

五粮液 (000858)

低估值，12个月可看50%空间

——记五粮液（2011·深圳）投资者见面会

 **胡春霞**
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 编号 S0880511010015

本报告导读：

我们于2011年9月8日协助五粮液举办“2011年投资者见面会（秋季·深圳）”。公司总体经营情况稳健，未来1-2年业绩大幅增长趋势可见，估值偏低，建议增持。

投资要点：

- **预计三季报业绩增速40%以上：**1-8月收入增长30%以上，净利润增长40%以上。1-8月整体销售近9万吨，预计全年计划销售13.5万吨目标可实现（对应销量增速29%）。公司今年以来高档酒销售淡季不淡，包括中低档系列酒在内全产品线均呈现出需求旺盛的态势。
- **公司今年以来变化：**1) **加大了团购和定制酒推广力度：**团购比例提高推升吨酒均价（五粮液团购价于2010年9月底涨40元至569元，幅度7.5%；团购价较出厂价高60元，对应幅度11.8%）。2) **销售改革：**公司今年工作重心在中价位酒，华东营销中心逐步酝酿渠道模式变革，对经销商的考核也主要集中到系列酒方面；对开发品牌逐步梳理，与品牌开发商签订军令状，不达标即淘汰。3) **集团领导换届：**管理层释放业绩、中层干部加强营销动力充足。茅台今年大幅释放业绩信号明确；白酒新科探花洋河近几年快速增长趋势不减，市值已超1200亿，距离五粮液市值仅差12%。公司管理层面临较大竞争压力。
- **公司未来看点：**1) 华东营销中心为唐总力推，预期运作成功后将逐步向全国复制；高档酒团购定制占比预期将进一步提高。总体来看公司销售模式在逐步走向扁平化，对中档酒渠道推力也在逐渐增强。2) 永福酱酒有望成为公司新一增长极。3) 证监会调查结案，资本运作将迈出重要一步。4) 大幅提价直接提升明年业绩，预计明年高档酒收入将增40%以上；预期系列酒年内也将有不同幅度提价。
- **十二五规划：**公司计划十二五末白酒销量20万吨、收入400亿。按此计算，公司十二五期间销量复合增速14%，收入复合增速21%。
- **盈利预测与投资建议：**高档酒持续旺销，中低档酒积极运作不断突破将带动业绩持续超预期。今年大幅提价直接贡献明年业绩，预计11-12年Eps1.66、2.33元。以未来12个月为预期，可给予12年25倍左右PE，看50%空间；6个月目标价49元，对应12年21倍PE，建议增持。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,129	15,541	20,262	26,826	32,547
(+/-)%	40%	40%	30%	32%	21%
经营利润 (EBIT)	4,467	5,921	8,413	11,815	15,010
(+/-)%	97%	33%	42%	40%	27%
净利润	3,245	4,395	6,307	8,826	11,217
(+/-)%	79%	35%	43%	40%	27%
每股净收益 (元)	0.85	1.16	1.66	2.33	2.96
每股股利 (元)	0.15	0.30	0.50	0.80	1.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	40.1%	38.1%	41.5%	44.0%	46.1%
净资产收益率(%)	22.7%	24.3%	28.0%	31.2%	31.4%
投入资本回报率(%)	23.1%	24.3%	28.2%	32.2%	31.9%
EV/EBITDA	26.4	19.3	13.5	9.4	7.0
市盈率	44.2	32.6	22.7	16.2	12.8
股息率(%)	0.4%	0.8%	1.3%	2.1%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**49.00**

上次预测：**49.00**

当前价格：**38.26**

2011.09.14

交易数据

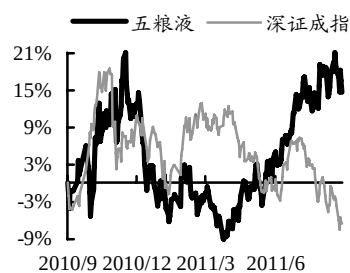
52周内股价区间(元)	30.00-41.48
总市值(百万元)	145,234
总股本/流通A股(百万股)	3,796/3,796
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	22
日均成交值(百万元)	817

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	20,325
每股净资产	5.35
市净率	7.1
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.40	0.55
Q2	0.19	0.34
Q3	0.30	0.40
Q4	0.26	0.38
全年	1.16	1.66

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	8%	13%
相对指数	3%	14%	21%

相关报告

《提价如期而至 时点和幅度略超预期》	2011.08.30
《业绩持续超预期 建议继续增持!》	2011.08.16
《五粮液集团任命尘埃落定》	2011.07.06
《继续建议增持，中报业绩有望超预期》	2011.06.12
《收入增速超预期 估值具备安全边际 建	2011.04.27

模型更新时间: 2011.09.13

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: 49.00

上次预测: 49.00

当前价格: 38.26

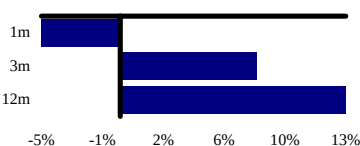
公司网址

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

30.00-41.48

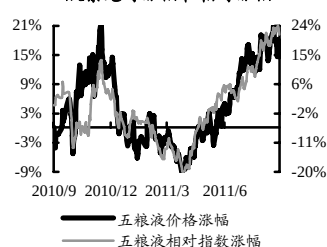
市值 (百万)

