

**评级：强烈推荐（维持）**
**食品饮料**
**公司调研报告**

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

## 五粮液(000858):改革求变创新, 维持“强烈推荐”

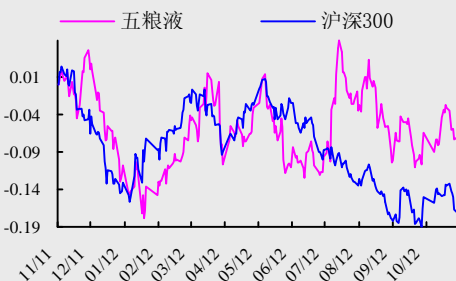
**预测价格区间(元)** 38 ~ 42

**交易数据**

上一日交易日股价(元)	33.69
总市值(百万元)	127,886
流通股本(百万股)	3,795
流通股比率(%)	99.99

**资产负债表摘要(09/12)**

股东权益(百万元)	28,983
每股净资产(元)	7.64
市净率(倍)	4.41
资产负债率(%)	29.26

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**
**事件：**

参加公司 1218 经销商大会。

**点评：**

- **机构和营销体系改革的背景是营销体系改革是集团公司、股份公司整体机构改革的一部分，是公司积极应对市场变化与五粮液营销现状做出的战略部署。**营销体系改革的目的是：一是实现营销组织前移；二是强化总部的营销支持职能建设。此次改革工程在公司历史上是最大的一次，要超过 2004 年的机构改革，而其重要性，毋庸置疑也是最为重要的，当前公司面临的形势是，行业增长趋缓进入调整期，茅台在全面超越、行业后起者在快速追赶，而比较上一次的改革，公司处于最为辉煌的时刻，行业告别长期衰退进入到持续成长期，长达 8 年。由此可见，这次机构和营销改革是公司积极应对内外形势的不利变化的一次大的战略转变，难度是大的，但对于公司高层的压力与动力同样是巨大的。
- **市场规划的方向。**1、深化营销体系改革，转化改革红利为市场收益，全面提高公司的整体营销能力；2、深化厂商合作关系，打造命运共同体战略合作伙伴关系；3、强化各品牌市场秩序管理，健康市场秩序和价格体系；4、创新市场运作模式，在区域市场上整合并战略配置能与竞争品牌可以对抗的营销资源；5、优化品牌结构，战略构建多元化的品牌结构体系。
- **五粮液销售公司下有：市场部、销售部、七个区域营销中心和子公司、营销督查管理部、销售服务管理部、包装材料采购供应部。**七个区域营销中心和子公司是对 2010 年开始试验的华东营销中心模式的全国复制，七大营销中心分别是：华北、东北、西北、华东、华中、华南、西南。营销督查管理部、销售服务管理部是新设立的部门，将承担起新的市场职能。通过改进、优化内部流程，支持前线销售部门，前线部门有更大的市场自主权，同时又制约、监督销售部门，有能力去维护全国市场的价格和流通秩序。
- **营销督查管理部主要职能有：市场行为监督，支持、服务工作监督。**市场行为监督对区域营销中心（子公司）、销售部的市场行为进行全面监督检查，以保障营销规划得到正确、完全、坚



定的执行，将督查向市场部、销售服务中心和区域营销中心（子公司）反馈。支持、服务工作监督包括公司市场部的支持服务工作、销售服务中心支持服务工作、包材采购部提供支持服务工作、财务部提供支持服务工作、办公室提供支持服务工作。

- **2013 年五粮液、五粮液 1618 的总体要求是控量稳价、适时提价、加大市场投入。**2013 年总体控制市场投放量，减少合同计划量的签订，增加动态调配量。2 月 1 日起水晶瓶五粮液价格上调 10%，提价部分作为公司对市场的投入，2013 年下半年视时再提价 10%。2013 年 1 月起，五粮液 1618 价格上调 30%，52 度上调到 900 元/瓶，39 度上调到 800 元/瓶，每瓶拿出 200 元以多种形式进行市场拉动和投入。减少 1618 运营商数量，即日起完成有资格运营的优秀运营商的评估；保护运营商权益：每省只设 1-3 家运营商，发达省市考虑地级市总代理，其余运营商、专卖店（不限于五粮液运营商、专卖店）均按区域、渠道、终端作为分销商，各营销中心全程参与管理。

五粮液明年控量稳价的坚决执行，有利于维护高端酒市场的秩序，减轻价格回落的态势，尤其是春节之后，也有利于缓解经销商的资金压力和次高端面临的价格下移的压力。当然，高端市场的控量稳价需要寡头行为的共识，尤其是贵州茅台的考量。

- **2013 年系列酒的品牌打造与产品架构。**

次高端：战略布局 700-900 的次高端价位段产品，填补高端产品提价后留下的市场空间与市场机会；

中高端：重点打造 500 元左右的中高价位段的产品，升级产品力、完善产品线，对六和液或其他产品继续深入打造；

中价位：强力出击 200-500 元左右的中价位段市场，对五粮春品牌增加品牌内涵，创新设计产品体系，在提升品牌价值的基础上完成产品线架构；

50-300 同价位区间：以打造 50-300 同价位区间第一品牌的目标做强五粮醇品牌，向上拓展新的产品线，形成产品结构的进一步丰富和更全面的覆盖；

低价位：抢占低价位市场，其零售主要价位在 10-100 元区间，通过创新运作的方式激活尖庄产品系列。

- **改革的勇气与决心巨大，维持“强烈推荐”。**公司此次改革是从组织设置到营销体系的一个整体配套改革，公司高层领导达成了改革基本方案的共识，高层改革的勇气与决心是巨大的。大改革会遇到大的阻力，未来需要保证的是改革工作的具体落实，需要加强对过程执行的监督，而这些工作的落实最终需要的是公司上下从领导到干部到员工思想和观念上的转变。考虑费用支出的上升，略微下调 EPS，预计 12 至 13 年每股盈利分别为 2.45、3.16 元，增长分别为 50.9%、29%，对应 PE 为 11、8.5 倍。公司目前估值水平很低，市场对于公司成长性的担忧已

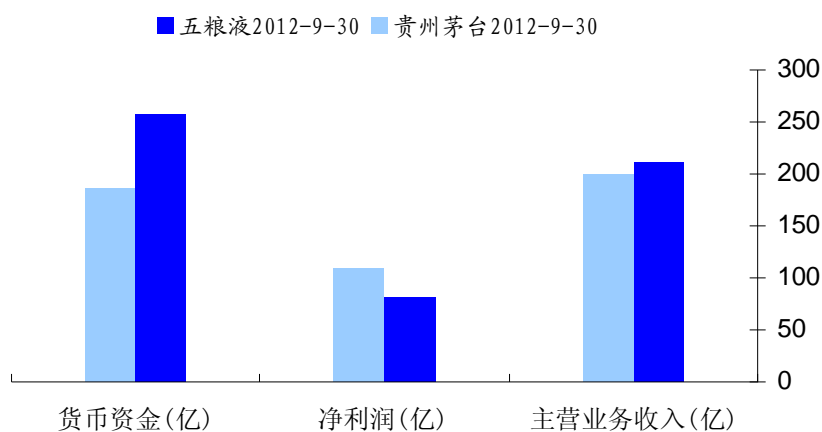


反应过度，机构和营销体系改革的推进将缓解市场对于公司成长性的担忧，中长期的合理估值水平有 20%以上的提升空间，给予 13 年 12-14 倍，目标价 38-42 元，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：** 1、持续正利率，消费需求和库存需求双双下降。经济下滑，出现通缩是白酒行业最大的宏观风险，实际利率为正，投资低迷，白酒行业的提价预期消失，而渠道的融资成本升高，消费需求和库存需求均将遭受严重打击；

