

证券研究报告 • 上市公司动态

饮料制造

提高五粮液投资评级

五粮液走进唐桥时代

近期有正式报道，五粮液股份公司董事长唐桥将就任五粮液集团公司董事长，兼任股份公司董事长，同时辞去集团公司总经理职务。同时担任五粮液集团和股份公司董事长，标志着五粮液正式进入唐桥时代。

五粮液会实现平稳过渡，未来白酒主业将得到重点发展

王国春作为中国白酒行业发展历史上重要人物，几十年任期内领导五粮液取得辉煌成就，亲手打造了五粮液集团王国。以白酒为核心的多元化发展是这个王国核心发展战略。未来集团多元化将进行结构性调整，有保有舍。

作为股份公司，在唐桥担任股份公司董事长但没有担任集团董事长期间已经在逐步嬗变，进行了逐项重大改革，例如大力度解决与集团的关联交易问题，积极调整产品结构，扩大团购比例等，推动五粮液盈利能力显著增强。

唐桥时代仍有很大的作为空间

在集团层面上统筹发展各项业务，进一步整合集团酒类资产；同时整合白酒行业内资源，开展收购兼并，继续扩大白酒市场占有率。其次在五粮液进一步提升到超高端价位后，可以提高对五粮春品牌的运作能力，尽快提高公司在 300—500 元价格区间内实力产品的竞争力。

相对于泸州老窖和洋河，五粮液具有独特优势

一是五粮液高端产品品牌拉动力更强，团购比重更高，市场竞争优势更为突出；二是公司产品线清晰，高中低端产品均有代表性产品，三是短期内提价预期更为强烈；2011 年存在业绩超预期的可能性。四是估值更有吸引力，提高评级至买入，目标价 46 元。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	15541	19761	23862	28634
营业收入增长率	40%	27%	21%	20%
EBITDA（百万）	77	124	168	202
EBITDA 增长率	20%	41%	27%	20%
净利润（百万）	4360	5703	7413	8896
净利润增长率	34%	31%	30%	20%
ROE	24%	24%	24%	25%
EPS（元）	1.15	1.50	1.95	2.53
P/E	28	22	17	12
P/B	7	5	4	3

请参阅最后一页的重要声明

五粮液(000858)

调高

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：张萍

zhangpingbj@csc.com.cn

010-85156382

发布日期：2011 年 7 月 12 日

当前股价：37.15 元

目标价格 6 个月：46 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.22/3.72	21.67/29.33	49.94/36.72
12 月最高/最低价（元）			41.48/24.55
总股本（万股）			379596.67
流通 A 股（万股）			379552.10
总市值（亿元）			1410.20
流通市值（亿元）			1410.04
近 3 月日均成交量（万）			2056.78
主要股东			
宜宾市国有资产经营有限公司			56.07%

股价表现


[HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN](http://research.csc.com.cn)



目 录

一、王国春建立了五粮液集团“王国”	2
1、将五粮液品牌带入高端领域，成为白酒“大王”	2
2、打造集团多元化，建立五粮液“王国”	2
3、弊端：对股份公司利益有所侵蚀	2
二、过渡期的发展	2
1、关联交易得到大幅度修正，股份公司的利益得到更大体现.....	2
2、五粮液品牌梳理，产品盈利能力显著增强	2
三、五粮液将走进新时代	3
1、集团与股份公司之间的发展与利益关系更容易得到平衡发展.....	3
2、抓住白酒产业高速发展的历史机遇，将五粮液做大做强.....	3
3、未来资本运作题材将更加丰富	4
4、五粮春的运作将更加独立	4
5、永福酱酒将推新产品，大力放量	4
四、相对于老窖、洋河，五粮液优势在哪里？	4
1、公司系列酒提价预期强烈，下半年提价幅度约为 20%	4
2、高端地位稳固，品牌拉动力更强	5
3、公司产品线更为清晰	5
4、估值优势具有较强吸引力	5
盈利预测与估值	5



事件：

四川省政府办公厅 7 月 6 日公布五粮液集团的人事任命，五粮液集团公司党委副书记、总裁、股份公司董事长唐桥将接任王国春的集团董事长职务，而五粮液集团公司党委委员、董事、股份公司副总经理刘中国也将担任集团总经理职务。这意味着五粮液的交接班问题终于尘埃落定，历经 26 载春秋的王国春时代即将谢幕，唐桥将同时成为五粮液集团和五粮液股份的新任掌门人。

一、王国春建立了五粮液集团“王国”

从 1985 年起王国春就出任五粮液厂长，在其领导下五粮液从一个地方中等规模的国有企业发展成国内白酒行业巨头，年销售额从 1500 万元提升至 157 亿元，稳居行业第一，并扶持了五粮液集团旗下普什集团的多元化发展。王国春被誉为五粮液的“灵魂人物”。

1、将五粮液品牌带入高端领域，成为白酒“大王”

2010 年公司实现收入 155.41 亿元，同比增长 40%，继续稳居行业第一，其中高价位酒实现收入 109.02 亿元，较去年大幅增长 51%，占酒类收入的 77%。五粮液与茅台一起奠定高端品牌的稳固地位。五粮液在很多方面开创行业先河，行业引领作用不可磨灭。

2、打造集团多元化，建立五粮液“王国”

五粮液集团在“一元为主，多元发展”战略下，先后收购过药厂、进军芯片、投资汽车产业，打造出销售收入 350 亿元，利税 70 亿的五粮液王国。多元化发展被认为是王国春时代核心经营战略。

3、弊端：对股份公司利益有所侵蚀

股份利益向集团输送一直被资本市场诟病，以集团为单位的政府考核机制也弱化五粮液股份公司的地位。

二、过渡期的发展

事实上，在 2007 年 3 月王国春卸任上市公司五粮液董事长开始，资本市场对于王国春的卸任和唐桥的接班就早有准备。而这一阶段五粮液也经历了长达四年的过渡期。在过渡期内，五粮液在逐步嬗变：

1、关联交易得到大幅度修正，股份公司的利益得到更大体现

唐桥在 2007 年走马上任后，对五粮液先后进行了三次解决关联交易的大手术，剪断了集团对五粮液的托管关系。股份公司与集团公司合资成立五粮液销售公司，股份公司占有 90% 的股权。

2、五粮液品牌梳理，产品盈利能力显著增强

除了解决关联交易，在过渡期唐桥还积极实施五粮液品牌加减法，重新对旗下的品牌进行梳理，使各个自品牌各司其职，分别占领不同的细分市场，相互协调，品牌的个性更加突出。五粮液占领高端领域，五粮醇、五粮春抢占中高端市场，金六福成为中低档的强势品牌，而透过尖庄不放过低端市场。通过理清产品线，大大提高了公司的盈利能力，毛利率稳步提升。

表 1: 五粮液各品牌销量情况

单位: 万吨

	2009 年度	2010 年度	同比增长
五粮液系列酒	8	10.45	23.74%
分产品			
五粮液	10407	12800	23%
其中: 年份酒	500	600	20%
老酒		400	
五粮醇	11593	13100	13%
五粮春	4651	5860	26%
尖庄	6295	7365	17%
金六福	17889	18000	0.62%
浏阳河		1.25	
六合液		590	
永福酱酒		115	

资料来源: 中信建投研发部

三、五粮液将走进新时代

1、集团与股份公司之间的发展与利益关系更容易得到平衡发展

以往多元化发展耗费了太多的精力,而唐桥在产业布局上更加稳健,未来五粮液会更加注重白酒主业的发展,走高端品牌战略。一些关联公司将被逐渐剥离或者私有化,大力打造精品战略,提高品牌的含金量。一些与白酒无关的控股公司将很快被转让和剥离,集团产业链上的一些相关产业也将得到相关调整和理顺,这符合四川省和宜宾市政府的一些精力集中和利益均衡的政策。

2、抓住白酒产业高速发展的历史机遇,将五粮液做大做强

本年,省政府对公司的下达的任务总销量增长不低于 20%,收入和利润都将保持 20%以上的增长。公司单品五粮液实现销售量的增长,预计不低于 20%。我们假设公司销量 2011 年增长 20%,吨酒价格增长 6%,公司仅白酒的销售收入将实现 177.85 亿元,由于公司其他业务收入一般占公司总收入的 10%,则公司 2011 年全年收入有望接近 200 亿元,同比增长 29%。

表 2:五粮液 2010-2013 年白酒业绩盈利预测

白酒	2011 年度	2012 年度	2013 年度
销量(万吨)	12.54	14.42	15.86
同比增长	20.00%	15.00%	10.00%
吨酒价格(万元)	14.18	14.89	15.64
同比增长	6.00%	5.00%	5.00%
营业收入(亿元)	177.85	214.76	248.04
同比增长	27.20%	20.75%	15.50%
营业成本(亿元)	41.34	49.61	59.53
同比增长	20.00%	20.00%	20.00%

毛利润（亿元）	136.51	165.15	188.51
同比增长	29.55%	20.98%	14.15%
毛利率（%）	76.75%	76.90%	76.00%

资料来源：中信建投研发部

公司今年团购市场扩张较快，主要做企业，团购每年保持 60% 以上的增长，团购特别是大型企业的团购将会是公司未来拓展的重点。

2010 年公司专卖店 1000 多家，今年将增长几百家，重点打造旗舰店，管理化，精细化日趋完善。公司认为，随着消费者的成熟，其消费会回归理性，重新消费五粮液。

公司成立华东事业部后，华东地区系列酒增长比较快，3 月份以前有 20% 的增长，系列酒销量都增加。

3、未来资本运作题材将更加丰富

我们在 6 月份参加公司股东大会时，领导层释放出信号，公司未来将积极参与白酒行业的资本运作，选择在营销领域实力较强的白酒公司达成有效的企业并购，实现优势互补。一方面可以解决公司原酒储备丰富的出处问题；另一方面可以充分利用并购企业的营销渠道，提高市场份额。

4、五粮春的运作将更加独立

今年产品重心转移，打造中价位产品，增加销售额，包括品牌、促销和广告。具体策略是“以两头带中端”，即积极发展高端五粮液系列以及继续推进增长势头较好的五粮醇以及尖庄等中低端酒带动五粮春、六合液等高中端等系列产品。

我们一直看好五粮春的发展，这是一款性价比很高的产品，无论是产品质量还是价格，在市场同档次产品中都具有较强的竞争优势。未来股份公司将对五粮春将具有更大的话语权，这对填补五粮液涨价后的价格空白区，提高五粮液在 300-500 元价格区内的竞争实力将很有意义。

5、永福酱酒将推新产品，大力放量

公司现在主要精力还是在浓香型酒，酱香型酒交给银基来运作，签署了 15 年的代理权。五福酱酒主要有公司主导，销售管理、新品牌的创意均由公司的一位副总专门分管，五粮液公司每年下达销售任务，具体由银基来执行。2010 年公司生产五福酱酒 500 吨，销售了 115 吨，预计 2011 年计划生产 600 吨左右，销售将会有大幅的增长。

公司计划本年将推出第二款酱香酒，市场定价低于茅台，希望通过此款酒带动酱香酒销量的增加，一季度五福酱香销售情况较好。

四、相对于老窖、洋河，五粮液优势在哪里？

1、公司系列酒提价预期强烈，下半年提价幅度约为 20%

目前，五粮液终端价格维持在 889 元，与出厂价差 50% 左右。因为约谈的原因，五粮液错过了春季调价的机会，目前出厂价低于国窖 1573。下半年五粮液提价的可能性很大，幅度 20% 左右。

2、高端地位稳固，品牌拉动力更强

今年一季度五粮液实现销量 3.67 万吨，同比增 23%。在高端品牌的带动以及广告投放的配合下，1-5 月份五粮春、五粮醇的销量都呈现两位数增长。

3、公司产品线更为清晰

公司当前覆盖了高中低三档次的产品，较为清晰的产品线往往在营销上能形成合力。在高端品五粮液销量不断上升的情况下，中低档酒的销量也能实现较大增长。去年其加大了对销售中低价位酒政策的调整，今年的量要有较大幅度的增加。公司要求把几个核心品牌要大幅度增加，形成拳头性的品牌，力争打造单品超 5 万吨的产品。公司将会开发限制产能，酒库增加 6 万吨，扩大包装生产线来应对市场的攻击。

4、估值优势具有较强吸引力

公司实施市值考核，将管理层利益与公司业绩、资本市场挂钩。相比其他白酒公司，五粮液的估值明显偏低，在茅台的推动下，五粮液业绩释放压力较大。

表 4：白酒上市公司估值比较

股票代码	上市公司	股价	2010EPS	2011EPS(E)	2012EPS(E)	2010PE	2011PE	2012PE
000568.SZ	泸州老窖	46.18	1.58	1.97	2.58	29	23	18
600519.SH	贵州茅台	194.08	5.35	8	10.87	36	24	18
000858.SZ	五 粮 液	37.15	1.158	1.5	1.95	32	25	19
600199.SH	金种子酒	17.70	0.32	0.55	0.87	55	32	20
000596.SZ	古井贡酒	79.83	1.34	2.33	3.59	60	34	22
600779.SH	水井坊	22.84	0.48	0.65	0.84	48	35	27
002304.SZ	洋河股份	131.50	2.45	3.69	5.00	54	36	26
600809.SH	山西汾酒	73.50	1.142	1.98	2.82	64	37	26
600559.SH	老白干酒	29.52	0.30	0.59	0.77	98	50	38
000799.SZ	酒 鬼 酒	19.52	0.26	0.36	0.50	74	54	39

资料来源：WIND，中信建投研究所

盈利预测与估值

我们预计，未来五粮液会保持 30% 左右的增长，2011 年-2013 年的 EPS 分别为：1.5 元，1.95 元和 2.53 元，考虑到当前 PE 仅有 25 倍，提高评级至“买入”，目标价：46 元。



分析师介绍

郑绮: 食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验,11 年证券研究经验,曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围,获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生: 经济学博士,曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师,2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。2010 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。