

市场化改革促企稳回升 估值有望持续修复

■事件：7月18日参加五粮液股东大会，并与公司高管进行了交流。纪要如下：

■构建“1+5+N”发展模式，推动公司快速恢复发展：改变原来重销售不重管理的模式，在行业调整期重销售也重管理。规划了“1+5+N”的发展模式：“1”是高端产品普五，发展战略是抢市场、抢份额，深度挖掘，争取与更多的渠道和资源合作；“5”是中低档产品——五粮醇、五粮春、特曲+头曲、棉柔尖庄、六和液，重点打造这5个品牌，做稳、做实市场；“N”是区域市场区域品牌做好。经过大半年的调整，市场已趋于稳定，市场价格也在稳步回升。

■销售：普五良好恢复，系列酒承压。普五市场持续得到良好恢复，价格稳步回升。系列酒市场有变化，由于高端酒价格下降后，系列酒市场遭到挤压。下半年，系列酒将在重点市场集中突破，争取系列酒不出现大幅下滑。三季度，公司计划目标是销量达到去年同期的水平。

■库存：对营销中心的考核除销售任务外，新增库存要求：不准压货，保持渠道10%-20%的良性库存。为了销售目标压货的话将不利于终端价格的稳定，但如果一味为了保价而库存特别低也不利于销售。目前，普五的库存都比较良性，渠道大约15%-20%的库存，2000吨左右主要集中在公司的核心商家。五粮春正常；五粮醇三个区域库存偏大，主要是因为营销中心要完成任务向渠道压了货。

■渠道梳理，力争实现渠道网络的市场化转型。紧俏的销售环境下，网络有效布局上有问题。98年和08年金融危机时的行业底部，都没有实现对网络和渠道的梳理。此次行业的调整是个中长期的过程，调整的幅度深、周期长，完成对渠道的梳理十分有必要。原来经销商比较散乱，多的离谱，且商家的经营水平很低端。公司对渠道梳理的规划是构建市场化的网络体系，提高商家的服务能力、管理能力和配送能力。市场化的转型，预计三年后看效果。五粮液继续争取量价平衡，梳理和构建核心商家体系。由于单瓶毛利降低，必须重构渠道动力。核心商家梳理是这样一个思路：选择核心商家（约500家，不一定是大商，而是各区域里做的好的），没成为核心的就是分销商，构建直分销体系。下半年，优化核心商家，促进商家转型，促进核心商家深度分销。

■投资建议：预计14-16年的收入增速分别为-2.8%、12.1%、12.3%，净利润增速分别为-15.2%、10.6%、8.1%，EPS分别为1.78元、1.97元和2.13元；维持买入-A投资评级，考虑到公司市场化改革执行效果超预期，上调目标价至26.7元，对应15X14PE。

■风险提示：渠道管控力度不够；实现顺价销售的时点晚于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	27,201.0	24,718.6	24,014.5	26,926.4	30,226.0
净利润	9,934.9	7,972.8	6,757.2	7,475.6	8,084.0
每股收益(元)	2.62	2.10	1.78	1.97	2.13
每股净资产(元)	8.21	9.51	10.75	12.13	13.62
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	7.4	9.2	10.8	9.8	9.1
市净率(倍)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4
净利润率	36.5%	32.3%	28.1%	27.8%	26.7%
净资产收益率	32.8%	22.5%	16.7%	16.4%	15.7%
股息收益率	4.1%	3.6%	2.8%	3.1%	3.3%
ROIC	536.1%	253.4%	61.5%	48.6%	169.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

26.70元

股价(2014-07-18)

19.30元

交易数据

总市值(百万元)	73,262.16
流通市值(百万元)	73,254.89
总股本(百万股)	3,795.97
流通股本(百万股)	3,795.59
12个月价格区间	14.47/20.12元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	12.23	12.00	0.60
绝对收益	12.41	9.29	-3.02

苏青青

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514020001
suqq@essence.com.cn
021-68765076

报告联系人

王园园

021-68765661

wangyy7@essence.com.cn

张龙

021-68763897

zhanglong2@essence.com.cn

相关报告

融合多方资源投资地方酒企再次布局华中区域	2014-07-08
库存去化顺利，下一步尽快理顺价格	2014-04-28
四季度费用攀升加速业绩下滑 14 年理顺厂商关系仍是重点	2014-04-18

事件：7月18日参加五粮液股东大会，并与公司高管进行了交流。调研纪要如下：

构建“1+5+N”发展模式，推动公司快速恢复发展：改变原来重销售不重管理的模式，在行业调整期重销售也重管理。在产品结构方面，开发了高价位的低度产品，以及一些中档产品，如特曲、头曲、绵柔尖庄。并规划了“1+5+N”的发展模式：1是高端产品普五，发展战略是抢市场、抢份额，深度挖掘，争取与更多的渠道和资源合作；5是中低档产品——五粮醇、五粮春、特曲+头曲、绵柔尖庄、六和液，重点打造这5个品牌，做稳、做实市场；N是区域市场区域品牌做好。经过大半年的调整，市场已趋于稳定，市场价格也在稳步回升。在公司抓管理的过程中，管理价格的决心要比往年大的多。

