证券研究报告

食品饮料行业

强烈推荐（维持）

证券分析师

文 献 CFA 食品饮料首席研究员
投资咨询资格编号
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

五粮液(000858)

加大团购工作力度，2012 年高成长可期

2011 年 12 月 18 日，我们在四川宜宾参加了五粮液集团第十五届 12.18 厂商共建共赢大会，来自全国各地的优秀品牌运营商、行业专家、投资者等 1500 余人参加了本次大会，调研要点如下：

- 2012 年目标，股份公司收入总体增长 30%、量增长 20%，高端五粮液增长 40%，普通五粮液、1618 保持销售量稳中有升，系列酒重点品牌增长 30%，其它品牌增长 20%。

- 加大团购工作力度，加强了各党政军、央企单位的拜访，八一前夕共拜访 70 多家，保证了团购销售的增长。我们认为公司的团购酒利润空间大，正进入放量期。五粮液酒团购价 689 元，由于给不同团购客户的实际价格可能更高，因此利润空间大于其他销售模式。团购业务每年增速平均高达 60%，2011 年增速更快。

- 与参会经销商交流情况来看，现阶段一批价稳定、价差空间较大。

- 现阶段白酒固态发酵产能 18 万吨，其中酱香产能 3 万吨，浓香产能 15 万吨，新型工艺 22 万吨。固态发酵最迟到明年上半年全部恢复完。预计未来 3 年五粮液酒每年增长 10%，3 年后每年不到 10%。

- **2012 年量价齐升态势延续、业绩高成长可期，维持“强烈推荐”**。预计五粮液 11－13 年 EPS 分别为 1.63、2.52 和 3.23 元，同比增 41%、55%和 28%，对应 PE 为 21、14 和 11 倍。9 月份产品大幅提价的效果主要在 2012 年体现，团购领域正进入放量期、可支撑 2012 年五粮液酒销量的增长，2012 年量价齐升态势延续、业绩成长的确定性较高。我们 4 月 27 日已上调评级至“强烈推荐”，当前公司股价明显偏低，维持“强烈推荐”。

五粮液经销商大会纪要：

一、2011 年营销工作总结和 2012 年营销策略思路

五粮液股份公司销售副总朱忠玉做了2011年营销工作总结，并介绍了2012年营销思路策略。

2011年营销工作总结

1. 2011年年五粮液集团收入500亿，利税140亿元。2010年五粮液集团公司403亿收入。第17届最有价值品牌排行榜位居第3位，上升一位，首次位居3甲之列。五粮春、五粮醇品牌价值76亿、59亿元。
2. 十二五规划顺利开局，2011年总销量增长20%。产品结构调整，重点产品五粮春、五粮醇、酱酒等较快增长，成为白酒收入突破200亿的唯一白酒企业。
3. 围绕白酒金三角，推广酒文化经济，总投资50亿的酒都酒文化特色街区正在建设，38集大型电视剧大酒商即将播出。
4. 审时度势，市场终端价格突破千元大关，形成了量价齐升的市场局面。
5. 品牌打造产生阶段性成果。产品结构调整，高价位五粮液产品大幅提升。品牌运营商加大市场投入，营造品牌和市场的良好氛围。
6. 加强管理服务、整顿市场秩序。仅华北片区，惩罚经销商达到9家，最严重的直至终止合作。五粮液专卖店发展与整顿并重，2011年兴建专卖店213家，清理14家。
7. 今年公司与各运营商共同实现重点品牌打造。河南经销商积极推广六和液，山东聊城经销商冠名市长杯，五粮春的品牌运营商通过报刊网络等媒体重点打造区位强势地位。五粮醇2011年销售突破2万吨，特别是宁夏今年就实现了5000万的销售。
8. 2011年，公司成立华东营销中心，圆满完成了公司各项指标，积累了经验。区域营销组织前移，有效整合了市场资源，充分发挥了整合效应。
9. 国际化战略。3月波兰大使糖酒会期间赠酒，4月感知中国印度行，5月海外媒体华人采访团。携手乐天集团进军韩国。五粮液形象宣传片正式亮相纽约时报广场，成为第一家在此展示品牌的白酒企业。
10. **团购工作力度加大**。加强了各党政军、央企单位的拜访力度，八一前夕共拜访了70多家单位，保证了团购销售的增长。

2012年营销思路策略内容较多，我们认为可关注几点：

1. 2012年目标，股份公司收入总体增长30%、量增长20%，高端五粮液增长40%，普通五粮液、1618保持销售量稳中有升，系列酒重点品牌增长30%，其它品牌增长20%。
2. 强调厂商命运共同体，合作共赢。强化五粮液品牌的管理，实现五粮液品牌量价齐升，科学构建系列酒品牌。必须采取全价位段、全市场的竞争战略。强力促进中价位段品牌。构建系列酒区域市场强势品牌，给予政策支持。2012年公司渠道管理，价格刚性管理，严厉处罚。五粮液专卖店纳入整体布局，形成专卖店、运营商的整合。加大团购力度，创新团购业务管理，建立规范系统的流程，建立起五粮液VIP客户数据库。

