



2012 谋求大发展

本次投资者见面会吸引近百人参加，市场对五粮液十分关注

11月16日五粮液召开临时股东大会，表决通过刘中国先生成为公司第四届董事会董事。参会人员接近百人，主要来自各大基金、券商、私募、媒体以及个人投资者。可见资本市场对五粮液关注度依旧非常高。

会议的主要问题集中在几点

投资者见面会持续1个半小时，会上刘董事长首先陈述了上任后公司未来的远景目标和工作重点，并表示对五粮液未来发展充满信心。之后投资者在提问环节与公司领导进行了充分的沟通，问题主要集中于：未来主管营销副总、今年全年以及2012年的经营展望以及华东营销中心的运作与酱酒新品销售情况等。

五粮液处于人事敏感期，市场尚在观察

人事的变动不可避免让外界对企业经营模式、团队的和谐等产生担忧。我们认为：目前白酒行业给五粮液提供的良好机遇，五粮液承担着“四川金三角”白酒产业发展集群的领头羊使命，公司要力争行业龙头地位不变。这些动力和压力是需要决策团队共同面对的。我们相信五粮液新的决策团队以及领导者有智慧、胸怀和能力来让投资者放心。

我们觉得未来五粮液增长看点还很多

首先产品上中价位发力还有不小的空间，五粮醇将继续作为重点；五粮春，还有老牌尖庄重返市场，如果运作好，还会吸引更多广泛的消费群体。此外合作建酒厂、收购保健酒等。

盈利预测与估值

2011年五粮液业绩增长暂时还依靠产品的量价齐升，我们认为2012年五粮液依旧有提价的可能，同时其产品销售量还将继续增长。但公司未来基本面改善空间依然较大，发展后劲依然很强。我们维持五粮液业绩预测不变，2011-2012年的EPS分别为1.7元和2.3元，给予2012年20倍的市盈率，目标价为46元，维持“买入”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	15,541.30	21,513.16	29,550.00	38,700.00
营业收入增长率	39.6%	40.0%	35.0%	30.0%
净利润（百万）	166.70	254.37	316.52	369.82
净利润增长率	35.5%	46.5%	35.5%	28.2%
EPS（元）	1.16	1.697	2.299	2.947
P/E	32.09	21.90	16.16	12.61

请参阅最后一页的重要声明

五粮液(000858)

维持

买入

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440510120003

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

当前股价：36.29 元

目标价格6个月：46 元

调研日期：2011年11月16日

发布日期：2011年11月18日

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
-1.79/-3.25	-7.73/-1.65	2.00/20.16
12月最高/最低价（元）		41.48/30.00
总股本（万股）		379596.67
流通A股（万股）		379552.10
总市值（亿元）		1377.56
流通市值（亿元）		1377.39
近3月日均成交量（万）		1608.80
主要股东		
宜宾市国有资产经营有限公司		56.07%

股价表现



相关研究报告

11.10.27 淡季回落正常 全年高增无忧
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN
11.07.11 提高五粮液投资评级

本次投资者见面会的主要问题及公司回答

公司主要参会人员：集团董事长 唐桥、股份公司董事长 刘中国、华东营销中心负责人 朱中玉（副总）、永福酱酒负责人 刘金友（副总）、董秘彭智辅、品牌事业部 杨宇（副经理）

Q&A

Q1：未来股份公司和集团的关系如何发展？唐桥董事长现在作为股份公司和集团的双重党委书记后，这个模式与王国春董事长在位时情况有一致的地方。

A：对于党委来讲，五粮液公司成立党委是根据现代公司治理制度以及公司法的规定，专门成立党委加强对党的建设，从党委组织重设一些机构，严格按照法律的规定，与资产和经营都没有关系。