145,234

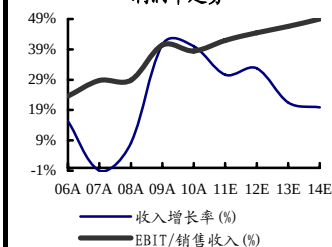
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	7,397	7,329	7,933	11,129	15,541	20,262	26,826	32,547	38,947
营业成本	3,494	3,378	3,618	3,861	4,863	6,156	7,608	8,749	9,849
税金及附加	686	583	566	799	1,392	1,743	2,307	2,799	3,349
销售费用	1,005	783	891	1,164	1,803	2,026	2,602	3,059	3,544
管理费用	478	498	589	839	1,562	1,925	2,495	2,929	3,310
EBIT	1,733	2,087	2,269	4,467	5,921	8,413	11,815	15,010	18,894
公允价值变动收益	3	0	0	16	-7	0	0	0	0
投资收益	3	3	2	3	3	3	3	3	3
财务费用	-50	-92	-160	-110	-192	-291	-366	-472	-625
营业利润	1,795	2,183	2,431	4,587	6,095	8,706	12,184	15,485	19,523
所得税	609	706	569	1,139	1,508	2,161	3,024	3,843	4,846
少数股东损益	9	4	19	222	167	239	334	424	535
净利润	1,167	1,469	1,811	3,245	4,395	6,307	8,826	11,217	14,142
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	2,795	4,069	5,933	7,567	14,155	18,264	22,433	30,104	39,412
其他流动资产	24	43	53	29	64	60	66	73	80
长期投资	26	26	27	30	33	533	1,533	1,533	1,533
固定资产合计	5,212	4,994	4,662	7,154	6,888	7,282	8,511	9,520	10,309
无形及其他资产	65	62	61	376	372	496	603	693	770
资产合计	10,340	11,572	13,496	20,849	28,674	35,542	44,153	54,556	66,731
流动负债	2,036	1,943	2,040	6,264	10,288	12,526	15,013	17,570	19,623
非流动负债	3	3	0	5	19	3	3	3	3
股东权益	8,263	9,569	11,380	14,275	18,101	22,510	28,300	35,721	45,308
投入资本(IC)	8,266	9,592	11,420	14,531	18,315	22,460	27,584	35,429	45,551
现金流量表									
NOPLAT	1,142	1,411	1,731	3,362	4,450	6,325	8,882	11,285	14,204
折旧与摊销	471	469	436	683	770	831	1,015	1,251	1,484
流动资金增量	-273	-253	-286	1,072	2,431	829	388	931	59
资本支出	-251	-247	-106	-985	-461	-1,349	-2,350	-2,350	-2,350
自由现金流	1,089	1,379	1,775	4,132	7,190	6,635	7,935	11,117	13,398
经营现金流	1,336	1,666	1,973	6,054	7,703	8,216	10,553	13,815	16,210
投资现金流	-250	-243	-106	-4,257	-464	-1,846	-3,347	-2,347	-2,347
融资现金流	-271	-148	-3	-179	-648	-2,261	-3,037	-3,796	-4,555
现金流净增加额	815	1,275	1,865	1,618	6,591	4,108	4,169	7,672	9,307
财务指标									
成长性									
收入增长率	15.2%	-0.9%	8.2%	40.3%	39.6%	30.4%	32.4%	21.3%	19.7%
EBIT 增长率	48.2%	20.4%	8.7%	96.8%	32.6%	42.1%	40.4%	27.0%	25.9%
净利润增长率	47.5%	25.8%	23.3%	79.2%	35.5%	43.5%	39.9%	27.1%	26.1%
利润率									
毛利率	52.8%	53.9%	54.4%	65.3%	68.7%	69.6%	71.6%	73.1%	74.7%
EBIT 率	23.4%	28.5%	28.6%	40.1%	38.1%	41.5%	44.0%	46.1%	48.5%
净利润率	15.8%	20.0%	22.8%	29.2%	28.3%	31.1%	32.9%	34.5%	36.3%
收益率									
净资产收益率(ROE)	14.1%	15.4%	15.9%	22.7%	24.3%	28.0%	31.2%	31.4%	31.2%
总资产收益率(ROA)	11.3%	12.7%	13.4%	15.6%	15.3%	17.7%	20.0%	20.6%	21.2%
投入资本回报率(ROIC)	13.8%	14.7%	15.2%	23.1%	24.3%	28.2%	32.2%	31.9%	31.2%
运营能力									
存货周转天数	154	179	196	263	300	300	300	300	300
应收账款周转天数	0	0	0	2	2	2	1	1	1
总资产周转天数	492	546	577	563	582	578	542	553	568
净利润现金含量	1.14	1.13	1.09	1.87	1.75	1.30	1.20	1.23	1.15
资本支出/收入	3%	3%	1%	9%	3%	7%	9%	7%	6%
偿债能力									
资产负债率	19.7%	16.8%	15.1%	30.1%	35.9%	35.3%	34.0%	32.2%	29.4%
净负债率	-33.8%	-42.5%	-52.1%	-53.0%	-78.2%	-81.1%	-79.3%	-84.3%	-87.0%
估值比率									
PE	87.7	97.6	79.2	44.2	32.6	22.7	16.2	12.8	10.1
PB	12.4	15.0	12.6	10.0	7.9	6.4	5.1	4.0	3.2
EV/EBITDA	45.2	54.5	50.8	26.4	19.3	13.5	9.4	7.0	5.1
P/S	13.8	19.6	18.1	12.9	9.2	7.1	5.3	4.4	3.7
股息率	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.8%	1.3%	2.1%	2.6%	3.2%

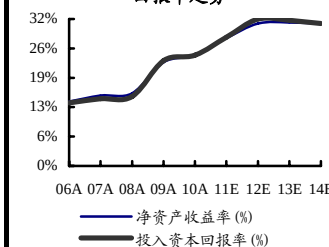
股票绝对涨幅和相对涨幅



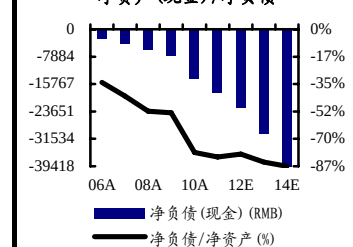
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 我们的观点：快速增长预期稳定，动态估值便宜	4
2. 产品旺销，预收款增加同时收入利润大幅增长	5
2.1. 销售淡季不淡，预期旺季更旺	5
2.2. 预收款持续增加基础上收入利润快速增长更显含金量	5
3. 今年以来公司的主要变化	7
3.1. 销售、产品结构调整和系列酒提价推升吨酒均价	7
3.2. 精简品牌，缩短终端，营销模式悄然变革	7
3.3. 集团领导换届过渡期	8
4. 未来看点	8
4.1. 中档品牌逐步梳理，渠道推力进一步增强	8
4.2. 永福酱酒有望成为公司新一增长极	9
4.3. 证监会调查结案，资本运作有望迈出重要一步	9
4.4. 大幅提价直接提升明年增速，预计后续仍有提价空间	9
5. 业绩仍有望超预期，估值便宜建议增持	10
6. 附录：交流纪要	11
图 1: 营业收入及增速（年度）	6
图 2: 归属母公司股东净利润及增速（年度）	6
图 3: 营业收入及增速（季度）	6
图 4: 归属母公司股东净利润及增速（季度）	6
图 5: 预收款再创新高	6
图 6: 二季度预收账款再增 5.8 亿	6
图 7: 上半年主营业务税金率 7.7%，同降 0.7%	7
图 8: 上半年期间费用率同比下降 3 个百分点	7
图 9: 高档白酒出厂价	10
图 10: 高档白酒终端零售价	10
图 11: 五粮液 PE 运行区间	10
表 1: 部分重点公司盈利、估值与涨幅比较	4
表 2: 五粮液产品结构介绍	5