二、品牌建设专题片

会上播放了年度品牌建设专题片，重点介绍了公司的2011年的营销活动。2011年产品调价幅度较大、最高达到了35%，但并未引起舆论危机，因为2011的五粮液营销投入较大、成效明显，营销活动有：

1. 国际化营销、世界名酒战略。冠名国际航线，美国纽约时报广场打广告，在糖酒会为波兰大使赠酒等活动。
2. 即将在央视和四川卫视开播38集电视剧大酒商。
3. 常规广告。央视广告，全年累计投放4000分钟，每天12分钟，包括2011年五粮液新闻联播准点报时。五粮春在凤凰台的时事亮亮点投放广告，还在多个省级重点销售区域投放广告。还有其它子品牌五粮醇等都有较大投入。
4. 在81家媒体发表文章600多篇，还有新华网、凤凰网等政府网站、搜狐等门户网站、证券类媒体发表文章。
5. 连续5年成为双拥晚会独家赞助商。建军节期间，公司慰问了各大军区等单位，共70多家。
6. 今年积极参加各类展会，各类宣传几乎做到了极致。
7. 捐献2500万元善款，用于玉树建设希望小学，五粮液学校即将建成。
8. 2011年11月，捐赠生态文明促进会1000万元。

三、五粮液优秀经销商发言

4家优秀经销商代表也在会上介绍了各自成功的经验：

1. 天津中糖华丰是五粮液高端主品牌的运营商，已开了6家分公司，与五粮液有17年的合作历程。公司运用各种综合方式、注重高端消费者的感受，如举办五粮液老总高端论酒会。2011年五粮液老酒销售1000万元，成为天津最受欢迎的高端的产品。在津滨高速，五粮液老酒、1618投入200多万树起户外广告。在天津海河上的五粮液号投入50万元。2011年宣传推广活动超过700万元。精选适合烟酒专卖的领域设立连锁公司，开店72家。
2. 宜宾智溢是五粮春运营商。公司表示2011年是极具压力一年，压力来自于三个方面：30%增长的任务指标；更换新包装；竞品的压力。2011年公司投入近6000万市场费用，超额完成了任务指标。
3. 安徽百川商贸。百川商贸销售的五粮醇实现了销量和收入突破性增长，2011年销售达到1万吨。五粮液在安徽市场调价过程顺利完成，价格完全达到了华东营销中心的要求。
4. 郴州专卖店经销商。公司定期开展系列酒的销售活动，围绕婚寿、升学等开展活动。配合公安部门打假。公司还积极投诚社会公益事业，捐款共计30多万元。

四、唐桥发言要点

唐桥在会上提到，要根据公司面临的竞争环境、自身的文化，五粮液未来应该走**内涵式增长与外延式扩充**的增长之路。

五、表彰决定和奖励条款

股份公司总经理陈林公布了表彰决定和奖励条款。

获奖经销商的荣誉称号包括“杰出品牌运营商”、“模范品牌运营商”、“优秀品牌运营商”、“模范五粮液专卖(旗舰)店”、“优秀五粮液专卖(旗舰)店”。杰出品牌运营商有15家，奖励现金30万，包括厦门建发酒业、银基贸易、金六福等。模范品牌运营商有66家，奖励现金20万，包括朝批等。优秀品牌运营商有66家，奖励现金15万。模范五粮液专卖(旗舰)店有70家，奖励现金5万，包括广东粤强等。优秀五粮液专卖(旗舰)店有88家，奖励现金4万。

从五粮液的奖励条款来看，在几个领域支持力度相对比较大：党政军企事业单位团购业务，六和液产品，高端五粮液酒。

六、部分参会经销商交流情况

我们也与部分参会经销商进行了交流，总体感觉**现阶段一批价稳定、价差空间较大。**

1. 宜宾经销商：五粮液一批价开票价980元/瓶，公司6月的货还欠着。
2. 安徽经销商：五粮液一批价999元，近期产品销售正常，明年经济下滑可能会有影响。华东区域欠货现象较少，欠了2、3月的货。

七、其它交流问题

五粮液未来的产能的问题?

固态发酵产能18万吨，其中酱香3万吨，浓香15万吨，新型工艺22万吨。固态发酵最迟到明年上半年全部恢复完了。五粮液酒主要来自于自然增长，未来3年内五粮液酒每年增长10%，3年后每年将不到10%。

五粮液和茅台的零售价差越来越大的问题?

茅台价格飙升太快，有炒作投资成分在内，与二三线品牌的酒差距过大不是好事，一味追茅台的零售价不是最佳选择。

五粮液欠了很多货，未来如何补齐?

不是公司想要压货，是销售管理上的事情。公司内部已经讨论过，会控制经销商的打款。最后会把经销商的计划量减少。

从销售政策来看，公司对六和液的支持力度较大?

六和液的返点比较高，公司对近两三年的表现不满意，六和液的量一直没有上来。今年是六和液投放市场以来，增速最快的一年，1-9月增长60%。

图表 1　历届经销商大会相关情况

	参会领导	会议主持	五粮液品牌价值（亿元）	集团收入（亿元）	集团利税（亿元）
2006年	市委书记杨冬生等	王国春	358	201	50
2007年	副省长黄小祥等	唐桥	402	252	53
2008年	副省长黄小祥等	唐桥	451	300	60
2009年	副省长张作哈等	唐桥	472	350	67
2010年	副省长黄小祥等	唐桥	526	404	112
2011年	副省长黄小祥等	刘中国	586	500	140

资料来源：平安证券研究所

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	15,541	20,611	28,400	35,159
YoY	39.6%	32.6%	37.8%	23.8%
营业成本	4,863	6,528	8,291	9,962
毛利率	68.7%	68.3%	70.8%	71.7%
营业税金及附加	1,392	1,652	2,306	2,863
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	1,803	2,344	2,813	3,376
管理费用	1,562	1,874	2,249	2,699
财务费用	-192	-341	-496	-709
投资净收益	3	4	4	4
营业利润	6,095	8,557	13,241	16,974
加：营业外收入	51	0	0	0
减：营业外支出	75	0	0	0
利润总额	6,070	8,557	13,241	16,974
减：所得税	1,508	2,139	3,310	4,243
净利润	4,562	6,418	9,931	12,730
减：少数股东损益	167	235	363	465
归属母公司所有者净利	4,395	6,183	9,568	12,265
YoY	35.5%	40.7%	54.7%	28.2%
销售净利率	29.4%	31.1%	35.0%	36.2%
EPS（当年股本）	1.16	1.63	2.52	3.23
EPS（最新股本摊薄）	1.16	1.63	2.52	3.23

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE(P=34.49)	29.8	21.2	13.7	10.7
PEG	0.7	0.6	0.5	0.4
PB	7.2	6.1	4.6	3.5
PS	8.4	6.4	4.6	3.7
EV/EBITDA	18.6	13.9	9.3	7.4
股息收益率	0.9%	1.2%	1.9%	2.4%
经营回报率				
ROE	27.2%	31.2%	38.1%	37.0%
ROA	17.9%	19.1%	23.4%	23.6%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	35.9%	38.5%	35.8%	32.3%
速动比率	1.6	1.6	1.9	2.2
运营效率				
存货周转率	1.2	1.2	1.2	1.2
流动资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8
固定资产周转率	2.2	2.9	4.0	4.8

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	4,562	6,418	9,931	12,730
折旧摊销	770	743	725	737
营运资金投资	-1,956	950	1,531	1,707
经营活动现金净流量	7,703	6,124	9,019	11,390
资本开支	-457	-910	-847	-880
投资活动现金净流量	-464	-910	-847	-880
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-569	-1,139	-1,602	-2,479
融资活动现金净流量	-179	-648	-798	-1,106
当年现金净流量	6,591	4,417	7,066	8,740

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	14,134	18,551	25,618	34,357
应收款项	2,270	3,306	4,352	5,514
预付款项	328	386	525	610
存货	4,515	5,970	7,639	9,144
其他流动资产	122	179	222	280
流动资产合计	21,370	28,392	38,356	49,905
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	6,888	7,090	7,210	7,350
无形资产	300	302	304	306
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	7,304	7,470	7,591	7,734
资产总计	28,674	35,862	45,947	57,640
短期借款	0	0	0	0
应付款项	212	344	399	503
预收款项	7,108	8,245	8,520	8,790
应付股利	349	1,951	2,828	3,527
其他流动负债	2,620	3,260	4,686	5,753
流动负债合计	10,288	13,800	16,433	18,573
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	19	19	19	19
非流动负债合计	19	19	19	19
负债合计	10,307	13,819	16,452	18,592
归属母公司所有者权益	18,101	21,544	28,633	37,720
其中：实收资本	3,796	3,796	3,796	3,796
少数股东权益	265	500	863	1,328
股东权益合计	18,366	22,043	29,495	39,048
负债及股东权益总计	28,674	35,862	45,947	57,640

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）

回　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）

回　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257