

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

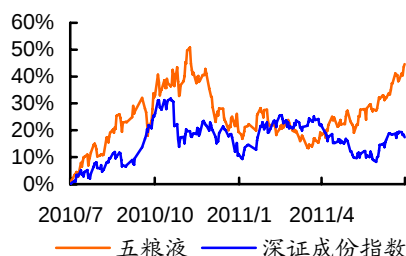
6-12 个月目标价:	48.00 元
当前股价:	39.08 元
评级调整:	维持

基本资料

深证成份指数	12301.41
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	3796
流通市值(亿)	1483
EPS (TTM)	1.31
每股净资产(元)	4.84
资产负债率	35.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
五粮液	12.85	23.42	22.08
深证成份指数	6.88	-3.89	5.68



相关报告

《五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑, 公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的》
《五粮液-增长预期大幅加强, 估值相对显著偏低》2011-6-10

五粮液

000858

强烈推荐

老茅市值创新高, 五粮液还远吗? (差 29%!)

今天 (2011/7/21), 老窖、茅台盘中触及上市以来的复权股价新高!

投资要点:

- **老茅市值创新高, 五粮液还远吗? (差 29%!)**。上市首日 (1994/5/9), 老窖开盘价 9 元, 复权后股价高点 1075 元 (2007/10/24), 今天触及复权新高 1194 元 (翻 131 倍); 茅台上市首日开盘价 34 元 (2001/8/27), 复权后股价高点 1046 元 (2008/1/15), 今天触及复权新高 1061 元 (翻 30 倍), 五粮液上市首日 (1998/4/27), 开盘价 30 元, 复权后高点 726 元 (2007/10/16), 目前复权股价 561 元, 离高点还差 29%!
- **从过去 5 年收入、净利润增速看, 五粮液不曾落后。2007 年:** 老窖收入 29 亿元, 净利润 8 亿元; 茅台收入 72 亿元, 净利润 28 亿元; 五粮液收入 79 亿元, 净利润 8 亿元; **2011 年 wind 一致预期:** 老窖收入 73 亿 (+152%, 基准为 2007, 如下类似表述), 净利润 28 亿元 (+250%); 茅台收入 164 亿元 (+128%), 净利润 75 亿元 (+168%); 五粮液收入 195 亿元 (+147%), 净利润 58 亿元 (+625%)。
- **今后两年, 五粮液业绩预期仍能持续高增长, 且长期增长空间逐步打开。**
- **今年增速预期有望提升: 管理层更替尘埃已定+茅台提高规划目标必将激起鲶鱼效应, 公司账面 76 亿元预收帐款为年内业绩增长保驾护航。**近期五粮液集团及股份公司管理层更替尘埃已定, 且茅台将十二五收入规划 CAGR 从 14% 提高到 24%, 今年收入增速规划为 45%+, 将有望激起鲶鱼效应。今年 1 季度公司账面有 76 亿元的预收帐款, 比茅台还要高 13 亿元, 占 2010 年全年收入比例达 50%, 为白酒行业之冠。最保守的估算, 假设五粮液预收帐款与茅台持平, 则释放 13 亿元预收帐款, 今年 EPS 能增厚: $13 \times 85\% (\text{高档酒毛利率}) \times (1-25\%) (\text{算成税后}) / 37.96 (\text{总股本}) = 0.22 \text{ 元}$ 。如果仅仅按公司之前规划的今年仅是量增长 20%, 则 11 年 EPS 为 $1.16 (2010 \text{ 年 EPS}) \times 1.2 = 1.39 \text{ 元}$, 但若加上 0.22 元, 将达 1.61 元, 同比增速 38.79%。
- **明年增速无忧: 高档酒在投资性需求助推下需求强劲, 五粮液产量增速在 20% 左右, 且压抑已久的出厂价年内有望提高 20%+, 明年业绩增速无忧。**我们在之前的报告中一再指出, 流动性过剩推动的投资性需求推高了茅台的价格, 挤出商务需求使得五粮液受益, 使得高档酒需求非常强劲, 关键就看供给, 五粮液去年、今年以来的产量增速在 20% 左右, 保证了今明两年量上的增长 (五粮液生产后储存一年再销售)。去年至今五粮液没有提价, 出厂价 509 元已被茅台 (619)、国窖 1573 (619) 拉开近 20%。终端价与出厂价价差也达 75% 的历史高点, 没提价的原因是去年底舆论压力较大, 今年初则受发改委管制。我们认为在通胀压力缓解后, 出于维护品牌竞争力及提升业绩的考虑, 压抑已久的出厂价终将得以提高,

