

五粮液(000858)

研究员: 张芸 执业证书编号: S0570510120017

☎ 025-83290884 ✉ zylt4463@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4097

五粮液跟踪调研报告: 多重因素促公司持续增长

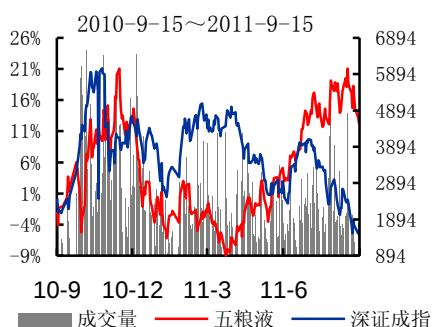
投资评级: 买入(维持)

饮料制造 II

当前价格(元): 37.43

目标价格(元): 45

股价走势图



相关研究

- 1《五粮液(000858):增速喜人》2011.4
- 2《五粮液(000858):增长稳健 估值低》2011.3
- 3《五粮液(000858):持续发展可期》2010.12
- 4《五粮液(000858):销售形势良好》2010.8
- 5《五粮液(000858):五粮液调研简报: 双因素促进 2010 年业绩增长》2010.3

投资要点:

本报告资料来源主要是公司深圳秋季投资者见面会以及草根调研的情况。

◆ 五粮液上半年所有品牌部全面超额完成任务, 预计全年生产 13.5 万吨的目标可以完成。1-8 月份公司销售收入估计增速在 30%以上, 净利润估计增速在 40%以上。

◆ 公司 8 月 31 日公告, 公司计划从 9 月 10 日开始调价, 产品调价幅度 20%-30%。52° 五粮液出厂价由 509 元提高到 659 元, 终端指导价调整为 1109 元。从我们目前在南京观察的沃尔玛以及商场零售情况看, 公司产品价格已经调整到位。由于茅台的零售价已经远高于五粮液的零售价, 从而成为白酒行业的价格标杆, 作为同一档次的酒, 五粮液需要缩小这一差距是必然的选择。但具体如何操作和进展则需要根据市场的变化来调节。

◆ 作为去年刚推出市场的产品, 今年永福酱酒的销售情况较好, 1-8 月份永福酱酒销售接近 500 吨, 预计全年有望实现 800 吨。

◆ 公司十二五的发展目标是: 白酒销量 20 万吨, 收入 400 亿, 利税不低于 200 亿。公司远景是成为世界蒸馏酒的领导者。从对五粮液多年的跟踪来看, 我们认为公司是能够随着消费特点和行业竞争格局的变化而不断调整自身, 保持在中市场中较强的竞争力。在白酒消费大环境保持稳定的情况下, 公司未来的增长是相对明确的, 我们预期 2011 年、2012 年和 2013 年的每股收益为 1.66 元/股、2.26 元/股、2.81 元/股, 2011 年 PE22.57 倍, 维持买入评级。

公司基本资料

总股本(万)	379596.67
流通 A 股(万)	379552.10
52 周内股价区间(元)	30.0-41.48
总市值(亿)	1420.83
总资产(亿)	323.99
每股净资产(元)	5.35

主要经营指标预测

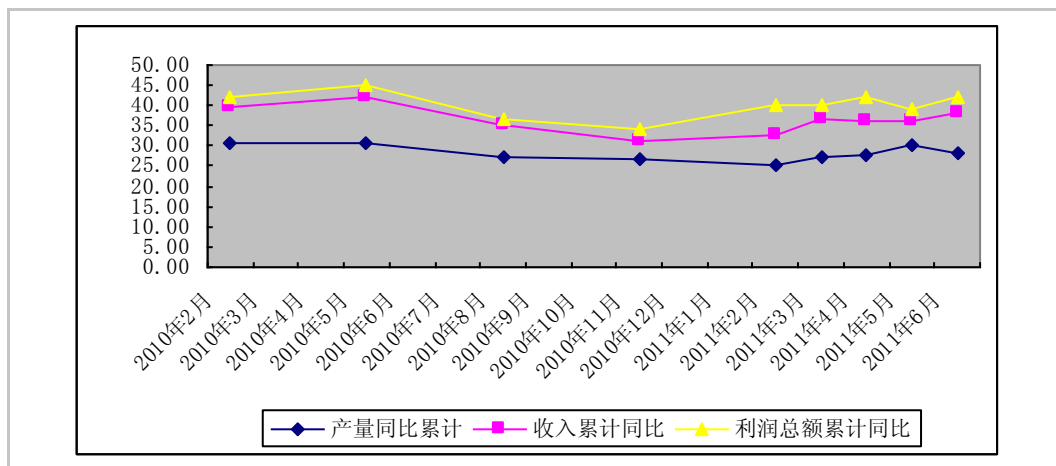
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	155.41	206.84	263.50	325.42
+/-%	39.64	33.1	27.4	23.5
净利润(百万)	4395.36	6294	8585	10663
+/-%	31.60	43.2	36.4	24.2
EPS(元)	1.16	1.66	2.26	2.81
P/E	32.32	22.57	16.55	13.32

一、白酒行业增长强劲

2011年白酒行业延续上年的高增长，整个行业呈现出销售收入增速快于产量增速、利润总额增速快于销售收入增速的良好态势。

图表1 白酒行业产量、收入和利润总额累计增速比较图

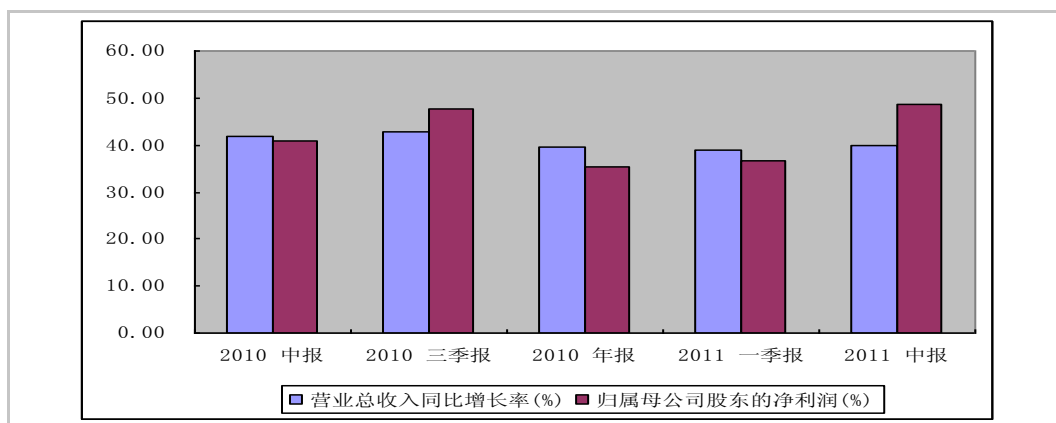
单位：%



资料来源：华泰证券、WIND 系统

图表2 五粮液收入和利润总额增速变化情况比较图

单位：%



资料来源：华泰证券、WIND 系统

五粮液上半年所有品牌部全面超额完成任务，而往年总有1-2个品牌无法完成任务，其中五粮醇表现突出。1-8月份公司产量接近9万吨，预计全年生产13.5万吨的目标可以完成。1-8月份公司销售收入估计增速在30%以上，净利润估计增速在40%以上。

截止中报公司账面共计82亿预收款，考虑到公司预收款比较多，公司已于8月1日起不再接受经销商打款，截至8月底公司预收款70亿左右，比中期下降了12亿，公司现有预收款将按照老价格执行出货。

二、提价市场预料之中

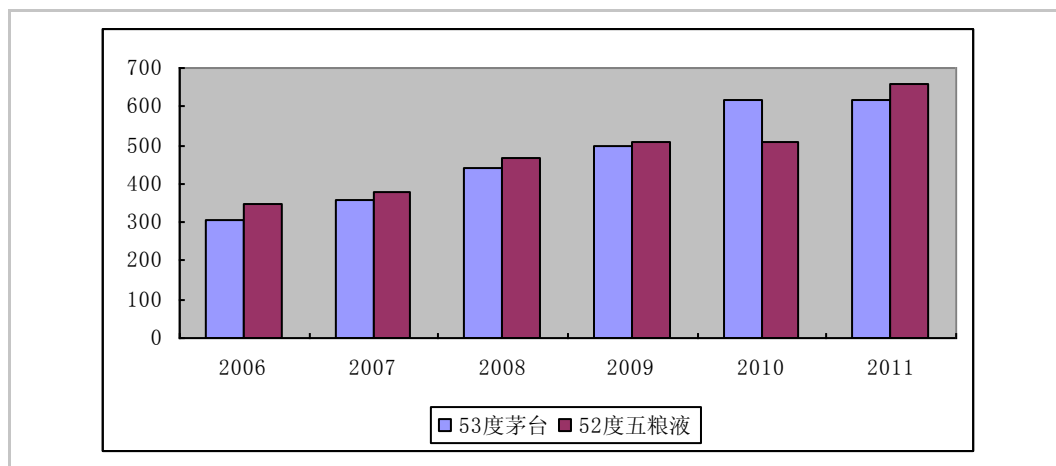
公司8月31日公告，公司计划从9月10日开始调价，产品调价幅度20%-30%。经销商和专卖店上调150元/瓶，具体看，52° 五粮液出厂价由509 元提高到659 元，终端指导价调整为1109 元；39° 五粮液出厂价提高到579 元，终端指导价调整至1009 元；五粮液1618 终端指导价调整至1390 元，低度1618 调整至1209元。从我们目前在南京观察的沃尔玛以及商场零售情况看，公司产品价格已经调整到位。

