维持“增持”评级。短期在公司产品提价、销售进入旺季，以及其他一线白酒提价的刺激下，五粮液仍有投资价值。

表 3：五粮液收入假设

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
高档白酒收入	6085.47	7802.05	11569.23	14458.46	17235.04
YOY	10.22%	28.21%	48.28%	24.97%	19.20%
其中：五粮液吨酒价格	16.52%	41.42%	26.39%	8.35%	7.71%
五粮液收入	1.32%	38.59%	54.76%	24.60%	17.85%
五粮春吨酒价格	20.00%	13.33%	5.88%	8.33%	7.69%
五粮春收入	50.43%	-3.41%	20.00%	27.06%	26.67%
中低价位酒收入	1722.05	1701.20	2150.77	2355.56	2907.69
YOY	-1.21%	26.43%	9.52%	23.44%	18.58%
合计	7786.67	9952.82	13924.79	17366.15	20682.91
YOY	7.50%	27.82%	39.91%	24.71%	19.10%

数据来源：国泰君安证券

表 4：重点公司业绩预测与估值表

	收盘价	市值	EPS				CAGR	PE			PS	PEG	投资评级
	20100921	(亿)	2008	2009	2010E	2011E	09-11	2009	2010E	2011E			
贵州茅台	166.08	1567	4.03	4.57	5.55	6.90	23%	36.3	29.9	24.1	16.2	1.3	增持
泸州老窖	35.40	494	0.91	1.20	1.40	1.90	26%	29.5	25.3	18.6	11.3	1.0	增持
五粮液	33.25	1262	0.48	0.86	1.20	1.52	33%	38.7	27.7	21.7	11.3	0.8	增持
山西汾酒	63.00	273	0.67	0.82	1.25	1.90	52%	76.8	50.4	33.2	12.7	1.0	增持
水井坊	22.74	111	0.64	0.65	0.66	0.68	2%	35.0	34.5	33.4	6.6	15.1	谨慎增持
洋河股份	208.98	940	1.65	2.70	4.70	6.90	60%	77.4	44.5	30.3	23.5	0.7	增持
张裕 A	107.50	567	1.70	2.14	2.80	3.55	29%	50.3	38.4	30.3	13.5	1.3	增持
青岛啤酒	39.26	530	0.53	0.95	1.15	1.50	26%	41.3	34.1	26.2	2.9	1.3	增持
燕京啤酒	21.52	260	0.39	0.51	0.70	0.87	31%	42.2	30.7	24.7	2.7	1.0	增持
金枫酒业	14.06	62	0.56	0.40	0.56	0.69	32%	35.2	25.2	20.3	6.5	0.8	谨慎增持
双汇发展	49.48	300	1.15	1.45	1.87	2.32	26%	34.1	26.5	21.3	1.1	1.0	增持
伊利股份	39.76	318	-1.72	0.84	1.03	1.30	24%	47.3	38.6	30.6	1.3	1.6	增持
三全食品	38.02	71	0.85	0.47	0.63	0.77	28%	80.9	60.3	49.4	4.9	2.2	谨慎增持
古井贡酒	56.14	132	0.15	0.60	1.19	1.93	79%	93.6	47.2	29.1	9.8	0.6	增持
伊力特	17.41	77	0.28	0.25	0.34	0.56	50%	69.6	51.2	31.1	8.8	1.0	增持

数据来源：国泰君安证券

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		