Q2：（创业证券）四川省委在 08 年提出“白酒金三角”的战略部署？去年又进一步明确了这一战略部署？如何看待这个部署？五粮液在这个部署中的角色和作用？

A：按照省委省政府和宜宾市政府打造白酒“金三角”，五粮液将积极起到引领和带头作用，我们已经对此战略部署已有所规划，政府也非常重视。

Q3：金六福在邛崃建立自己的白酒基地，中低端酒的销售有什么影响？

A：由于金六福属于低档酒，其销量比较小，对五粮液影响不大。

Q4：公司今年战略是做精做细的中档产品，具体实施情况？今年全年的预期？明年产品的规划？

杨：销售预期的状况，前三季度数据已经出来 156 亿元，位于酒类第二位，第一是青岛。从这个趋势来看，年底可以达到 200 亿元。今年 1-10 月，行业产量达到 800 多吨，同比增长 29%，从产量与产值的关系看，现在消费的升级和通胀的因素，未来在次高端、中价位产品空间更大一些。我们去年中档酒除了品牌和团购定制酒，系列酒一年 3000 吨，可以卖了 8 个亿元，成绩很不错，利润也是非常高的。

从消费升级层次看，汾酒和洋河同处于这一价位，虽然市场很大，但竞争白热化。究竟如何在这个价格带实现增长，首先品牌必须要成为真正意义上的全国性品牌，目前实现的品牌并不多，不单纯是打广告，还需要在机制、渠道、人员配置、市场推广以及其他方面有创新，中档品牌重点去推得过程，真正意义上实现量的变化，价格才能变化。

Q5：竞争品牌价差的问题？

关于价差问题，单纯看量还是量价提升，价差并不是越大越好，而是要合适。如果价差越大越好，那为什么茅台要设立直营店，收回中间利润。

Q6：白酒进入高价时代，是历史的必然还是相当合理的成分？五粮液还有没有调价的措施？

五粮液的市场还是供不应求，欠货现象比较严重。涨不涨价不是企业说的算，而是取决于市场，有没有空间，唐董事长感觉有空间。拉菲有品牌的张力，拉菲是中国人炒作起来的，外国是比较理性的，中国白酒在国

外比国内价格便宜。公司自身的原因，原材料价格上涨，但无论茅台还是五粮液，价格不可能是永远上涨，总有一个度。如何把握度，与国家政策相关，国家发改委有限制，按照中央的要求，今年年底之前不会涨。总结：涨价的问题，1、白酒涨价有个度，不可能一直上涨；2、五粮液是国企，还要遵循国家政策；3、市场决定价格。

Q7：永福酱酒销售情况，在五粮液发展中的地位？是不是重点的利润增长点？

刘：永福酱酒是满足不同消费需求，目前已经 600 多吨，规划全年 800 吨，打造一个高档产品。两条腿走路，高档酒最好的产地在宜宾，公司规划在十二五目标实现酱酒销售达到 3 个亿。

Q8：出口地区和量比较大地方？

刘：我们的目标是全球化，中国的五粮液、世界的五粮液，公司要走国际化的道路，加大国际市场开拓，一方面有利于国民，另一方面有助于提升品牌形象。出口重点地区：美国、欧洲、韩国、日本，一共出口六十多个地区和国家，东南亚地区比较多一下。公司未来还将加大出口，做好人才储备，达到国际品牌，占领国际市场。

Q9：五粮液对上市公司股票投资亏损 200 多万？投资方面有没有规划？

唐：五粮液股份公司投资，下一步怎么投资，是下一届董事会如何决定，股份公司投资与集团没有关系。集团公司在这方面没有权利和责任。投资收益纯粹股票没有变动，基本上已经停止，富润公司是省国资公司下面的公司，下面要进行股权结构调整，希望五粮液退出，溢价退出。

Q10：唐董事长上任后解决五粮液关联交易，市值增加很多，从 896 亿元发展 1377 亿元，增长 54%，上证指数下跌，回报比较大。刘董事长在市值方面有无具体的？

刘：公司全体必须要有危机意识，必须认识到市值是投资者对上市公司经营质量评价的结果，是对公司当前经营成果的评价以及对未来的预期，是股东价值的真正体现。市值管理决不是股价管理，也不是简单的投资者关系管理，它是一项系统的管理工程，需要全面认识、正确理解。需要经营管理层综合运用多种科学、合理的价值经营方法和手段，达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的战略管理目的。针对此，我们必须首先要进一步健全适应市值管理的组织机构。