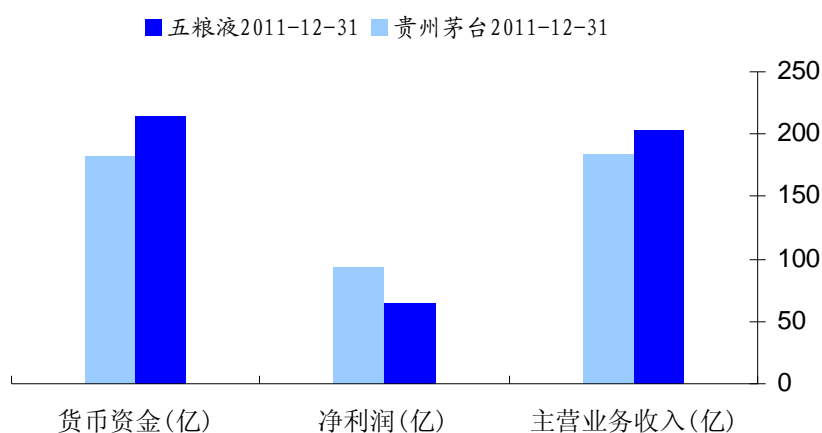
2、十八大之后“三公消费”限制继续从严。

图 1 2012 年 3 季报，五粮液与茅台的财务比较



资料来源：wind 第一创业证券研究所

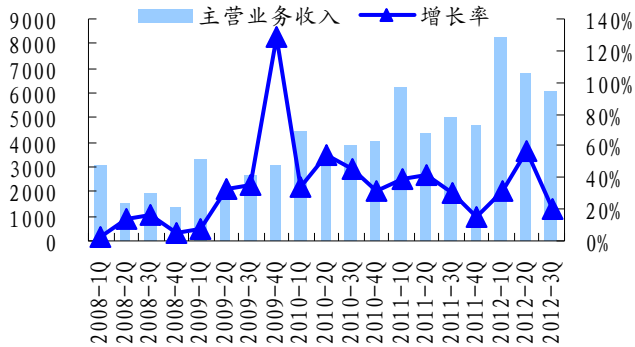
图 2 2011 年报，五粮液与茅台的财务比较



资料来源：wind 第一创业证券研究所

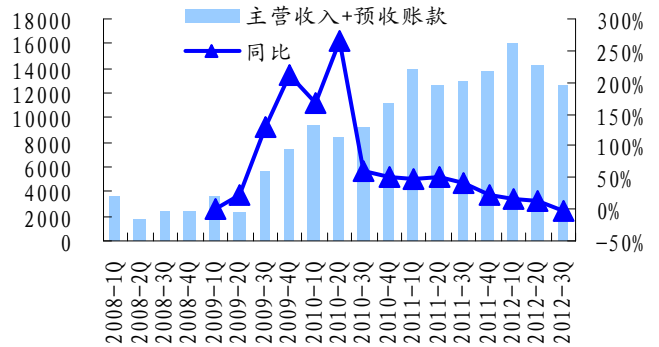


图3 Q2、Q3收入分别增长56.8%、20.2%



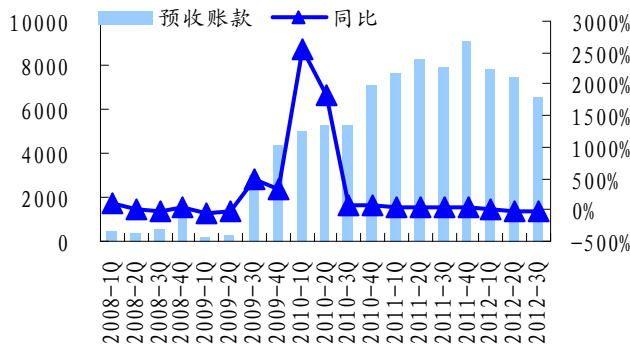
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图4 Q2、Q3主营收入+预收分别增长13.6%、-2.82%



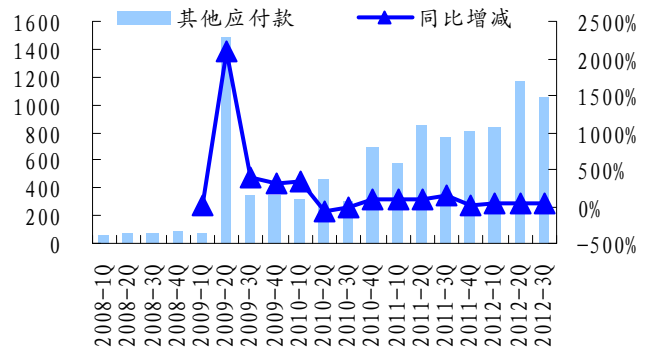
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图5 Q2、Q3预收账款分别增长-9.2%、-17.6%



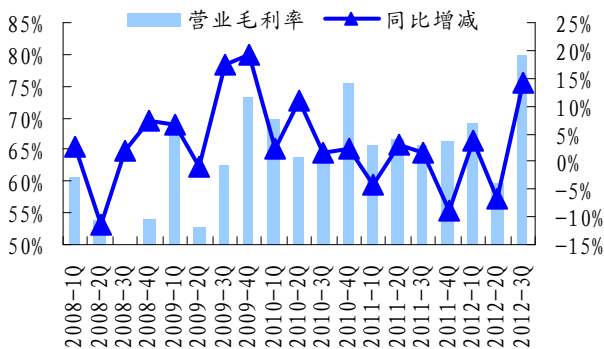
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图6 Q3其他预收款环比下降1.1亿



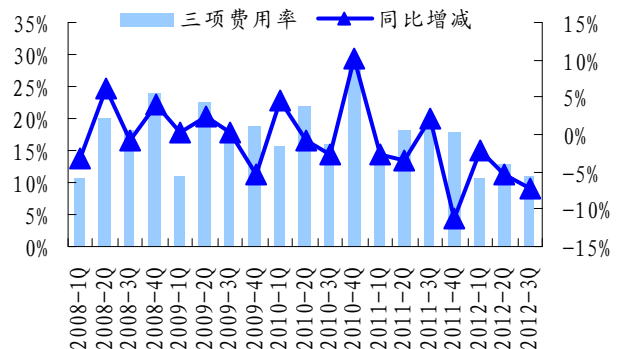
数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图7 Q2、Q3毛利率分别变化-6.7、11.4个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图8 Q2、Q3三项费用率分别变化-5.5、-7.3百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所



表 1 五粮液盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	15541.30	20350.59	27045.77	35069.17	42573.51
同比(+/-%)	39.6%	30.9%	32.9%	29.7%	21.4%
销售毛利率 (%)	68.7%	66.1%	67.6%	68.7%	68.3%
营业税金率 (%)	9.0%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%
营业费用率 (%)	11.6%	10.2%	7.8%	9.5%	8.8%
管理费用率 (%)	10.0%	8.6%	7.0%	6.8%	6.2%
财务费用率 (%)	-1.2%	-2.3%	-2.3%	-2.4%	-2.7%
三项费用合计	3172.62	3344.09	3374.26	4862.19	5237.38
三项费用率 (%)	20.4%	16.4%	12.5%	13.9%	12.3%
利润总额	6070.24	8499.95	12865.50	16595.27	20618.94
所得税	1508.19	2105.58	3215.63	4148.07	5153.99
净利润	4562.06	6394.38	9649.88	12447.20	15464.96
同比(+/-%)	31.6%	40.2%	50.9%	29.0%	24.2%
少数股东损益	166.70	236.91	360.23	464.67	577.33
归属母公司净利润	4395.36	6157.47	9289.64	11982.54	14887.63
同比(+/-%)	35.5%	40.1%	50.9%	29.0%	24.2%
每股收益 (元)	1.16	1.62	2.45	3.16	3.92

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	29713	40227	53800	69590	<b>营业收入</b>	20351	27046	35069	42574
现金	21551	28730	39597	52295	营业成本	6895	8768	10972	13515
应收账款	76	124	153	188	营业税金及附加	1602	2028	2630	3193
其他应收款	43	61	78	95	营业费用	2070	2110	3332	3746
预付账款	254	413	480	606	管理费用	1751	1893	2385	2640
存货	5537	7599	9420	11527	财务费用	-477	-629	-854	-1149
其他流动资产	2253	3299	4073	4879	资产减值损失	12	12	12	12
<b>非流动资产</b>	7193	7390	7563	7716	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期投资	131	133	133	133	投资净收益	2	3	3	3
固定资产	5905	6382	6673	6877	<b>营业利润</b>	8497	12866	16595	20619
无形资产	297	289	281	273	营业外收入	57	0	0	0
其他非流动资产	859	585	476	433	营业外支出	54	0	0	0
<b>资产总计</b>	36906	47616	61363	77306	<b>利润总额</b>	8500	12866	16595	20619
<b>流动负债</b>	13409	16418	20039	23514	所得税	2106	3216	4148	5154
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	6394	9650	12447	15465
应付账款	235	292	368	452	少数股东损益	237	360	465	577
其他流动负债	13175	16125	19671	23061	<b>归属母公司净利润</b>	6157	9290	11983	14888
<b>非流动负债</b>	50	0	0	0	EBITDA	8777	12941	16568	20418
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.62	2.45	3.16	3.92
其他非流动负债	50	0	0	0					
<b>负债合计</b>	13459	16418	20039	23514	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	327	687	1152	1729	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	3796	3796	3796	3796	<b>成长能力</b>				
资本公积	953	953	953	953	营业收入	30.9%	32.9%	29.7%	21.4%
留存收益	18371	25762	35422	47314	营业利润	39.4%	51.4%	29.0%	24.2%
归属母公司股东权益	23120	30511	40171	52063	归属于母公司净利润	40.1%	50.9%	29.0%	24.2%
<b>负债和股东权益</b>	36906	47616	61363	77306	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	66.1%	67.6%	68.7%	68.3%
					净利率(%)	30.3%	34.3%	34.2%	35.0%
					ROE(%)	26.6%	30.4%	29.8%	28.6%
					ROIC(%)	354.1%	387.7%	726.3%	1045.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	36.5%	34.5%	32.7%	30.4%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.22	2.45	2.68	2.96
					速动比率	1.80	1.99	2.21	2.47
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.62	0.64	0.64	0.61
					应收账款周转率	236.75	266.50	253.73	249.71
					应付账款周转率	35.37	33.29	33.23	32.94
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.62	2.45	3.16	3.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	2.42	3.51	4.12
					每股净资产(最新摊薄)	6.09	8.04	10.58	13.72
					<b>估值比率</b>				
					P/E	20.8	13.8	10.7	8.6
					P/B	5.5	4.2	3.2	2.5
					EV/EBITDA	12.1	8.2	6.4	5.2

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135