1. 我们的观点：快速增长预期稳定，动态估值便宜

我们于 2011 年 9 月 8 日协助五粮液公司举办“2011 年五粮液投资者见面沟通会（秋季·深圳）”，与会人数近 150 人大幅超出我们之前预期。

- **销售情况：**1-8 月收入增长 30%以上，净利润增长 40%以上。1-8 月整体销售近 9 万吨，预计全年计划销售 13.5 万吨目标可实现。
- **提价直接贡献明年业绩：**出厂价自 9 月 10 日起上调 150 元至 659 元（幅度 29%），终端指导价上调至 1109 元（幅度 25%），团购价上调 120 元至 689 元（幅度 21%）。中报预收款 82 个亿，8 月起不再接受经销商打款，目前预收款 70 亿左右。预计按老价格所收预收款将在年内消化完毕，大幅提价将直接贡献明年业绩。
- **营销策略：**公司今年加大了团购和定制酒推广力度，效果良好。华东营销中心为唐总力推，预期运作成功后将逐步向全国复制。总体来看公司销售模式在逐步走向扁平化、渠道推力也在增强。
- **开发品牌适度精简：**公司今年与总经销商签协议，完不成任务 80% 的警告，明年再完不成就取消资格，战略上对开发品牌逐步精简。
- **十二五规划：**公司力争做世界蒸馏酒的领导者，十二五末计划白酒销量 20 万吨、收入 400 亿（今年预计收入 200 亿左右）。按此计算，公司十二五期间销量复合增速 14%，收入复合增速 21%。

总体来看：公司今年销售情况大幅好于历史水平，行业持续景气、公司内部改善也将保障未来销售趋势向好。1) **消费升级趋势不改，内部营销理顺带动销售放量：**公司高档酒将受益于国内高收入人群迅速扩大、高档消费品购买力增强持续推动；中低档酒快速增长一方面是白酒行业扩容、品牌白酒增速更快等原因所致，另一方面也与公司品牌、资源梳理，更重视中档酒营销等有关。目前来看，推动公司高中低档酒持续快速增长动力仍在，内部营销改善后中档酒运作模式一旦有所突破将进一步直接提升公司估值水平。2) **低估值，业绩大幅增长，相对涨幅较低：**自 4 月初行业启动以来，4/1-9/9 食品饮料行业上涨 7.2%，白酒行业上涨 18.2%，五粮液阶段内涨幅低于同业公司。在预期明年业绩增速 40% 的情况下，12 年 PE 仅有 16 倍，给予 2012 年 25 倍 PE，未来 12 个月可看 50% 以上空间。预计 11-12 年 Eps1.66、2.33 元，6 个月目标价 49 元（对应于 11 年 30xPE，12 年 21xPE），建议增持。

表 1：部分重点公司盈利、估值与涨幅比较

	Eps 增速				阶段涨幅 04/01-09/09	Eps 预测				PE	
	2010	11H1	11Q1	11Q2		2011	yoy	2012	yoy	2011	2012
贵州茅台	17%	58%	49%	65%	28%	7.58	56%	10.97	45%	26.6	18.4
五粮液	35%	49%	37%	74%	21%	1.66	43%	2.33	40%	22.7	16.2
泸州老窖	32%	35%	32%	41%	-1%	1.99	26%	2.63	32%	21.5	16.3
洋河股份	76%	70%	62%	86%	38%	4.23	73%	6.46	53%	33.5	22.0
山西汾酒	39%	97%	94%	107%	28%	2.13	86%	3.33	56%	35.7	22.8
古井贡酒	124%	168%	122%	276%	24%	2.40	93%	3.92	63%	37.3	22.8
张裕 A	27%	50%	49%	51%	26%	3.71	36%	4.80	29%	28.9	22.4

数据来源：国泰君安证券研究。估值日期：2011-09-13

2. 产品旺销，预收款增加同时收入利润大幅增长

2.1. 销售淡季不淡，预期旺季更旺

去年下半年以来公司产品持续旺销，高档品五粮液酒供不应求，年初至今包装生产线基本满负荷生产。今年春节后更是表现出销售淡季不淡的特征，包括中低档系列酒在内全产品线均呈现出需求旺盛的态势，是公司历年来不曾有过的现象。预计今年五粮液酒销售至少 14,000 多吨，较 2010 年增长 15%-20% 左右。

- **上半年销量增长情况：**上半年公司产品总销量 6.7 万吨，同比增长 30.5%；其中五粮液酒接近 8000 吨，增 19.2%；出口五粮液酒 560 吨，较去年同期下降 9.7%；五粮春 4200 多吨，增 28%；五粮醇 7600 多吨，增 43.5%；六和液 560 吨，增 54%；尖庄 6000 吨，增 69%；永福酱酒 400 吨。
- **预计下半年旺季更旺：**1) **高档酒：**一方面高档酒持续受益于中国高端消费品需求总量扩容，另一方面竞品茅台货品紧俏、价格飙升后，消费者对五粮液酒的购酒和消费偏好有所提升；2) **系列酒：**受益于行业性品牌白酒销量大幅增长，公司今年以来也加大了对系列酒的营销投入和考核力度，公司高层领导换届过渡期，各品牌事业部中层干部加强营销动力充沛。

表 2：五粮液产品结构介绍

	品种	2010 年		2011H1		价格	发展战略
		销量	yoy	销量	yoy		
高档产品	五粮液	12,800	23%	7,900	19.2%	出厂价 659 元、团购价 689 元、终端指导价 1109 元	持续提价，维持高档酒品牌形象
	永福酱酒	115	-	400	-	终端价 1280 元左右	重点打造，力争打造成公司新增长极
中档产品	六和液	590	11.86%	654	54%	终端价 418 元	主推次高端品牌
	五粮春	5,860	26%	7,200	28%	50 度终端价 250 元左右 45 度终端价 180 元左右	中价位酒重点打造品牌
	五粮醇	13,100	13%	7,600	43.5%	经典装终端价 50 元左右、新品淡雅五粮醇终端价 70-150 元之间	中价位酒重点打造品牌
	金六福	18,000	0.62%	-	-	-	买断品牌，维持规模
	浏阳河	12,500	-2.34%	-	-	-	买断品牌，维持规模
低档产品	尖庄	7,365	17%	6,700	69%	出厂均价 7-8 元	低档酒主要品牌，缓步提升产品均价，销量目标超过 5 万吨
	散酒	21,000	-	-	-	-	-
合计	-	104,500	23.74%	6,7000	30.50%	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

