

研究所  
 证券分析师：刘金沪 S0350510120005  
 0755-83704943 [liujh01@ghzq.com.cn](mailto:liujh01@ghzq.com.cn)  
 联系人：刘江  
 0755-83021673 [liuj11@ghzq.com.cn](mailto:liuj11@ghzq.com.cn)

## 渠道有压力 行业调整期市场份额优先

### ——五粮液（000858）2012年报点评

#### 事件：

五粮液4月2日发布年度业绩报告，2012年实现营业总收入272.01亿元，增长33.66%；实现归属于上市公司股东的净利润99.35亿元，增长61.35%；基本每股收益为2.62元。公司拟每10股派发红利8元(含税)。

12年公司共生产酒14.27万吨，同比下降1.4%；销售153,091吨，比去年同期133,311吨增长14.84%。

展望2013年，在白酒行业进入调整期的市场状况下，2013年公司力争实现收入15%左右的增长。在应对市场变化和营销方面，公司强调一是高价位产品将顺应市场变化，制定新的市场支持政策，积极抢占市场份额，构建全价位产品线；二是将中高价位产品与高价位产品的销售并重，着力打造区域和中高价位品牌，提高销售量，同时扩大中低价位产品市场份额；三是与时俱进，充分发挥电子商务、现代大型连锁终端的优势，着手研究开发适合五粮液营销的电子商务；四是继续深化营销体系改革，建立健全营销人员的薪酬体系与激励机制，充分调动营销人员的主观能动性；五是加强销售服务改革和建设，一切以顾客和市场为中心；六是加强“走出去”战略，在国外寻找实力较强的营运商，加大广告宣传，加强国际市场的拓展。

表1：预测指标

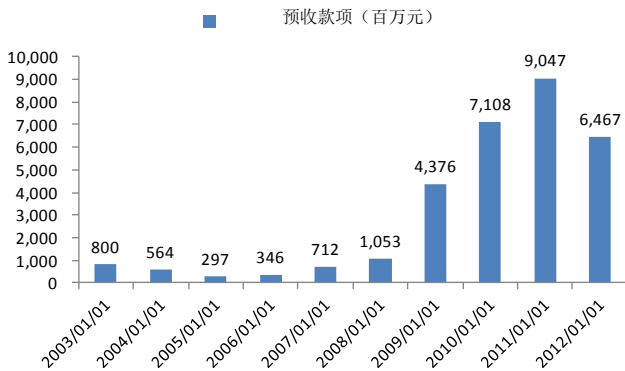
预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	27201	30998	35036	39796
增长率(%)	34%	14%	13%	14%
净利润(百万元)	9935	10341	11072	11923
增长率(%)	61%	4%	7%	8%
摊薄每股收益(元)	2.62	2.72	2.92	3.14
ROE(%)	31.52%	26.46%	23.47%	21.33%

资料来源：国海证券研究所

#### 评论：

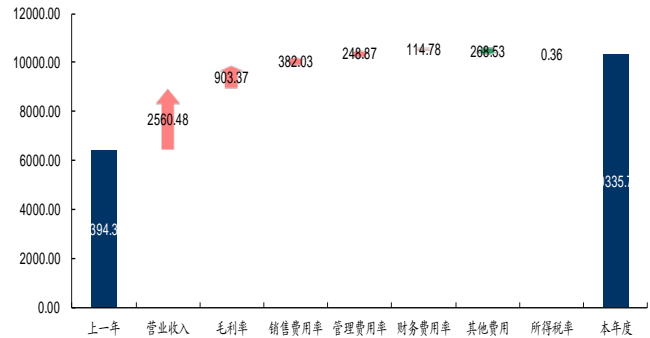
- **业绩略超预期，预收账款蓄水池开始从峰值回落。**业绩略超之前的市场预期，显示五粮液作为上一轮白酒黄金十年的代表性公司取得的辉煌余势可观，毛利率更是全年达到了70%以上的高点，连同收入扩张一起驱动业绩增长。高端五粮液经过连续提价，12年出厂价达到659元（新经销商699元），估计销售超过16000吨，吨酒价格约在120万元左右。中低价位酒也是呈现价量齐增的局面，主打产品五粮春和五粮醇估计分别超过1万吨和3万吨，整体吨酒价格估计在4.5万元左右。但公司的另一个关键指标预收账款比11年底时下降了超过25亿元，从90.5亿元下降到64.7亿元，显示这一在前期白酒牛市中不断攀升的业绩蓄水池开始放水。