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	15541	21036	25858	31830
同比(%)	40%	35%	23%	23%
归属母公司净利润(百万元)	4395	6109	8471	10773
同比(%)	35%	39%	39%	27%
毛利率(%)	68.7%	68.1%	73.2%	74.5%
ROE(%)	24.3%	26.5%	28.3%	28.0%
每股收益(元)	1.16	1.61	2.23	2.84
P/E	29.92	24.22	17.49	13.73
P/B	7.27	5.70	4.39	3.41
EV/EBITDA	18	13	10	8

预期年内提价幅度将会在 20%+, 明年业绩持续增长。

- **长期增速有积极变化：中低档酒通过营销变革增长提速为提高产能利用率打开空间，并购拓展销售渠道进一步放量是潜在催化剂。**公司主力产品五粮液酒长期以来供不应求，但浓香型酒分段摘酒的生产工艺决定了要实现五粮液产量提升，会同时生产出大量的二、三级系列酒，这就使得公司要提高产量，必然要相应地提高中低档酒的销售能力以消化系列酒。受制于销售能力，当前公司产能利用率仅 25%，有极大的提升潜力。2010 年底，公司成立华东营销中心，整合集中资源，以更贴近市场的措施进行营销，此模式在成功后有望向各地复制。今年 1 季度六和液销量增速 110%，五粮春销量增速达 22%，二季度以来淡季不淡，延续高增长，显示营销转型初显成效。同时公司有 162 亿元现金，今年 5 月 28 日困扰公司两年之久的证监会调查结束，意味着公司有望重启并购战略，通过并购地方酒企获得销售渠道，为进一步放量打下基础，从而提高产能利用率，保障长期增长打开了空间。
- **公司治理问题已成过去式，低估值的情况理应得以修复，未来 6 个月目标价 48 元，有望冲击历史新高。**预测公司 11/12/13 年 EPS1.61/2.23/2.84 元，对应 PE 仅 24/17.5/13.7 倍，估值偏低，而资本市场长期以来因公司治理问题给予五粮液低估值的观点随着五粮液调查案在 2011/5/27 结束早已成为过去式，估值理应提升，按 11 年 30 倍 PE 算，未来 6 个月目标价为 48 元，维持“强烈推荐”投资评级。**股价催化剂：**CPI 持续高企，五粮液主品牌提价，并购

风险提示：政务消费受限制、社会舆论对高档酒消费及提价的持续关注

图 1 泸州老窖复权股价走势



资料来源：wind、中投证券研究所

图 2 贵州茅台复权股价走势



资料来源: wind、中投证券研究所

图 3 五粮液复权股价走势



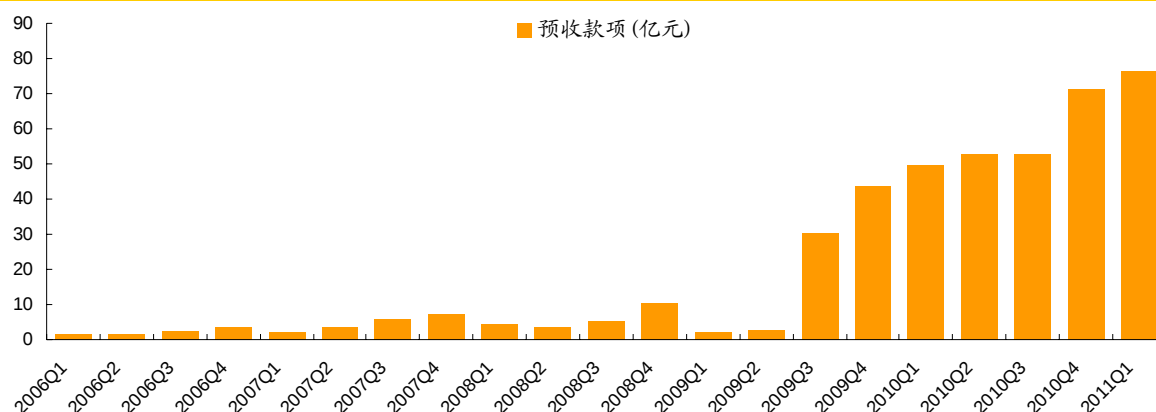
资料来源: wind、中投证券研究所

表 1 五粮液产品系列

产品档次	产品系列	终端价 (元/瓶)	2010 年销量 (吨)	收入占比
高档	五粮液	889+	12800	70%
中档	六和液、五粮春	150 ~ 600	6450	30%
低档	五粮醇、金六福、浏阳河、尖庄、散酒	150-	70965	

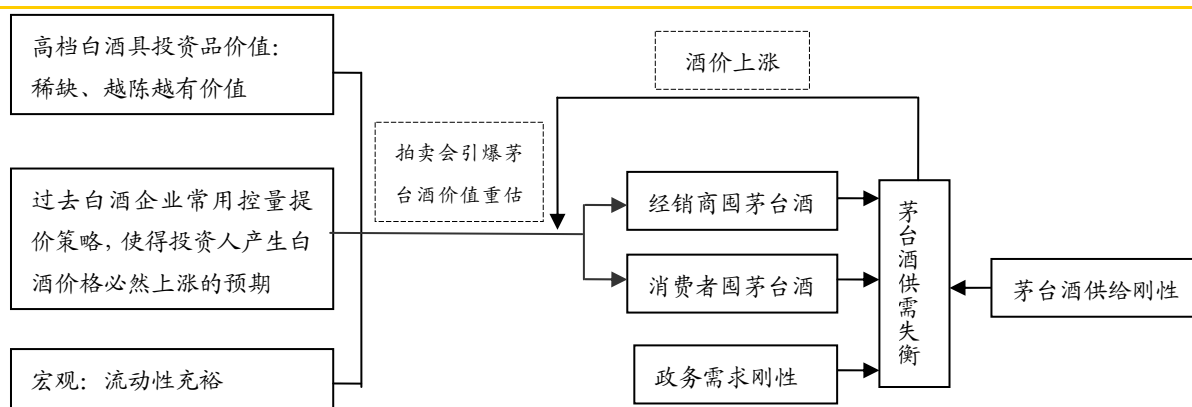
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 4 公司巨额的预收帐款有望为业绩保持稳定增长保驾护航



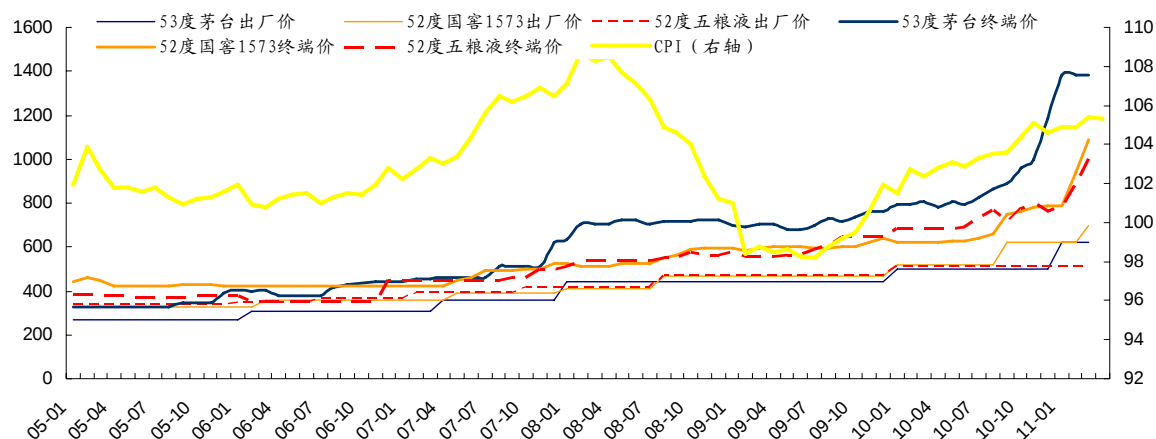
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 5 普通 53 度茅台酒终端价飙升分析逻辑



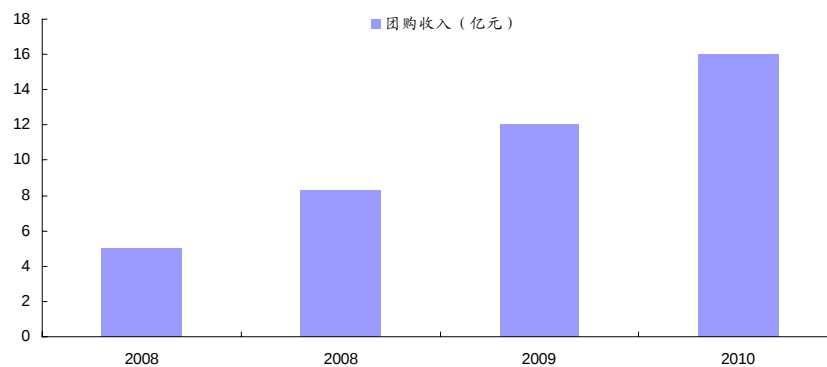
资料来源：中投证券研究所

图 6 高档白酒出厂价、终端价远远跑赢 CPI



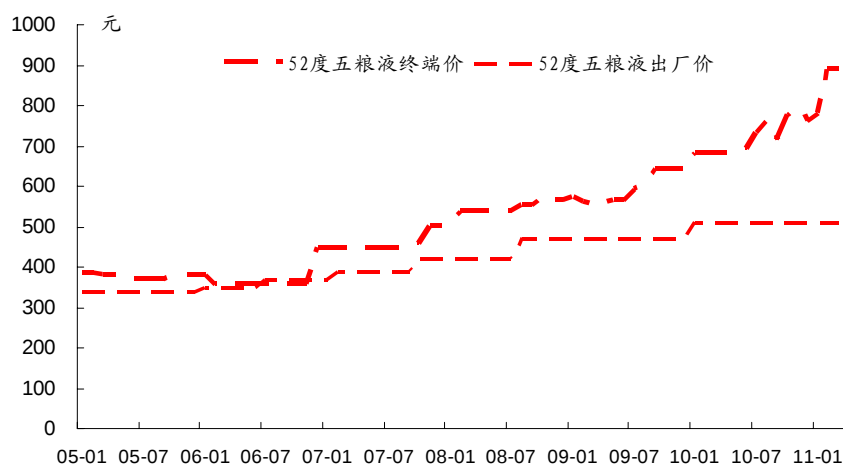
资料来源: CEIC、国家统计局、中投证券研究所

图 7 五粮液团购收入迅速提升



资料来源: 公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 8 五粮液终端价与出厂价价差达史上高点



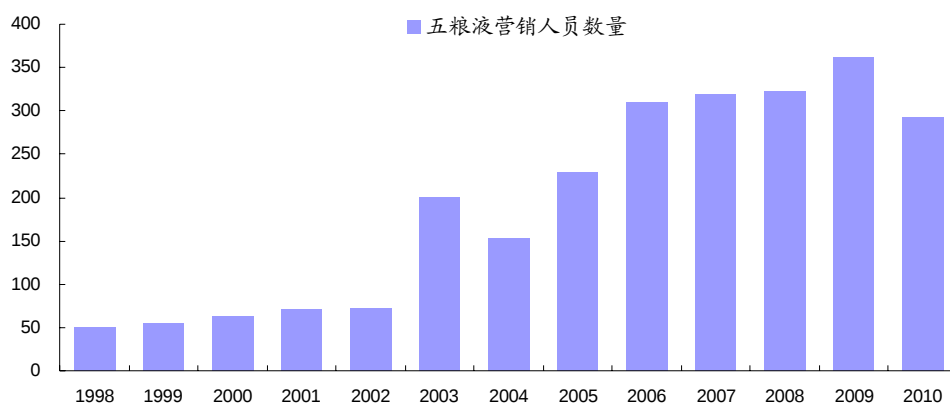
资料来源: CEIC、国家统计局、中投证券研究所

表 2 高档酒出厂价与终端价价差（元/瓶）

	出厂价	终端价	价差幅度
普通 53 度茅台	619	1380	123%
52 度国窖 1573	619	939	47%
52 度五粮液	509	889	75%
52 度水井坊	438	650	48%

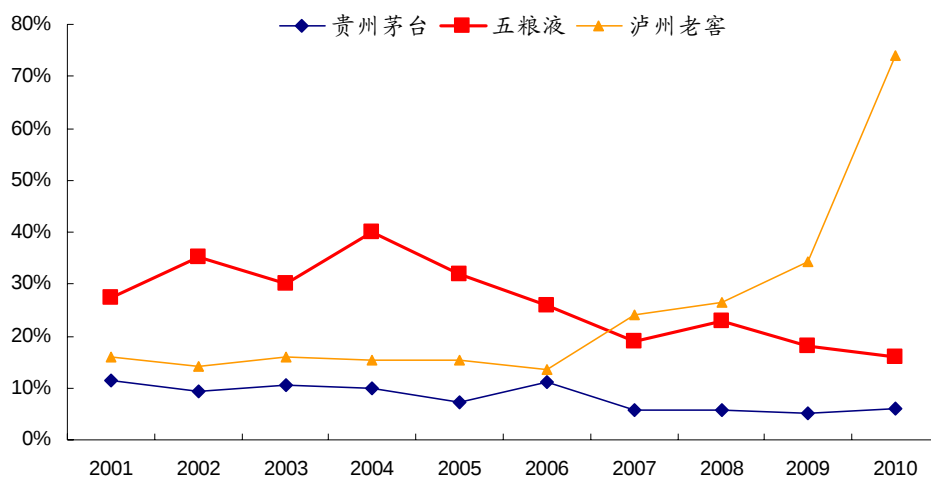
资料来源：中投证券研究所搜集整理

图 9 五粮液营销人员团队持续壮大



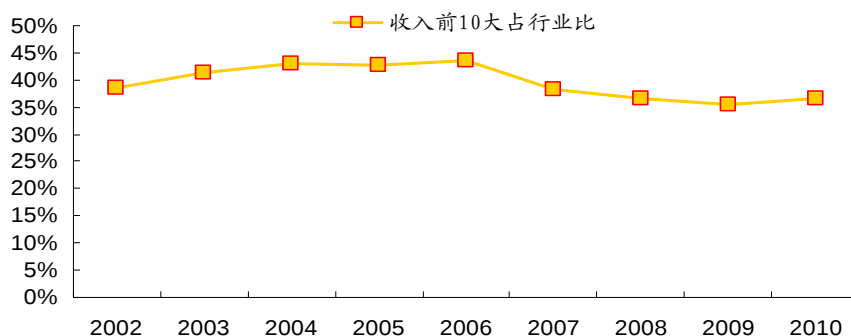
资料来源：公司公告、中投证券研究所搜集整理

图 10 从前 5 大客户贡献收入占比持续降低可见五粮液对经销商掌控能力提升



资料来源：公司公告、中投证券研究所（注：为剔除 2008 年前五粮液巨额关联交易的影响，2008 年前五粮液的数据均为前 4 大客户贡献收入比例）

图 11 白酒行业集中度仍有很大的提升空间



资料来源：统计局、公司公告、中投证券研究所搜集整理

表 3 盈利预测假设表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
五粮液					
销量 (吨)	9800	12800	15488	17988	20488
增长率 (%)	3.16%	30.61%	21.00%	16.14%	13.90%
吨酒价格 (万元/吨)	73.65	85.88	88.45	107.03	117.73
增长率 (%)	69.16%	16.60%	3.00%	21.00%	10.00%
吨酒成本 (万元/吨)	10.77	12.06	12.67	13.30	13.97
增长率 (%)	-4.83%	12.02%	5.00%	5.00%	5.00%
收入 (万元)	721770.00	1099226.00	1369965.36	1925229.45	2412080.89
增长率 (%)	74.50%	52.30%	24.63%	40.53%	25.29%
成本 (万元)	105542.00	154425.00	196196.96	239259.46	286137.71
增长率 (%)	-1.82%	46.32%	82.51%	21.95%	19.59%
毛利率 (%)	85.38%	85.95%	85.68%	87.57%	88.14%
中低价位酒合计					
销量 (吨)	74700	113200	140368	162827	187251
增长率 (%)	21.86%	51.54%	24.00%	16.00%	15.00%
吨酒价格 (万元/吨)	3.73	2.81	2.98	3.13	3.29
增长率 (%)	21.75%	-24.79%	6.27%	5.00%	5.00%
吨酒成本 (万元/吨)	2.43	1.79	1.88	1.98	2.08
增长率 (%)	-4.92%	-26.23%	5.00%	5.00%	5.06%
收入 (万元)	278887.15	317856.96	418855.37	510165.84	616025.26
增长率 (%)	48.36%	13.97%	31.77%	21.80%	20.75%