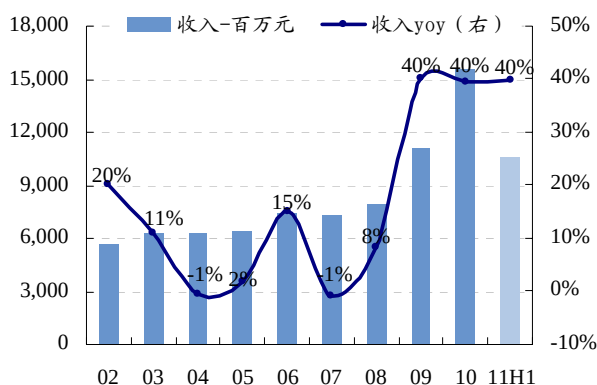
2.2. 预收款持续增加基础上收入利润快速增长更显含金量

上半年经营业绩回顾：五粮液上半年实现营业收入、净利润 106 亿、34

亿元, 同比增长 40%、49%, Eps0.89 元; 中报业绩超预期增速 9 个百分点。其中二季度收入、净利润 43.5 亿、12.8 亿元, 同比增长 41%、74%。

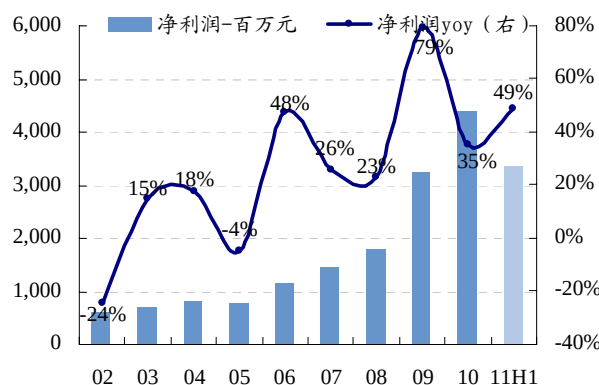
预收款持续增加, 经营性现金流充沛: 公司中报账面预收款 82.4 亿, 较一季度增 5.8 亿; 销售商品收到现金 148 亿, 同比增长 44%; 经营性现金流 54 亿, 同比增长 72%。在预收款继续增加的基础上, 公司收入增长更显含金量。

图 1: 营业收入及增速 (年度)



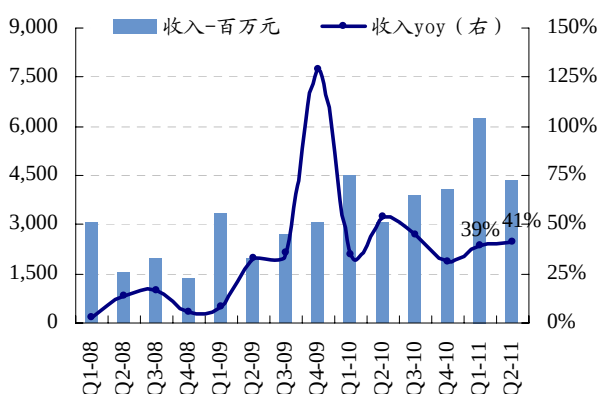
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 2: 归属母公司股东净利润及增速 (年度)



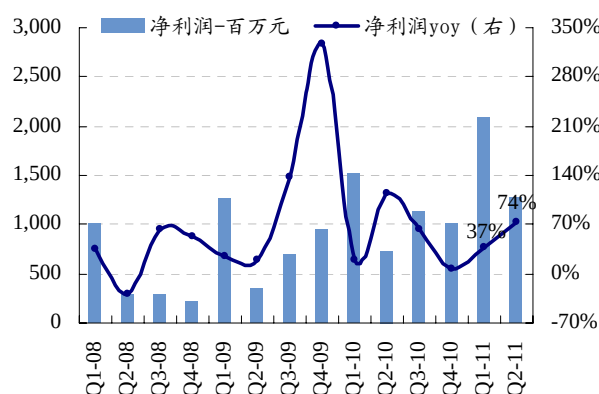
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 3: 营业收入及增速 (季度)



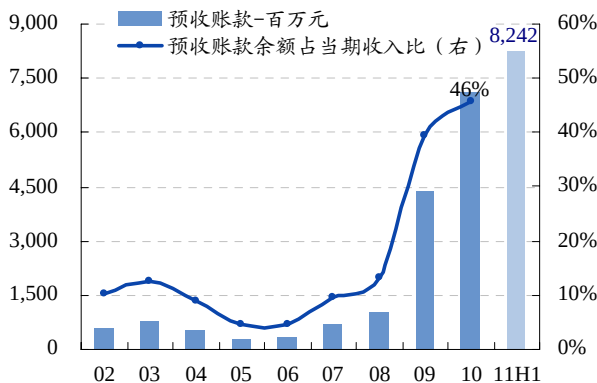
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 4: 归属母公司股东净利润及增速 (季度)



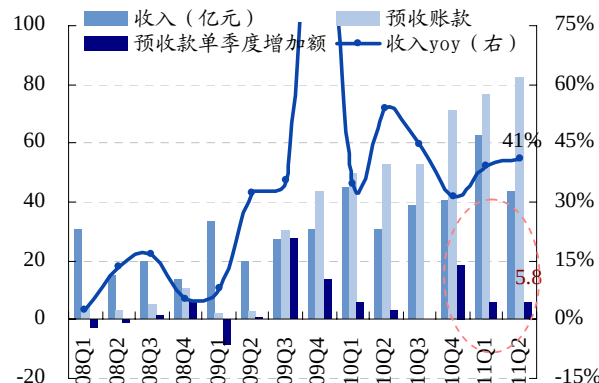
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 5: 预收款再创新高



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 6: 二季度预收账款再增 5.8 亿

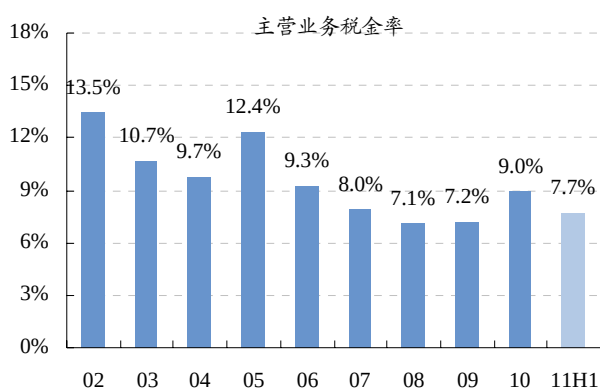


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

上半年主营业务税金率、销售、管理费用率下降：上半年主营业务税金率 7.73%，同比下降 0.71 个百分点，消费税并未再现从严征收问题。销售、管理费用率分别为 9%、7.7%，收入快速增长带动销售、管理费用率分别下降 1.2、1.1 个百分点。

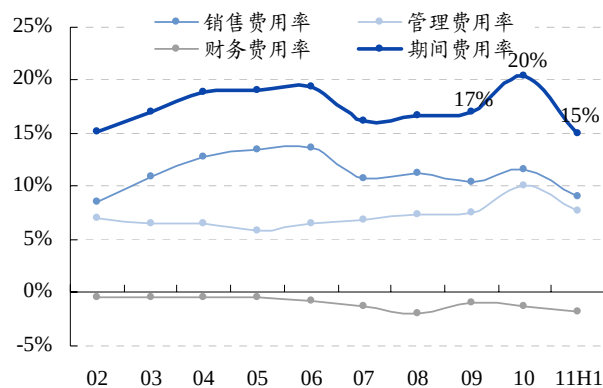
对全年费用投入的预期：公司 2010 年销售、管理费用率分别上升 1.1、2.5 个百分点。其中，2010 年四季度大幅确认销售、管理费用 7.7、5.1 亿，占全年费用投入的 43%、32%，导致 2010 年业绩略低于预期。从历史比较来看，公司 2010 年期间费用率 20.4%，达到了过去十年最高水平，去年四季度大幅确认费用可能出于平滑业绩的考虑，在管理层今年并不缺乏释放业绩动力的前提下，预期今年费用率将趋势下降。

图 7：上半年主营业务税金率 7.7%，同降 0.7%



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 8：上半年期间费用率同比下降 3 个百分点



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

3. 今年以来公司的主要变化

3.1. 销售、产品结构调整和系列酒提价推升吨酒均价

尽管“五粮液”去年底今年初并未提价，但团购占比提高带来的销售结构调整，同系列内高价位酒销量增速更快带来的产品结构调整，以及系列酒不同幅度的提价，使得公司今年吨酒价格上涨 10% 左右。今年上半年收入增长 40%，销量增长 30.5%，报表数据倒推吨酒价格上涨 7.2%。

- **团购占比提高：**五粮液酒团购价于 2010 年 9 月底上涨 40 元至 569 元/瓶，幅度 7.5%；而团购价较出厂价高 60 元，对应幅度 11.8%。今年以来公司对经销商的计划内发货量有所下降，团购占比提高带动高档酒五粮液吨酒价格提升。
- **产品结构升级：**同一产品系列内的高价位酒增速更快。五粮醇今年力推价位更高淡雅系列，五粮春、六和液等中价位酒也在积极运作。
- **系列酒不同幅度提价：**市场对于公司系列酒的关注度不高，因此对于价格调整并没有充分预期。

3.2. 精简品牌，缩短终端，营销模式悄然变革

公司今年在在营销策略上做了较大调整：定下“不新增开发品牌，集中精力把定制和团购酒做起来”的策略。公司今年的团购和定制酒出现了

较大幅度增加。公司跟所有的总经销商签订了硬性指标协议，完不成任务 80%的给予警告，明年再完不成任务就取消其经销商资格；今年 1-8 月所有的品牌事业部全面完成了任务（往年总有个别品牌事业部任务不能达标），而且全部超额完成。

做大做活中端产品：公司今年提出“做精做强高端产品，做大做活中端产品，做实做稳低端产品”，强调今年工作的重中之重是积极运作中价位酒，对中价位品牌提出了更高的增长要求，对经销商的考核也主要集中到系列酒方面，超额完成任务后通过给予更多五粮液酒配额的方式对经销商激励。而华东营销中心最大意义在于对中价位酒销售模式改革进行探索，一旦成功将迅速复制至全国。

3.3. 集团领导换届过渡期

人事变革进行时：四川省人民政府 7 月初下发关于《唐桥、王国春等同志的任免通知》。决定任命唐桥为五粮液集团公司董事长，刘中国将出任集团公司总经理，王国春不再担任集团董事长职务。集团和公司正处于领导换届过渡期，预期换届完成后中层领导也将做出相应调整。

同业竞争压力较大：茅台今年大幅释放业绩信号明确，市值已超 2000 亿；白酒新科探花洋河近几年快速增长趋势不减，市值已超 1200 亿，距离五粮液市值仅差 12%。五粮液作为曾经的白酒大王，目前是前有标兵、后有追兵，无论是从收入、利润增速比较还是市值扩张的角度来看，公司管理层都面临较大的竞争压力，内部营销进一步改善也是迫在眉睫，预期新任管理层上任后将以更良好的业绩作为对政府信任的交代。

4. 未来看点

4.1. 中档品牌逐步梳理，渠道推力进一步增强

开发品牌逐步精简，梳理品牌：公司明确提出不再新增开发品牌数量，但是对于那些有渠道、网络、终端、资金、人力资源实力等方面的优质品牌开发商，公司也会适当增加一些新品牌，而每年都会大浪淘沙去淘汰掉一批老品牌，开发品牌总数量保持逐步下降。应该说动经销商蛋糕的事情并非易事，公司也是提出给予一定缓冲期，通过与总经销商签订硬性指标协议的方式，对其销售指标进行约束，不达标就砍。应该说，可以肯定的是公司未来在开发品牌上态度越来越谨慎，对自有核心品牌的资源倾斜力度也将加大。

转变增长方式，积极运作中档酒，华东营销中心孕育渠道模式变革：华东地区是公司的重点销售区域，涵盖鲁、皖、苏、浙、沪五省市，销量大约占公司的 1/3 左右，公司在华东设立了营销中心作为试点，给予营销中心更多的快速反应能力和决策权力。目前公司派驻 30 多名人员进驻华东营销中心，年内准备扩充到 90 人，有 75 人左右负责华东营销中心的具体市场开拓，由“坐商”改为“行商”，营销将更具主动性，终端把控能力也将有所增强。

4.2. 永福酱酒有望成为公司新一增长极

力争打造五粮液酒与永福酱酒双轮驱动：永福酱酒去年四季度推出，2010 年销售 250 吨，今年一季度销售 235 吨，1-8 月销售 500 吨，预计今年将完成 800-1000 吨，永福酱酒由银基总代理，终端零售价 1280 元左右。公司现有酱酒产能 2.7 万吨，从十年前开始生产储存至今，品质完全有保障。公司对酱酒的策略是高档产品高举高打，未来计划推出中低价位酱酒品牌对酱酒价格带进行覆盖，市场对酱酒预期不高，而后续推广一旦成功将是锦上添花。

4.3. 证监会调查结案，资本运作有望迈出重要一步

证监会调查尘埃落定，对公司不构成实际影响：事件处理意见不重，并不对公司经营产生实质影响，证监会处罚也将在公司改善内部管理、增加财务透明度、减少关联交易等方面发挥积极作用。

公司有望迈出资本运作的重要一步：截止中报，公司现有账面现金 182 亿，扣除 82 亿预收款后仍有 100 亿现金，证监会立案调查靴子落地，公司未来存在寻找合适标的进行收购的强大基础和可能。参照公司之前接洽过的枝江，我们认为在收购标的的选择上，公司倾向于选择拥有一定品牌与渠道优势的中低档品牌。

公司对于收购标的选择标准：1) 收购标的品牌在其区域内有优势；2) 收购标的管理团队特别是营销团队很强；3) 收购标的本身所在区域内不具备出产高品质白酒的自然条件。公司未来将利用拟收购标的的品牌、社会资源、当地政府支持进行资源整合，向其输送基酒，夯实未来五粮液高档酒放量的基础。把品牌拿进来后，将采取不取消其原有品牌的合作方式，继续保证收购品牌的持续经营。

4.4. 大幅提价直接提升明年增速，预计后续仍有提价空间

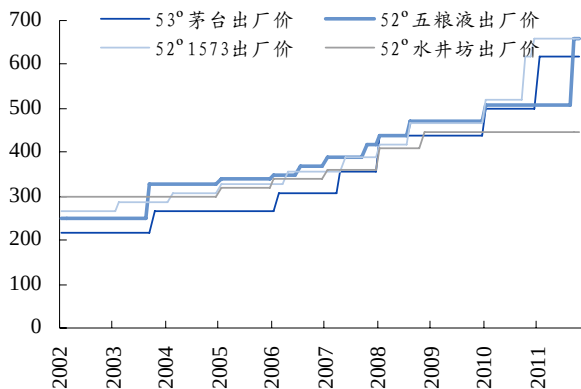
大幅提价直接提升明年业绩，预计高档酒收入将增 40%以上：公司预收款消化完毕后将执行新价格对外发货，预计最早 11 月起华东区将首先执行新价格，明年初开始将基本全部执行新的价格体系；预期明年高档酒可供销售量增加 1500-2000 吨情况下，五粮液酒销量增长将达 10%-15% 左右。高档酒这块收入明年将增长 40%以上。

- **于 9 月 10 日起对主品牌五粮液酒提价：**幅度 20%-30%。据我们了解出厂价由 509 元/瓶上涨 150 元至 659 元/瓶（幅度 29%），团购价由 569 元/瓶上涨 120 元至 689 元/瓶（幅度 21%），如果按照出厂/团购占比 7:3 来算，出厂均价提高 27% 左右。随之终端指导价由原来 889 元/瓶上调至 1109 元/瓶。高档酒渠道价差仍将保后续持续提价空间。
- **预收款仍按老价格执行，新价格最早将于 11 月起对外发货：**截止中报，公司账面预收款 82 亿；公司从 8 月 1 日起不再接受经销商提前打款，预收款略有下降至 70 亿左右。按照预收款推算公司欠经销商五粮液酒 6000 多吨，1-6 月五粮液酒销售 8000 吨，根据年初 1.4 万吨全年销售计划计算，预计下半年预收款可基本消化。华

东区部分经销商欠酒 2 个月左右,预计公司最早将于 11 月起执行新价格对外发货。

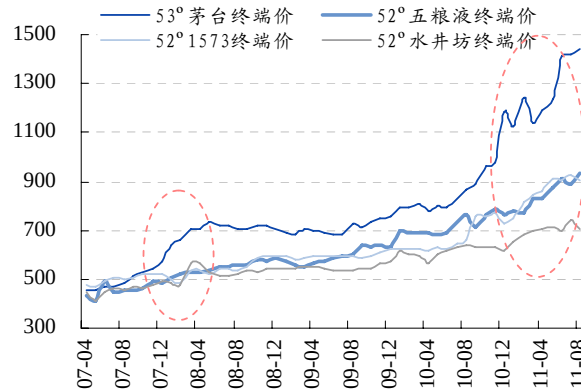
预期系列酒仍将有不同幅度提价: 五粮液系列酒价位偏低,年初以来生产成本出现了较大幅度的上涨,主品牌五粮液价格上调后,预计下半年系列酒还将有不同幅度提价。

图 9: 高档白酒出厂价



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图 10: 高档白酒终端零售价



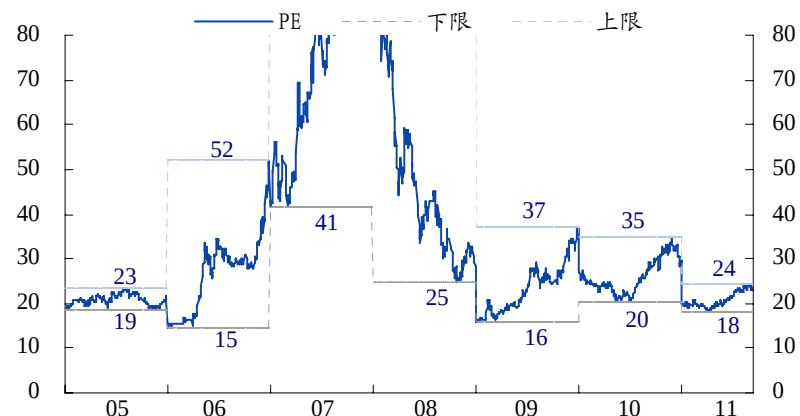
数据来源: 糖酒快讯, 国泰君安证券研究

5. 业绩仍有望超预期, 估值便宜建议增持

三方面刺激未来业绩释放: 1) **市值考核:** 把公司管理层个人利益与公司业绩、资本市场表现挂钩; 同时促进了公司与资本市场的沟通, 有利于进一步增大公司财务透明度; 2) **集团领导换届, 十二五开局:** 公司存在释放业绩迎来开门红的可能; 3) **同业业绩释放攀比的压力:** 今年白酒同业业绩大幅增长趋势明显, 将对五粮液形成一定刺激。

业绩快速增长预期稳定, 动态估值便宜, 建议增持: 高档酒持续旺销, 中低档酒积极运作不断突破将带动业绩继续超预期。今年大幅提价直接贡献明年业绩, 预计 11-12 年 Eps1.66、2.33 元, 6 个月目标价 49 元 (12 年 21xPE); 给予 12 年 25 倍 PE, 未来 12 个月可看 50% 空间, 建议增持。

图 11: 五粮液 PE 运行区间



数据来源: 国泰君安证券研究

6. 附录：交流纪要

公司管理层介绍公司经营情况：

经营情况：1-8月收入增长在30%以上，净利润增长在40%以上。中报显示预收款有82个亿，8月起不再接受经销商打款，这两个月消耗了一部分预收账款，现在预收款有70亿左右，下降了12个亿。市场的销售情况非常的好，完全供不应求。1-8月整体销售接近9万吨，全年计划销量13.5万吨，预计目标可以实现。出厂价从9月10日起上调，从509元提高至659元，终端指导价上调至1109元。团购价从569元上调120元至689元。

调价考虑：1) 市场规模，产品价值回归，竞品提价。2) 产品供需状况决定的。3) 成本上涨：原材料价格今年以来上涨了26%左右，我们的成本压力比较大。人工成本也在上涨，现在茅台人均工资收入14万多一点，老窖12万多一点，我们是6万多一点，根据中央的要求要提高居民收入水平，我们未来的员工工资也会有所提高。

永福酱酒：1-8月销售500吨，全年目标800吨。(昨日五粮液在深圳召开经销商会议) 银基梁总说今年800万吨完成一定没问题。

资本运作：立足酒业，发挥产能优势，多酒种的优势。走出宜宾、走出四川。

市值考核：考核主体：宜宾市政府、市国资委。每个财政年度后国资对我们的业绩考核一次，其中市值考核占10% (大盘涨跌，同业涨跌)、其他综合评议指标占10%、经济指标占80% (净资产收益率、总资产报酬率)。

我们根据问题分类整理了交流纪要，并且补充了其他交流环节的部分内容：

一、价量问题：

Q：终端指导价什么时候能到位？五粮液的价格和53度茅台的价格有一定的差距，未来打算怎么来追赶上？还是保持和他们一定的差距？

A：之前出厂价我们一直都比茅台高，去年底茅台提价之后第一次超过我们。公司目前要求五粮液终端指导价到1109，39度到1009；高度1618到1309，低度1618到1209。我们希望我们市场价格的差距与茅台逐步缩小。

Q：行业放量是不是很多酒被囤起来了？包括五粮液包括其他品牌都在放量，是不是主要因为茅台价格涨的很快，挤出的需求来消费了我们五粮液？

A：五粮液一直以来坚持质量是企业的生命，没有质量谈不上企业的发展。五粮液从来不放量，第一不放量，第二不去控量。去年生产出来了多少基酒，我们今年就出品多少五粮液。五粮液不去外面收一滴酒，茅台、老窖、郎酒、洋河有没有在外面收酒我们不好讲，但是我们敢说我们没有外购一滴酒。

Q：提价未来会到一个什么样的幅度？

A：价格要有一个度，但是不是一味去涨。价差的度控制的不好，容易出事，别人可能就抢打出头鸟。从中央到媒体对我们都非常关注。我们现在提价主要因为：市场起来了，供求关系出来了。未来提价的幅度究竟还有多大？说到底，我们还是要回到十八大定下的基调。

二、营销、渠道改革问题：

Q：华东营销中心运营效果怎么样？

A：华东营销中心成立之后，总体表现非常好，按照公司的要求，增长幅度是比较大的，不管高价位还

是低价位酒。特别是五粮醇今年增长非常好。

Q: 渠道方面直营店和专卖店是否要继续大幅增加?

A: 我们非常重视终端建设, 但我们的专卖店跟茅台专卖店相比, 在管理、信息化等方面差距比较大, 我们也在在这方面逐步加强, 希望能弥补差距。

Q: 跟银基合作的稳定性怎么样?

A: 银基和公司的合作从 88 年就开始了, 合作还是比较稳定的。68 度、45 度、和酱酒都是给了银基。银基的团队有 1000 多人。

Q: 加强团购的话我们渠道的占比是不是就会有比较大幅度的下降?

A: 党政军茅台做的早一点, 我们五粮液做的晚一点, 茅台去国防大学是 00 年去的, 我们是 07 年去的。但是我们团购除了经销商在做, 我们厂里也在做。团购渠道我们逐步在拓宽。

Q: 营销改革有两个变化: 1. 大批往小批走? 2. 华东营销中心集中营销资源。有没有遇到什么问题 and 阻力? 未来会怎么样?

A: 我们不存在大批往小批这样的变化, 我们的变化主要是更精细化了。过去一个省是一个糖酒公司, 现在我们做的更细了。过去是大区制的, 管理很多品牌。04、05 年成立了品牌事业部, 2010 年我们又成立了华东营销中心。华东中心跟原来的大区制还是不一样的。我们要变成什么样的模式不是我们想变成什么样, 而是消费者和客户需要我们怎么样来对接。

Q: 未来员工的收入水平会提升, 一线销售人员, 很多竞争对手销售人员收入增长很快, 我们销售人员激励方面未来有什么考虑?

A: 这个涉及到公司一个大的改革问题, 如何让五粮液能留得住人才? 如何有个宽松的环境? 公司目前的整体薪酬水平, 比其他的同业要低不少, 比茅台要低一半。如何有个好的机制? 公司下一步要对整个企业的薪酬设置要做个改革, 这是很复杂的问题, 董事会通过了还不行, 还要通过职代会。

Q: 公司今年增长是比较快的, 有多少是由于公司营销策略调整带来的? 多少是由于行业增长拉动的?

A: 去年我们 11 万吨, 今年能达到 13, 公司产量放出来了。

在营销的策略上做了很多的调整, 我们公司定了: 不新增开发品牌了。主要是把定制和团购酒做起来。今年团购和定制是大幅度增加的。跟所有的总经销商签订了协议, 完不成任务 80% 的警告, 明年再完不成就取消经销商资格, 这个是硬性的; 今年所有的品牌部全面完成任务了, 而且超额完成了。我们感觉上, 主要还是我们自己的政策改变带来的。今年主要还是我们主观努力所带来的公司改变。

三、品牌问题:

Q: 从过去几年实际情况来看, 大多数人都认为五粮液跟茅台的品牌价值有所拉大, 未来几年怎么缩小与白酒第一品牌之间的差距。

A: 品牌价值这个概念不准确, 去年我们是 526 个亿, 在白酒中的品牌价值我们一直都是最高。可能您所说的是市值大小和实际影响力, 这方面公司也有所考虑, 我们过去是白酒大王, 我们不会等闲视之, 我们非常重视这个问题。

Q: 未来一两年会不会有大幅砍品牌?

A: 对于那些有渠道、网络、终端、资金实力、人力资源实力等方面的品牌开发商, 我们也会加一点新品牌, 但是每年都大浪淘沙去砍掉不行的老品牌。总品牌数量在未来要保持下降。

Q: 中价位酒未来会怎么样? 我们产能有 40 万吨, 但是今年仅有 13 万吨产量。各地加大广告投入和终

端把控是中档酒成功的共同特点，我们公司未来主要的考虑是怎么样的？

A：我们还有相当部分产能闲置。尖庄最高到 10 多万吨，光金六福最高也到了接近 10 万吨。但是市场运作的成本也比较高。当时尖庄一瓶酒出厂价 3 块钱。我们后来主动收缩了品牌，把重点品牌梳理后，重点品牌重点支持重点打造。五粮醇今年的效果特别好，今年五粮醇在华东区、山西、陕西、河南、北京等地的销售已经起来了。

四、行业问题：

Q：现在白酒销售和么好，原因在哪里？增长的势头能否持续？现在大家这么乐观是不是隐藏了许多值得担忧的事情？

A：洋河现在也在不断拓展，洋河主要在四川买酒，许多记者和投资者都说他们没有基础，因为基酒是外购的。山西要产业结构调整，要转型，把煤老板的钱集中了 50 个亿去做白酒。包括我们宜宾和四川也在扩大，全国的量今年有 900 万吨，过去几年最低有 300 万吨。这个是值得我们反思的，过去有人说十一五是白酒发展最快的黄金期。十二五是否还是黄金期？从我们的感觉来看现在还在黄金期里面。未来能否还这么快？我的看法是取决于十八大。如果十八大调子定了，还是要保持个快速发展。随着理性的回归，中国的白酒还是这么几个。

Q：行业的销量是否过热？未来行业增长是否没有预期的好？深度分销，投入都比较大，如果整体都是这样，那么未来是不是深度分销的效果会比较差？

A：行业的确有点热，但是目前还只是回归，经济高速发展，白酒还会高速发展。白酒性价比比洋酒高。未来什么量是个度，现在很难预测？个人感觉 1000 万吨是个上限。深度分销，品牌打造。有成功、也有不成功的。

Q：深度分销是不是一定就是砸钱？

A：做品牌打造一定有个高投入，但是做品牌有成功有失败的，很多中央电视台标王，很多品牌在做市场做终端，他们也成功了，但是这个需要历史来检验。我们现在对于重点品牌做重点支持、进行重点打造。

Q：白酒在十二五是不是依然处于黄金发展期取决于十八大？是不是说白酒增速快主要因为近几年固定资产投资比较快？

A：十一五是中国经济快速发展的黄金期，十二五白酒仍是个发展机遇期，投资对白酒肯定能起到很大的拉动作用，但未来 5 年行业发展究竟会怎么样，还是要回到十八大究竟是个什么样的基调。

行业过度发展的问题：我们投资者一定要理性去看待，这几年除了五粮液没有在生产上做了较大的投资之外，其他白酒企业都在投资。我们没有去投资是因为我们过去已经形成了现有的产能。而现在有很多不是这个行业的业外资本都参与进来了。汾酒，要支援山西省进行经济结构调整，山西省要把过去的重工业变成轻工业；江苏振兴苏酒也是投资几十个亿来做。这么大的投资，全国的量还是上去了，我们的观点是：行业最多只有前三和前五的知名品牌，老百姓到了一定时候，会理性回归的，大浪淘沙，消费者会去选择究竟哪些品牌适合他们的消费。

五、收购兼并：

Q：收购兼并的想法？现在在这方面有哪些进展？

A：收购兼并是我们资本运作的思路之一，并不是所有的资本运作都只是收购兼并。我们有初步接触的项目，但是现在还没到信息披露的时间段。

Q：选择标的上有哪些标准？

A：我们收购主要考虑的是：一、他们的品牌在其区域内有优势；二、他们的管理团队特别是营销团队很强；三、他们那里本身不产好酒。利用品牌、社会资源、当地政府的支持。五粮液可以输送基酒。把品牌

拿进来后，保证他们持续的品牌经营。

六、唐总对十二五规划的愿景：

Q：五粮液现在有没有危机意识？唐总对未来几年工作的思路如果说有两件事，是哪两件事？

A：（唐桥）每年要求的回报要求要更高，宜宾、四川政府给我们也有相当大的压力。五粮液在宜宾是举足轻重的企业，五粮液每年的增长如果不行，宜宾市整个的增长可能都会很难。有没有危机？肯定有。第一、五粮液过去一直是白酒的龙头老大，过去五粮液的收入是几个酒厂的总和。这几年茅台从收入和利润上都超过了我们，我们有了标兵了，前面有个茅台了，现在毕竟茅台利税超过我们了，我们能没有压力么？第二、后面还有追兵，后面还有几个企业紧追着不放。现在洋河的市值跟我们只差一百多亿了。

Q：公司中长期发展的一个愿景是怎么样子的？

A：我们未来5年的十二五规划里有这么几句话：1.提升品牌，带动我们五粮液和五粮液系列酒的发展。2.优化结构，对酒种进行优化，要做到多酒种满足不同的消费群体；优化我们的品牌，把我们系列酒品牌在进行优化。3.整合资源。肯定公司要进行资本运作，白酒也肯定未来会走向整合，以后五粮液的整合也要走出来，走出去，五粮液作为国有企业走这一步还是很难的。但是我们战略上已经也有了考虑。未来我们会变危为机。

Q：最近发展非常快的洋河在创新方面做了很多的功夫，公司如何打造这种创新力？对消费者未来口感变化上，是怎么样一个判断？

A：洋河这个模式提出了个深度分销的概念，我觉得这种模式把他们的销售终端延伸了，延伸到了县乡镇上去，在起始阶段会是爆发式的增长。但是任何吃喝的东西都讲究一个性价比，靠广告投入和人海战术投入后消费骤然减少的例子也不胜枚举。我们公司选择走一个比较适中的路线。

消费者口感变化的趋势，是随着时代的变迁，是有变化的。经过几十年中国消费者的这种淘汰和适应，优胜劣汰的结果是绝大多数的消费者接受浓香型，还有10%多的消费者接受清香型，只有不到2%的消费者接受酱香型。

Q：长期发展的规划？

A：提升品牌、优化结构、整合资源。十二五目标：白酒销量20万吨、收入400亿（今年估计200亿左右）。愿景：做世界蒸馏酒的领导者。十二五末利税不低于200亿（去年93亿）。

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业七年。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，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

张楷湔（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2010 年进入国泰君安。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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		