图 1、公司预收账款蓄水池开始从峰值回落



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2、收入扩张和毛利率提升是业绩增长的主驱动力



资料来源: Wind、国海证券研究所

- **渠道利润压力巨大，出厂价存在倒挂，公司弃价保量策略将拉低毛利率。**经过草根调研，目前全国范围内一批价基本在 630-660 元，相对于其 729 元的名义出厂价已经倒挂，主流商超经过促销后实际价格约在 750-800 元，主渠道商只能通过返点获取利润。在行业严峻的形势面前，和 1573 选择控量保价不同，五粮液明智的放下身段弃价保量，在价格松动之后商务和民生的消费正在有效启动，但整体出清渠道历年积累的库存尚需时日。同时，为了安抚经销商体系并使之休养生息，给予相应的促销支持和返点将会拉低毛利率和提升销售费用，预计 13 年利润增速会低于销售增速。
- **茅台一批价继续下跌将形成对五粮液及其他跟随者的挤压。**在政府整风运动下，终端价格 600 元以上的白酒均面临需求大幅下跌，在已经到来的 2 季度白酒消费淡季，价格最为坚挺的广深地区茅台一批价也跌破 1000 元，并且有可能继续下探，飞天茅台这一价格中枢下移将挤压包括五粮液在内的其他标志性产品价格，公司的利润情况因而受到影响。
- **投资建议：**经过几个月的调整，白酒主要公司的静态估值优势已经非常明显。五粮液尽管 12 年业绩辉煌，但倒挂的渠道利差和多达数月的渠道库存显示 13 年将是其史上的困难时期，放下身段积极拓展商务、民用市场以及涉足电商等将有助于渡过行业调整期，同时希望定位民生的五粮春、五粮醇等中低价位酒的增长弥补高端酒业务的减速。预计公司 2013-14 年 2.72/2.92 元 EPS，对应 13 年/14 年分别 8.1 倍、7.5 倍 PE，估值远远低于外国洋酒巨头，3.7% 的股息率高于一年期定存利率，具备足够的安全边际，但行业向下趋势在未来几个月的白酒消费淡季内难以见到明显改观，调低评级至“增持”。

附表：财务预测与估值

证券代码:	000858.sz				股票价格:	21.93	投资评级:	增持		日期:	2013/4/1
<b>财务指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	32%	26%	23%	21%	EPS	2.62	2.72	2.92	3.14		
毛利率	71%	67%	65%	63%	BVPS	8.21	10.09	12.10	14.27		
期间费率	20%	21%	21%	21%	<b>估值</b>						
销售净利率	37%	33%	32%	30%	P/E	8.38	8.05	7.52	6.98		
<b>成长能力</b>					P/B	2.67	2.17	1.81	1.54		
收入增长率	34%	14%	13%	14%	P/S	3.06	2.69	2.38	2.09		
利润增长率	61%	4%	7%	8%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
总资产周转率	0.60	0.57	0.55	0.54	营业收入	27201	30998	35036	39796		
应收账款周转率	10.07	10.07	10.07	10.07	营业成本	8016	10267	12282	14886		
存货周转率	1.20	1.20	1.20	1.20	营业税金及附加	2006	2286	2583	2934		
<b>偿债能力</b>					销售费用	2259	2774	3136	3562		
资产负债率	30%	28%	25%	24%	管理费用	2009	2190	2475	2811		
流动比	2.77	3.17	3.54	3.85	财务费用	(790)	(620)	(751)	(885)		
速动比	2.29	2.59	2.89	3.13	其他费用/(-收入)	1	0	0	0		
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	营业利润	13702	14101	15311	16488		
现金及现金等价物	27846	34433	41698	49167	营业外净收支	37	200	0	0		
应收款项	2701	3078	3479	3952	利润总额	13739	14301	15311	16488		
存货净额	6680	8556	10235	12405	所得税费用	3403	3542	3792	4084		
其他流动资产	696	790	891	1009	净利润	10336	10758	11518	12404		
<b>流动资产合计</b>	<b>37922</b>	<b>46838</b>	<b>56283</b>	<b>66514</b>	少数股东损益	401	417	447	481		
固定资产	5497	5104	4779	4510	归属于母公司净利润	9935	10341	11072	11923		
在建工程	856	1000	1144	1295	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>		
无形资产及其他	290	290	261	232	经营活动现金流	8750	8299	9180	9259		
长期股权投资	120	120	120	120	净利润	10336	10758	11518	12404		
<b>资产总计</b>	<b>45248</b>	<b>53914</b>	<b>63150</b>	<b>73233</b>	少数股东权益	401	417	447	481		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	670	579	539	504		
应付款项	731	936	1119	1357	公允价值变动	1	0	0	0		
预收帐款	6467	7370	8330	9462	营运资金变动	(2658)	(3456)	(3324)	(4131)		
其他流动负债	6469	6469	6469	6469	投资活动现金流	(341)	250	180	118		
<b>流动负债合计</b>	<b>13667</b>	<b>14775</b>	<b>15919</b>	<b>17288</b>	资本支出	340	250	180	118		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	11	0	0	0		
其他长期负债	60	60	60	60	其他	(692)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	筹资活动现金流	(1821)	(3200)	(3426)	(3690)		
<b>负债合计</b>	<b>13727</b>	<b>14834</b>	<b>15978</b>	<b>17347</b>	债务融资	0	0	0	0		
股本	3796	3796	3796	3796	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	31521	39079	47171	55886	其它	(1821)	(3200)	(3426)	(3690)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>45248</b>	<b>53914</b>	<b>63150</b>	<b>73233</b>	现金净增加额	6587	5348	5934	5687		

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn