

白酒
署名人: 柯海东
S0960512080001
0755-82026712
kehaidong@china-invs.cn
署名人: 蒋鑫
S0960512080006
0755-82026708
jiangxin@china-invs.cn

五粮液

000858

强烈推荐

12年业绩符合预期, 13年挑战与机遇并存

公司公告: 2012年业绩预增 54.28%-59.16%, 归属净利润 95 亿-98 亿元, EPS 约 2.503-2.582 元, 据测算公司 2012Q4 归属净利润在 17-20 亿 (+27%-49%)。公司 12 年业绩预增符合我们此前的预期, 当前高端白酒需求受制对公司而言挑战与机遇并存, 尽管终端市场不景气导致市场对一线白酒投资情绪不高, 但我们坚信公司 13 年仍能够实现稳定增长, PE 仅为 9 倍有吸引力, 维持“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **2012 年通过提价、向渠道增量实现了高增长。** 预估公司 12 年全年营收约为 270 亿+ (+约 33%), 在主力品种高端酒提价 30%及力压成本费用基础上, 净利率大幅提升, 实现了净利润的高增长。12 年在控制三公消费、经济增速放缓的背景下, 高端白酒终端需求不振, 但公司通过扁平化渠道、缩短对经销商的欠货周期、大力发展中低价位酒实现了靓丽的销量增长, 但由于高端酒终端消费不旺, 导致渠道商库存较高, 在资金压力下抛货使得批发价格持续低迷, 渠道利润空间大幅减少, 近期步入消费旺季及市场预期公司 2 月份起提价 10%的情况下, 批发价格略有回升, 在 700 元附近, 但终端销售尚未见明显起色。
- **公司提出 2013 年实现收入 350 亿 (+30%) 的较高目标, 提振高端酒价格体系与营销体制改革实现中价位酒放量是重要看点, 但行业情况对公司挑战与机遇并存。**
- **公司如何平衡高端酒量价关系充满挑战。** 需求: 三公消费继续收紧是大概率, 且从历史看高端酒需求回升滞后经济见底至少半年; 供给: 经销商库存较高, 而公司尚需补发欠经销商 12 年的计划量。在此情况下公司提振价格体系的任务具有挑战性, 公司缩减老经销商 13 年的高端酒计划量约 15%, 后续实行增量动态调整, 并释放提价预期刺激需求, 成立市场督察部在各区域从严监管价格。维护价格体系有利于长期发展, 我们亦对公司高端酒销量全年平稳有信心, 原因是仍有空间扁平化渠道、开发定制酒, 且预期下半年需求有所回升。公司产品以商务需求为主, 政务需求长期减少, 为公司重写行业竞争格局提供了机遇。
- **营销体制改革是实现中价位酒增长的重要途径, 我们将紧密跟踪公司执行力。** 此前的改革试点华东营销中心中档酒五粮醇实现了连年 50%+增长, 有成功先例, 本次改革更进一步实现总部大部制, 区域营销中心+子公司运作模式, 以及推行产品加价模式运作, 以更快速反映市场。改革方案很好, 但大企业改革关键在执行。
- **公司高管在 25-26.5 元间增持股票表明了对未来改革的信心, 13 年 9 倍 PE 保障绝对收益无忧。** 风险提示: 政务消费收紧、中价位酒竞争激烈

6-12 个月目标价: 45.00 元

当前股价: 28.63 元

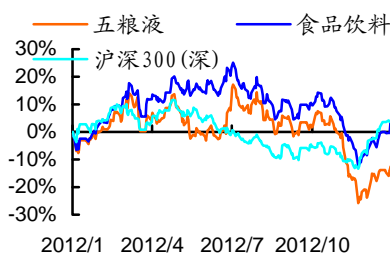
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2275.34
总股本(百万)	3796
流通股本(百万)	3795
流通市值(亿)	1087
EPS	2.06
每股净资产(元)	7.64
资产负债率	29.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
五粮液	11.79%	-14.77%	-19.58%
食品饮料	14.60%	-5.74%	-14.74%
沪深	12.43%	8.88%	4.56%



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	27392	35124	41230
收入同比(%)	31%	35%	28%	17%
归属母公司净利润	6157	9718	11924	14250
净利润同比(%)	40%	58%	23%	20%
毛利率(%)	66.1%	69.9%	69.8%	70.9%
ROE(%)	26.6%	31.4%	29.1%	27.0%
每股收益(元)	1.62	2.56	3.14	3.75
P/E	17.59	11.15	9.09	7.60
P/B	4.69	3.50	2.64	2.05
EV/EBITDA				

请务必阅读正文之后的免责条款部分

附录：2012年12月18日五粮液经销商大会纪要

参会人员：1600个经销商参会，省政府包括副省长，国资委主任，质监局、科技厅等多位领导到场，宜宾市委书记到场，公司全体高管到场。

公司介绍 2012年品牌投入情况：国外纽约、香港等投入广告，国内除了央视加大了对地方卫视投入，广告投放量增加20%，加大了网络公关投入，增加40%。加大了对五粮春、五粮醇地面广告的投放。659亿品牌价值。

2013年投入4.99亿夺得央视标王，全年投入7个亿。

销售负责人、副总朱忠玉汇报营销工作：**第一部分：2012年工作回顾**

2012年从行业看白酒的社会需求量下滑，但行业的供应量仍在加大，又受到库存、塑化剂等事件冲击，充满挑战。2012年五粮液集团公司突破收入600亿，利税200亿，品牌价值不断提升。

一、营销工作回顾。今年4月公司高层分三个组对华北华东华南华中西南等市场进行了15天调研。针对春节后市场回归低价的现象，对30家违规运营商进行了通报，并持续进行市场督导。今年我们加大高端酒宣传投入，在八一制片厂合作，拥军慰问。2012年我们加大事件营销，将此提高到重要工作层面，9月第一款文化酒推出酒中八仙酒及十八大纪念酒，产品供不应求。

二、营销改革实施与推进。今年是华东营销中心成立的第二年，完成了公司目标，为营销组织变革提供经验。营销体制改革自8月份提出，11月尘埃落定，在总部层面整合五粮液品牌事业部、自销品牌事业部、品牌经销商品牌事务部、专卖店事务管理部、调运部等部门职能组建了市场部、销售部、销售服务管理中心、营销督察部、包装材料采购部等功能，整合原各品牌事业部的纵向管理团队组建了华东、华北、华中、西南、华南，东北、西北等7个营销中心，上海、成都、北京3个子公司。

三、品牌架构。在产品上，形成了以五粮液为代表的高端，六和液为代表的次高端，五粮春、五粮醇为代表中价位，尖装大众化产品、专属渠道集群产品、永福普酒为代表的新香型集群产品。在五粮液份额提升同时，系列酒也稳步发展，今年超过10亿元的有五粮春、五粮醇，超过5亿的五粮液1995、专卖店95，亿元以上的有六和液、五粮陈、尖装、金六福、老作坊等，这些都是未来公司新利润来源的重要支撑。

四、战略合作型运营商团队逐步形成。多年来形成了战略运营商及专卖店渠道。今年在市场规划过程中，踏踏实实做市场的，今年我们对他们考虑了特别的奖励。

五、渠道建设、品牌布局的完善，我们已完成高中低全面覆盖，专卖店布局基本完成，餐饮渠道从无序竞争到有序开拓。

六、市场投入拉动明显。比如说湖南市场在加大投入后，经销商精耕细作市场，湖南的六和液、五粮醇连续三年80%的增速。系列酒的样本市场逐步形成，如华东的五粮醇，河南五粮醇突破2亿，山西也过亿，四川的五粮春、五粮醇、尖装也持续增长。

公司存在的问题是五粮液价格体系还在调整，公司运营效率待提高。

第二部分：2013年的目标及思路

一、机遇挑战并存。市场活动有受限三公及经济下滑影响，但根本原因是行业经过高速发展后积累的问题在逐步释放，行业面临考验。但回顾历史来看，调整也有机遇，在当前行业发展格局变化情况下，消费者对食品安全要求提高，公司质量优势得以充分体现，在当前国家限制三公，对以商务为主的五粮液是机会。

二、根据十二五规划目标，2013年股份公司目标是收入350亿（+30%），销量增速20%。

三、营销思路。1）2013年营销体制变革将是重点，多管其下管理五粮液价格体系，建立厂商、渠道一体化的管理模式。我们要做强高端做大中价位做实低端产品，改革不是简单的撤并，而是提升效率。本次改革是在总部建立大部制，在区域建中心+公司的双营销组织驱动。在总部解决统筹支持问题，在营销中心实施营销策略和资源配置的问题，总部成立市场部队营销做协同统筹规划，战略制定，为多品牌及区域市场提供策略，营销模式支持，销售服务管理中心提供生产运输一站式的服务，成立市场管理督察部目标是保证市场上每个市场动作执行到位，而各营销中心是营销行为实施主体，子公司从机制上保障资源的合理使用。改革目标是通过组织优化，在新营销体制下快速反应市场，扩大市场份额，其次做营销创新，在消

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2/7

费者研究、消费。区域子公司将进一步实施加价运营的策略，掌控市场，让真正做市场的运营商受益。深化厂商合作关系。2) 未来的竞争是产业链上的竞争，我们要帮大运营商转型，向精细化营销公司转型，渠道掌控型经销商转型，另一方面我们要帮助中小、新客户发展，这些客户是渠道扁平化的基础，我们将给予多方面支持及投入以实现可持续发展。3) 强化价格体系。市场价格是管理出来的。没有管理价差就出不来，经销商就没利润。我们要对价格做到刚性管理，用营销支持软件对工作提供支持。我们将杜绝批发，对经销商价格全过程、全方位管理，把窜货的投机商清除出去。4) 全面贴近市场。近年来二三线酒灵活充分利用资源对我们造成了冲击，我们在资源使用效率上不够。我们的改革，从机构运作上提高效率，增强产品竞争力，并且要适度用加价操作，改变裸价操作，在产品上市时留出价差，留费用加大资源投入，全面贴近市场，在重点区域市场与竞争对手短兵相接全面竞争。按营销机制改革的目标是2015年建立10个省份每个30亿，设3个大本营市场，每个超40亿，其余省份过10亿，建立1、2个标杆运营商，实现渠道进一步下沉。为世界500强定制，团购占比提升20%。我们还考虑更多深入合作模式，比如吸收优秀运营商入股区域子公司。5) 优化品牌。5.1) 战略打造核心品牌五粮液，战略上向上延伸，布局零售价格1800元以上的战略产品，进一步优化，产品结构上形成五粮液的核心产品群，明年要抓好三方面工作，一是加大处罚力度，五粮液是硬通货，而有部分经销商无团队渠道，靠转手、窜货实现销售，要受到处罚，我们成立专门的督察部，按谁的货谁负责的原则从重从快处罚。二是精心编制五粮液的计划量动态调节投放市场。五粮液2013年要控量稳价，适时提价并加大市场支持。首先我们对2013年合同计划量减少，并进行动态分段地考评管理，对违规情况的计划量执行情况作适当调整，动态考评方式将货投给成效显著的经销商。三统筹渠道网络构建，13年要对经销商明确经营责任，渠道所服务的客户明确。各运营商要做好自己的工作，对只要计划的商家不顾市场不负责的，要严格管控，任何经销商不得批发，不得流向大的流通市场，所有的专卖店、旗舰店强调零售、团购，不得做分销。对于公司授权允许分销的经销商，其分销商不得与当地渠道有冲突，推行运营商之间建立联席会议制度，互相监督互相学习，在思想行动上形成一盘棋。5.2) 强化系列酒，重点打造700-900的次高端创新六和液，200-500的中价位产品五粮春，50-200重点做大五粮醇。5.3) 统筹规划开发品牌。努力打造几个重点产品，做好单位定制酒、团购酒。

投资者沟通交流会纪要

董事长刘中国发言：

- 1、经销商对五粮液的改革充满信心。这次改革从机关、生产到销售的全面改革，也是史上最大的改革。改革决心非常大，明年大家应该能看到一个全新的五粮液。
- 2、政改意味浓重，收紧三公势在必行。但政改有利于发展经济，五粮液是浓香型白酒，更容易为消费者所接受，行业产能过剩，经济下滑导致需求下滑，禁酒驾，塑化剂等风波对行业冲击较大。行业协会负责人已提及国家会尽快出台塑化剂检测的相关标准。白酒行业的发展仍将受益于城镇化，过去我们也遇到过价格倒挂，限三公之类的不利影响，但是通过我们的努力，还是实现了增长。
- 3、把握机遇实现十二五千亿目标。省委省政府、市委市政府也对公司提出了很高的要求，改革初期难免遇到矛盾，但是我们应该要有信心。

Q: 质量管理体系的亮点在哪?

A: 标准严格，我们的标准高于国标；执行严格，对事不对人；舍得投入，软件硬件投入花费巨大财力人力；作为行业领袖我们有巨大的社会责任，因此我们质量管理过程中不忘社会责任。

Q: 如何创新保障质量管理体系正常运作?

A: 食品安全问题不是一成不变的，是动态变化的，不同时期消费者对我们提出了更高要求，因此我们要有超前意识，有预警机制，比同行、甚至国外企业更领先。

Q: 今年大环境不好，但五粮液实现高速增长，明年怎样增长?

A: 主观方面，公司进行了大刀阔斧的改革，调整了营销思路，结构，组建了能快速反应市场的组织结构。我对我们的营销体制改革很有信心。对市场有两方面作用：稳定普通五粮液的批发价有积极作用；对于中价位酒的销售有积极作用。明年我们走出去收购兼并白酒企业会有突破，会对公司增长有帮助。客观方面，

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3/7

我们对国家明年的宏观经济增长回暖有信心，国家城镇化建设，工程活动，商业活动增加会增加高端酒消费，五粮液是以商务、个人消费为主，我们预期高价位酒在明年有一定的量价齐升的空间；中价位酒会有较大的量价提升，尤其是量的提升；

Q: 各个产品明年的增长的量化数据？

A (营销负责人朱总)：公司大目标是 350 亿 (+30%)，公司董事会选择我在这个岗位上，投资者、运营商、员工也在关注，我会恪尽职守，做好营销体制改革。虽然行业有诸多不利因素，但信心非常重要，我这几年都是刘董事长的助手，对市场比较了解，刘董事长打下良好的基础，我们推动营销体制改革，在公司内部没有任何障碍。营销体制改革工作是 11 月份才开始，1218 会后七大中心人员要到位，人员在 1218 会边做边调整，具体到某些品种也是商业机密不好讲，我们要排好解决次序，逐步改革。执行力这块，马上进行产品研发，力争明年上半年将重点产品研发按照新的模式推广，1218 会到春节后，我们邀请外脑帮忙配合产品研发。五粮液就是持续强化管理的问题，与运营商要真正做到命运共同体，对五粮液主要是内涵式增长，要适时提价，我们提价以后，还是要返回给市场，加大投入，以前大家都是靠品牌卖酒，具体的市场工作不做，我们要加强高端定制酒的研发，也是新的增长点。比如说十八大纪念酒、酒中八仙酒的推出就很成功。在春节前争取完成面向公司招 100 个人培训补充营销团队，争取在春节糖酒会前招聘 200 个人培训。

Q: 公司做了与竞品的比较后会有何种改进？

A: 我们要建立以价格为核心的营销考评体系，影响价格因素很多，压货、窜货等，或产品研发不当等原因。价格管理要标本兼治，本质要进行过程管理，产品渠道促销，我们鼓励扶持的是做市场的运营商，我们厂家已经变了，商家怎么变？竞争更加激烈，只有工作做得比别人更好，对运营商要严格管理，对运营商的管理、团队、能力建立严格考评，我们建立了市场督察部，几十上百人促进我们对营销的考评。渠道通路的根本是利润问题，关键是价格体系，价格体系的坚挺，管理要刚性，乱价、窜货是市场的癌症，要大力整治。明年导向是动态调整，五粮液计划量要根据运营商的资本、团队、能力作动态调整。

Q: 高端酒渠道库存怎么看？行业大发展业外资本进入，今年很多经销商反映遇到寒流，很多业外资本可能会退出，怎么看？

A (营销负责人朱总)：我天天都在思考这些问题。高端酒的变化，消费者行为有变化，商务这一块是下一步的重要工作，限三公是势在必行的，我们要积极开拓商务消费市场。至于商家的库存，哪个商家库存大，你有资本愿意压货，没问题，如果扛不住，请告诉我，我会调整你的计划量，很多商家不管好不好都想要计划，想等哪天市场好了计划量还在，但我们要严管价格体系，不许你拿了计划量转卖。高端酒这块我们还可以开发更具竞争力的产品，对消费者心智作好定位，我们会调集全国最优秀的营销专家做新的产品研发。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	29713	33644	45698	59094
现金	21551	23249	32779	44221
应收账款	76	145	170	198
其它应收款	43	61	76	90
预付账款	254	211	157	140
存货	5537	6957	8818	10036
其他	2253	3021	3698	4409
非流动资产	7193	6898	6672	6385
长期投资	131	100	111	107
固定资产	5905	5742	5560	5311
无形资产	297	289	281	272
其他	859	767	721	695
资产总计	36906	40542	52371	65480
流动负债	13409	9260	11047	12271
短期借款	0	0	0	0
应付账款	235	274	356	402
其他	13175	8986	10690	11869
非流动负债	50	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	50	2	2	2
负债合计	13459	9262	11049	12273
少数股东权益	327	340	356	375
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	18371	26191	36217	48082
归属母公司股东权益	23120	30940	40966	52831
负债和股东权益	36906	40542	52371	65480

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	9533	3749	11854	14206
净利润	6394	9731	11940	14269
折旧摊销	757	668	723	780
财务费用	-477	-67	-84	-116
投资损失	-2	-1	0	0
营运资金变动	2371	-6533	-749	-735
其它	489	-49	23	8
投资活动现金流	-613	-49	-511	-496
资本支出	536	400	500	500
长期投资	-98	-33	11	-4
其他	-175	317	0	0
筹资活动现金流	-1503	-2001	-1813	-2268
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-1503	-2001	-1813	-2268
现金净增加额	7416	1698	9530	11441

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	20351	27392	35124	41230
营业成本	6895	8235	10612	12012
营业税金及附加	1602	2191	2810	3298
营业费用	2070	2137	3231	4123
管理费用	1751	1917	2634	2886
财务费用	-477	-67	-84	-116
资产减值损失	12	6	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	2	1	0	0
营业利润	8497	12975	15920	19026
营业外收入	57	10	10	10
营业外支出	54	10	10	10
利润总额	8500	12975	15920	19026
所得税	2106	3244	3980	4756
净利润	6394	9731	11940	14269
少数股东损益	237	13	16	19
归属母公司净利润	6157	9718	11924	14250
EBITDA	8777	13576	16560	19690
EPS (元)	1.62	2.56	3.14	3.75

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.9%	34.6%	28.2%	17.4%
营业利润	39.4%	52.7%	22.7%	19.5%
归属于母公司净利润	40.1%	57.8%	22.7%	19.5%
获利能力				
毛利率	66.1%	69.9%	69.8%	70.9%
净利率	30.3%	35.5%	33.9%	34.6%
ROE	26.6%	31.4%	29.1%	27.0%
ROIC	354.1	121.7%	140.4	159.3%
偿债能力				
资产负债率	36.5%	22.8%	21.1%	18.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.22	3.63	4.14	4.82
速动比率	1.80	2.88	3.33	3.99
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.71	0.76	0.70
应收账款周转率	237	238	213	214
应付账款周转率	35.37	32.36	33.66	31.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.56	3.14	3.75
每股经营现金流(最新摊薄)	2.51	0.99	3.12	3.74
每股净资产(最新摊薄)	6.09	8.15	10.79	13.92
估值比率				
P/E	17.59	11.15	9.09	7.60
P/B	4.69	3.50	2.64	2.05
EV/EBITDA	10	6	5	4

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434