成本 (万元)	181523.11	202926.72	264210.59	321808.50	388804.86
增长率 (%)	15.86%	11.79%	68.64%	21.80%	20.82%
毛利率 (%)	34.91%	36.16%	36.92%	36.92%	36.88%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 五粮液估值具有极大的优势

公司	EPS				P/E				投资评级
	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	
贵州茅台	4.86	7.39	9.17	11.24	41.83	27.52	22.18	18.10	强烈推荐
五粮液	1.16	1.61	2.23	2.84	29.81	24.22	17.49	13.73	强烈推荐
张裕 A	2.72	3.50	4.09	5.33	41.18	31.96	24.44	18.12	强烈推荐
山西汾酒	1.14	1.91	2.82	3.91	69.30	41.36	28.01	20.20	强烈推荐
泸州老窖	1.58	2.07	2.59	3.11	30.82	23.50	18.84	15.68	强烈推荐
伊利股份	0.97	1.32	1.74	2.27	35.69	26.31	20.06	15.38	强烈推荐
双汇发展	1.80	2.70	3.64	4.89	34.32	22.94	17.01	12.66	强烈推荐
洽洽食品	0.76	1.00	1.42	1.90	39.03	29.67	20.84	15.61	强烈推荐
汤臣倍健	1.68	2.60	4.10	5.90	55.12	35.61	22.50	15.64	推荐
贝因美	0.99	1.29	1.69	2.09	39.61	30.91	23.20	15.22	推荐
皇氏乳业	0.27	0.40	0.54	0.69	63.74	43.02	31.87	24.94	推荐
承德露露	0.59	0.75	1.00	1.30	33.10	26.67	20.00	15.30	推荐

资料来源：中投证券研究所

附录：中投证券食品饮料团队近 6 个月来发布的报告

酒鬼酒 000799-公司点评：营销中心拟前移至长沙，加快决策速度-强烈推荐	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/07/07
双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
伊利股份-定向增发项目将加速产能投放进程，支持未来三年高速增长	2011/5/18
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22