公司表示提价的原因主要有两点：一是五粮液品牌价值回归，去年其他公司提价的时候公司没有提价；二是成本的确上涨了。同时公司表示价格要有一个度，不是一味去涨。价差的度控制的不好，容易出事。

从历史上看，五粮液的出厂价多数时候高于茅台的出厂价，自去年茅台提高出厂价之后，五粮液的出厂价低于茅台。从目前来看，由于茅台的零售价已经远高于五粮液的零售价，从而成为白酒行业的价格标杆，作为同一档次的酒，五粮液需要缩小这一差距是必然的选择。但具体如何操作和进展则需要根据市场的变化来调节。

图表 2 五粮液出厂价和茅台出厂价比较图

单位：元/瓶



资料来源：华泰证券、WIND 系统，其中当年出厂价有调整的以当年调整后的计入。

三、营销改进在路上

尽管白酒行业增速仍然较快，但行业竞争同时也在加剧，市场对五粮液的营销调整和改进情

况非常感兴趣，在此方面提出了较多的问题。主要包括公司去年成立的华东营销中心运行情况、对中档酒的经营、对品牌的管控以及公司酱香型酒——永福酱酒的销售情况等。

作为去年刚推出市场的产品，今年永福酱酒的销售情况较好，1-8 月份永福酱酒销售接近 500 吨，预计全年有望实现 800 吨。

对品牌的管控，公司的思路是在调整中发展，公司表示对于那些有渠道、网络、终端、资金和人力资源实力的品牌开发商，公司也会增加一点新品牌，但是公司每年都会大浪淘沙去砍掉不行的老品牌，一年淘汰 3-5 个，增加 1-2 个。总品牌数量在未来要保持下降。

五粮液整体产量较大，约有 40 万吨，对公司除了高档酒之外的中档酒以及中低档酒经营方面，公司表示，考虑到有闲置产能和过往的销售情况，公司还是要发展中档以及中低酒的，比如尖庄等最高达到过 10 多万吨，当时尖庄一瓶酒出厂价 3 块钱。由于运作成本高，公司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，比如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。

华东营销中心，是公司体制上的尝试，在管理和考核以及支持方面都一些改变，最重要的不是公司想变成什么样，而是消费者和客户需要公司怎么样来对接。

从对五粮液多年的跟踪来看，我们认为公司是能够随着消费特点和行业竞争格局的变化而不断调整自身的，比如过去公司团购不是很重视，但近些年来，公司领导很重视，公司自身开发了很多团购客户，并且在不断扩大团购渠道；比如理顺五粮液出厂价和终端价的价差方面；比如对总经销商的考核等方面，我们看到了公司的努力和销售的增长。的确正如公司所说的，公司现在管理更加精细了，公司的营销一直在根据市场的变化调整，唯一不变的就是变化。

四、发展规划明确

2010 年白酒产量创历史新高，2011 年来，各白酒企业纷纷上调发展目标，并且很多企业在扩大产能，部分投资者对白酒行业增长的持续性产生了忧虑。

公司表示，白酒消费增长与国内经济的持续发展密切相关，未来经济如果能保持持续发展，公司也有望能够稳定增长。我们认同白酒作为具有历史植根性的消费品，其社交功能和情绪调节功能的独特性，使得它能够更多获益于经济的增长。

就五粮液自身的发展而言，公司明确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这一理念。五粮液不去外面收一滴酒，公司自有产能比较大，大约有 40 万吨。公司资金实力比较雄厚，如果收购，公司收购的企业要与公司有互补性，比如拟收购企业的品牌具有一定区域优势，营销团队能力强，当地酒的质量比较差等。

公司十二五的发展目标是，白酒销量 20 万吨，收入 400 亿，利税不低于 200 亿，高档白酒占 400 亿的比例超过 50%等，公司的目标是一个多指标组成的体系。公司远景是成为世界蒸馏酒的领导者。

公司具体规划是：一. 提升品牌，带动五粮液和五粮液系列酒的发展。二. 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；优化品牌，把系列酒品牌在进行优化。三. 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去，五粮液作为国有企业走这一步还是很难的。但是公司战略上已经有了考虑。公司感受到了竞争压力，未来会变危为机。

公司认为行业未来会出现集中的趋势，随着行业的发展，老百姓到了一定时候，会理性回归的，消费者会去选择究竟哪些品牌适合他们的消费，大浪淘沙，行业消费会出现向前三或前五的知名品牌集中。

五、综合判断

我们认为五粮液自上世纪 90 年代成为白酒行业龙头企业之后，公司能够根据行业的变化不断调整自身的经营策略，保持市场中较强的竞争力。

在白酒消费大环境保持稳定的情况下，公司未来的增长是明确的，我们预期公司 2011 年、2012 年和 2013 年的每股收益为 1.66 元/股、2.26 元/股、2.81 元/股，2011 年动态市盈率 22.57 倍，维持买入评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。