Q11：关于公司市值有何看法？

彭：其实市值涉及到业绩怎么增长，明年五粮液的增长点：1、五粮液的量价齐升，基础酒的产量增长达到两位数，说明商品酒量至少也是 2 位数的提升。提价与收入和通胀相关，在中国有过热消费的现象，五粮液的价格还会有价格上升的空间；2、中价位酒还会放大，今年可以达到 13 万吨（预计），意味着五粮液的基础更有保障；3、账上有 100-200 亿的资金，公司要钱生钱，在投资这块有进一步的想法，主要以酒业为主，投资既可以在集团以外，白酒行业内的整合，在全国范围内白酒整合是一个比较热，明年的增长是可期的。

Q12：华东营销中心运用情况？

股份公司副总经理朱中玉，去年年底成立运行以来，11 个月，期间感受很深，压力大，目标：强化营销，品牌的构建突出重点品牌的打造，中价位和主品牌的打造，整合公司资源和市场，各个品牌部、专卖店的整合，

渠道的整合，商家资源的整合，促销资源的整合。华东是一个试点，毕竟是一个区域，相对封闭式的管理，整个工作是全方位，强化基础工作与业务流程的梳理，感觉时间紧张，运行状况基本满意，大的效果还需要时日。六和液增长 30%，五粮春增长 40%，五粮醇销售 10000 吨，增长 50%。

Q13：永福酱酒目前市场反响？

刘友金：目前 800 吨的款已经达到，只是因为包装只有两条线，还有一些产品没有发货。预计本月底就可以完成。公司打造永福酱酒的原因：1、环境适宜；2、市场需求占白酒量比例 3-5%。酱酒的工艺决定 95% 以上的酒都是好酒，利润高。而浓香型至多有 20% 出高档酒率，酱酒产量 1000 多吨，市场前景大。

Q14：关于股价？

杨：客观方面来自于市场气氛、经济数据、行业动向等因素。主观方面与上市公司的经营业绩，信息披露是否准确、及时、完整，流通盘的大小等都相关。综合来看，一个主要因素在于公司盈利水平，从已公布的行业数据来看，对比上年和其他竞品，五粮液应该说还是交了一份不错的答卷。为什么股价的反应不理想？主要还是较市场预期的多少和投资者的情绪，决定了公司股价的表现。从目前现状看投资者对我们的期望很大，也就造成了即便五粮液盈利能力持续提升（前三季度净利润增长了 42%），但资本市场对我们有更大的期望，这也给我们提了个醒，我认为这是好事。

另外目前的股价与第三季报的业绩也有非常大的关系，因为供不应求，减掉了 8、9 两个月对市场的货源，所以调整价格体系后的效果无法显现出来。再加上今年的原辅材料成本、人员费用、销售费用上都有上升，客观上也一定程度上拉低了毛利率。例如销售费用截至目前同比上升 42.8%，应该说在市场投入的力度还是很大的，不过这方面我们也会重新审视下，调整下市场开拓的策略，要重新定位、要创新。必须要有成本的价值观，成本领先是一切中国企业成功的法宝。

这些都是未能超预期的一些因素。所以这里我也希望大家可以多多去关注下第四季度和未来 2012 年我们的市盈率和表现。

Q15：三公消费收紧，对五粮液高端消费有什么影响？

我们的观点：无论人事如何变动，五粮液会继续谋求大发展

我们认为：白酒行业景气度在 2012 年会延续，但增幅会有所放缓。五粮液继续大发展的空间犹在，但如何良好运作是关键。五粮液产品品质、产能规模以及较为清晰和成熟的产品体系方面优势显著，这些都是支持五粮液收入和利润提高的重要因素。但是这既是五粮液的优势，也容易成为劣势，长期以来营销一直是五粮液的软肋，五粮液在营销方面的改善相对来说刚起步，未来可运作的空间不小。

唐桥任董事长期间的成就就是大力度解决股份公司与集团公司的关联交易，利润回流，推动股份公司业绩的快速上涨。后期，2010 年公司开始谋求营销方面实现大的突破，华东营销中心的设立就是一个很好的尝试。

但是作为大型国企，大企业病在五粮液依然存在，由于人力资源管理尚未实现市场化，人事任免方面的敏感度会更高。人事的变动不可避免让外界对企业经营模式、团队的和谐等产生疑问。我们认为：目前白酒行业给五粮液提供的良好机遇，五粮液承担四川金三角白酒产业发展集群的领头羊使命。公司要力争行业龙头地位

不变，这些动力和压力是需要决策团队共同面对的。我们相信五粮液新的决策团队以及领导者有智慧、胸怀和能力来让投资者放心。

从目前看，华东营销中心总经理朱中玉、品牌事业部副经理杨宇都是新出现在投资者视野中，未来承担更重要的营销重任值得期待。

2011 年成就与 2012 年的看点：

2011 年在宏观环境基本面良好，白酒需求高增长的大背景下，五粮液公司提出“巩固强化高端核心品牌五粮液优势地位，加大中高价位品牌的打造力度，构建清晰的品牌体系，打造以白酒为核心的饮料食品产业航空母舰”的“十二五”战略。

2011 年 1-9 月实现销售 10 万吨，同比增长 32%；酒类收入达到 141 亿元，同比增长 36%；净利润实现 48 亿元，同比增长 42%。预计全年收入有望超过 200 亿元，为“十二五”发展奠定了坚实的基础，公司业绩的大幅提升，主要由于：

1、高端五粮液成功提价 30%，销售量继续增加

今年 1-9 月，高端五粮液销量达到 1.1 万吨，同比增长 17%。9 月 10 日五粮液提价约 30%（出厂价达到 659 元），目前市场销售状况良好，一批价格和终端价格实现同步上涨。现一批价格在 950-980 元之间（上涨了 200 元），提价后经销商拿货依然十分积极。但由于三季度五粮液供不应求，公司主动减掉了 8、9 月对市场的货源，在一定程度上造成单 3 季度销量增幅下降，不过公司全年计划五粮液销量是 1.4 万吨，四季度至少放量 3000 吨，加上提价因素会逐步在四季度体现，我们认为 4 季度业绩会有更好的表现。

2、以五粮醇为代表的中价位酒增量迅猛

这也华东营销中心最大的亮点。去年 12 月 25 日，公司设立华东营销中心，目前运作达到 10 个月，人员配备达到 60 多人，未来预计达到百人，目前已经取得了显著的成绩。截至 10 月，华东营销中心收入达到 40 亿元，占全国比重的 25%，销售量达到 1.3 万吨。其中五粮液每季度 2000 吨，在公司预期之内；六合液 630 吨，同比增长 40%；五粮春 6000 吨，同比增长 50%；五粮醇 10000 吨，同比增长 60%。

五粮醇的成功，除了由于产品重新定位准确，淡雅、清爽、绵柔型口感适应当前市场浓香型白酒的新消费热点；还充分运用华东营销中心独立地位，改变了传统的品牌事业部模式，打破以产品划分营销单元，而采取以区域为对象，在统一平台上运作五粮液品牌酒和系列酒。

表 1：五粮液系列酒销售情况（吨）

	2009 年度	2010 年度	同比增长	2011Q1-9	同比增长
五粮液系列酒	80000	100000	24.00%	100000	32%
分产品					
五粮液	10407	12800	23%	11000	17%
五粮醇	11593	13100	13%	11000	28%
五粮春	4651	5860	26%	6000	18%
尖庄	6295	7365	17%	8000	25%
金六福	17889	18000	0.62%	137000	12%

备注：中信建投研发部

我们觉得未来五粮液增长看点还很多：产品上还是中价位发力还有不小的空间，五粮醇将继续作为重点；五粮春，还有老牌尖庄重返市场，如果运作好，还会吸引更为广泛的消费群体。据我们了解，新董事长对资产运作也很重视，之前的云南项目，还有集团保健酒的收购都可能会启动。

1、明年高端五粮液还将演绎“量价齐升”

今年五粮液基础酒增长为两位数，因此明年五粮液销量还将维持两位数的增长，我们预计在 15-20%之间。在价格方面。五粮液提价后，出厂价与终端价格价差为 450 元，销售渠道利润依然有 60%以上。明年如果茅台有提价，估计五粮液也会跟随。

2、华东营销中心成绩显著，模式有待复制，中价位产品继续给力

华东营销中心改变了传统的品牌事业部模式，打破以产品划分营销单元，而采取以区域为对象，在统一平台上运作五粮液品牌酒和系列酒。资源整合更加有效，市场处置权利更大，华东营销中心赋予接近消费者中心更多的权力，激发经销商活力，实现更为主动的销售体制。华东营销中心的成功，成为保证公司中价位酒的增长措施之一，未来这种模式有望在其他区域复制。

3、明年永福酱酒增长可观

永福酱酒今年已经销售 600 多吨，市场反应良好。公司全年规划 800 吨，目前货款都已收到，但由于公司仅有 2 条包装线，尚没有发货，预计本月之前即可完成。永福酱酒的推出，不仅丰富了公司的产品体系，增加了一个高档产品，而且及时把握消费变化，实现了对在酱香领域的占位，树立高端定位。公司规划在“十二五”期间，酱酒的销售收入达到 3 个亿。我们认为酱酒作为公司香型的一个补充，满足了部分消费者需求，公司的主要精力依旧在浓香型领域。??? 收入情况确认。

酱香型酒销售主要交给银基来运作，签署了 15 年的代理权。永福酱酒由公司主导，销售管理、新品牌的创意均由公司的一位副总（刘金友）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。

公司计划将推出第二款酱香酒，市场定价低于永福酱酒，希望通过此款酒带动酱香酒销量的增加。

4、围绕主业，高效利用账面资金

3 季度末，五粮液账面资金 190 亿元，如何高效运用，公司未来可能从三个方面有所尝试：1、围绕白酒主业，进行资源整合、技术改造，投资既可以在集团内部，也可以在集团之外；2、加大市场投入力度，提升公司品牌形象；3、少量财务投资，不排除资本市场运作。

5、我们判断 4 季度和明年的业绩增长将加速

首先，Q3 毛利率水平略微下降，提价效果预计在 4 季度体现。公司前 3 季度的毛利率为 66%，与中报水平基本一致。由于提价在 9 月才开始，对 3 季度毛利率的提升影响不大。

其次，巨额预收帐款。虽然 3 季度预收帐款较 2 季度下降了 3 亿，但依旧高达 79 亿元，我们判断年底全年业绩大幅释放的可能性很大；

第三，公司实施市值管理。公司新董事长上任，又即将迎来年底绩效考核，公司市值指标占 10%，直接关



联管理层绩效。公司有释放业绩的动力。

盈利预测与估值

2011 年五粮液业绩增长暂时还依靠产品的量价齐升，我们认为 2012 年五粮液依旧有提价的可能，同时其产品销售量还将继续增长。但公司未来基本面改善空间依然较大，发展后劲依然很强。我们维持五粮液业绩预测不变，2011-2012 年的 EPS 分别为 1.7 元和 2.3 元，给予 2012 年 20 倍的市盈率，目标价为 46 元，维持“买入”评级。

风险分析

五粮液在经营管理和营销方面的改善空间是很大的，五粮液未来也是值得期待的，但是要取得成就，五粮液还需在企业内部管理方面、在人员的有效配置和人才储备方面、产品培育，特别是市场销售等方面工作更加精细和科学。而要到达这些目标，需要管理团队的努力和奋斗，组织管理的和谐与统一是需要时间的磨合，可以说五粮液是机遇与挑战并存。



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、3 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。

报告贡献人

张萍 010-85156382 zhangpingbj@csc.com.cn

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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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



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。本报告清晰准确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。

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