食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28
伊利股份-加码宁夏吴忠液态奶项目，产能布局进一步优化	2011/1/20
泸州老窖-整固已近尾声，再次腾飞在即	2011/1/19
伊利股份-品牌升级推动公司向世界一流健康食品集团迈进	2010/12/21
白酒行业-以五因素分析模型为工具，前瞻把握地产酒投资机会	2010/12/20
白酒-中国白酒行业的发展趋势和预测——2011 年度策略会柴俊发言纪要	2010/12/20
乳制品行业-从奶源、产品、渠道全产业链精选优势企业	2010/12/20
皇氏乳业-高端差异化产品水牛奶即将迈开全国化战略步伐	2010/12/20
光明乳业-国内首款常温酸奶在全国上市，引领公司进入突变期	2010/12/3
蒙牛乳业-高端产品奶源供给瓶颈突破在即	2010/11/29
伊利股份-深耕产业链，扩大自有奶源，加大产能布局，渠道继续下沉	2010/11/29
古井贡酒-扩产能、布网点，加速回归一线名酒	2010/11/29
光明乳业-期待常温奶在华东地区的蚕食式扩张	2010/11/10
皇氏乳业-水牛奶，三年即将甲天下	2010/10/29

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	21370	22966	30405	40959	营业收入	15541	21036	25858	31830
现金	14134	17449	24350	33751	营业成本	4863	6704	6933	8105
应收账款	89	19	23	29	营业税金及附加	1392	1885	2317	2852
其它应收款	38	103	127	156	营业费用	1803	2440	2999	3692
预付账款	328	13	14	16	管理费用	1562	1788	2198	2706
存货	4515	3650	3775	4413	财务费用	-192	-237	-313	-436
其他	2265	1731	2117	2594	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	7304	7022	6704	6339	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	33	27	27	27	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	6373	6322	6112	5803	营业利润	6095	8456	11724	14911
无形资产	300	296	292	289	营业外收入	51	0	0	0
其他	598	377	273	221	营业外支出	75	0	0	0
资产总计	28674	29987	37109	47298	利润总额	6070	8456	11724	14911
流动负债	10288	6416	6332	7539	所得税	1508	2114	2931	3728
短期借款	0	0	0	0	净利润	4562	6342	8793	11183
应付账款	155	67	69	81	少数股东损益	167	233	322	410
其他	10133	6349	6263	7458	归属母公司净利润	4395	6109	8471	10773
非流动负债	19	3	3	3	EBITDA	6672	8880	12127	15239
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.16	1.61	2.23	2.84
其他	19	3	3	3					
负债合计	10307	6418	6334	7542	主要财务比率				
少数股东权益	265	498	820	1230	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	3796	3796	3796	3796	成长能力				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	39.6%	35.4%	22.9%	23.1%
留存收益	13352	18322	25204	33775	营业利润	32.9%	38.7%	38.7%	27.2%
归属母公司股东权益	18101	23071	29955	38527	归属于母公司净利润	35.5%	39.0%	38.7%	27.2%
负债和股东权益	28674	29987	37109	47298	获利能力				
					毛利率	68.7%	68.1%	73.2%	74.5%
					净利率	28.3%	29.0%	32.8%	33.8%
					ROE	24.3%	26.5%	28.3%	28.0%
					ROIC	130.0	134.4%	177.7	241.2%
					偿债能力				
					资产负债率	35.9%	21.4%	17.1%	15.9%
					净负债比率				
					流动比率	2.08	3.58	4.80	5.43
					速动比率	1.64	3.00	4.20	4.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.63	0.72	0.77	0.75
					应收账款周转率	156	369	1103	1104
					应付账款周转率	24.65	60.27	101.68	107.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.16	1.61	2.23	2.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.03	1.30	2.26	3.05
					每股净资产(最新摊薄)	4.77	6.08	7.89	10.15
					估值比率				
					P/E	33.68	24.23	17.48	13.74
					P/B	8.18	6.42	4.94	3.84
					EV/EBITDA	20	15	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

蒋 鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434