销售：普五良好恢复，系列酒承压。普五市场持续得到良好恢复，价格稳步回升。系列酒市场有变化，由于高端酒价格下降后，系列酒市场遭到挤压。下半年，系列酒将在重点市场集中突破，争取系列酒不出现大幅下滑。三季度，公司计划目标是销量达到去年同期水平，下半年计划弥补下滑。虽然市场价格和信心有所回升，但由于今年市场环境还是没有去年好，淡季很淡，旺季也不旺。7、8月份还是淡季，做好落地的促销和宣传，强化基础为旺季做准备。

库存：对营销中心的考核除销售任务外，新增库存要求：不准压货，保持渠道10%-20%的良性库存。为了销售目标压货的话将不利于终端价格的稳定，但如果一味为了保价而库存特别低也不利于销售。如年初春节期间没有合理的库存，物流、运输的停工使得远距离的商家都没有不到货影响了销售。目前，普五的库存都比较良性。每周一次报表，加强计划的管控。渠道大约15%-20%的库存，不让经销商压货。13年6、7月份库存最高有40%-50%的库存。现在渠道库存大约2000吨左右，主要集中在公司的核心商家。五粮春正常；五粮醇三个区域库存偏大，主要是因为营销中心要完成任务向渠道压了货。

渠道梳理，力争实现渠道网络的市场化转型。紧俏的销售环境下，网络有效布局上有问题。98年和08年金融危机时的行业底部，都没有实现对网络和渠道的梳理。此次行业的调整是个中长期的过程，调整的幅度深、周期长，完成对渠道的梳理十分有必要。原来经销商比较散乱，多的离谱，且商家的经营水平很低端。公司对渠道梳理的规划是构建市场化的网络体系，提高商家的服务能力、管理能力和配送能力。网络有效时，返点是作为开拓市场的费用，而不是降低价格；不然网络就是无效的。7个营销中心的改革有点滞后，计划先试点——华北和华中，已经注册，8月份开始。目的是快速了解市场，快速决策和反应。市场化的转型，三年后看效果。

相比较而言，茅台对渠道的管理很严。90年代末，97、98年卖10瓶五粮液才卖1瓶茅台。茅台通过对消费者的培育，并从北京开始的向意见领袖重点营销，从而实现了逆袭。茅台在发展的过程中对渠道网络的管理很严，不论是各区域商家的开发，还是对出货量、价格、窜货等的管控。

五粮液继续争取量价平衡，梳理和构建核心商家体系。由于单瓶毛利降低，必须重构渠道动力。核心商家梳理是这样一个思路：选择核心商家（约500家，不一定是大商，而是各区域里做的好的），没成为核心的就是分销商，构建直分销体系。下半年，优化核心商家，促进商家转型，促进核心商家深度分销。原来的商家没有组织、没有管理、没有网络。经过市场梳理将和商家签订中长期的协议。计划年底与10%-30%的核心商家签订协议。经过核心商家的梳理，才有了武汉会议609的市场价格，以及对市场的强化管理。

品牌打造：通过五粮液来树立品牌，而不是普五。

推动电商发展，多元化市场渠道：线上和酒仙网和京东有战略合作协议，在发展补充渠道的同时，重点考虑不对线下产生冲击。和京东签订的协议是三年累计销售 50 亿元，目前进展还可以，在预期内，还有很多深度合作，将来会有新的合作模式。

政府对公司松绑，利好公司市场化改革：省委省政府和市委市政府对公司的要求在松绑。公司尽最大的努力，只要下滑比例在公司可控范围内。十二五规划原先是实现 600 亿元的销售目标，现在下调至 500 亿元。

集团董事长唐桥，对白酒行业的观点：1) 白酒深度调整还没到底，要到的话也在明年以后。2) 整个白酒行业要想回到过去黄金十年不可能的，行业发展更趋于理性。3) 政府主推白酒行业的发展，尤其是高端酒，应该是不可能的了，下一步主要是靠比产品质量，比性价比，比服务水平。也是公司下一步经营模式转变的方向。4) 白酒今后的发展是市场说的算，不是企业说的算。5) 白酒行业肯定大洗牌，在这次调整当中有很多白酒企业死掉，实际产量高于实际消费，04 年白酒行业最低点，300 多万千升，13 年发展到 1200 多万升，很多知名企业的产能消化不了。此次行业调整比前两次调整难度更大，调整的关键是企业的运营班子如何把握。下一步的发展聚焦在“改革创新转型发展”。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年07月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	27,201.0	24,718.6	24,014.5	26,926.4	30,226.0	成长性					
减:营业成本	8,015.7	6,610.4	8,902.4	10,267.2	11,866.4	营业收入增长率	33.7%	-9.1%	-2.8%	12.1%	12.3%
营业税费	2,005.7	1,849.0	1,945.2	2,154.1	2,418.1	营业利润增长率	61.3%	-16.6%	-14.9%	7.5%	8.6%
销售费用	2,259.0	3,382.2	2,401.5	2,692.6	3,022.6	净利润增长率	61.3%	-19.7%	-15.2%	10.6%	8.1%
管理费用	2,009.2	2,263.6	1,921.2	2,208.0	2,418.1	EBITDA 增长率	55.6%	-17.1%	-15.8%	7.9%	8.8%
财务费用	-789.6	-826.9	-870.0	-850.0	-850.0	EBIT 增长率	61.0%	-17.9%	-16.5%	8.4%	9.3%
资产减值损失	2.7	5.0	6.7	4.8	5.5	NOPLAT 增长率	61.0%	-19.2%	-16.9%	10.8%	9.3%
加:公允价值变动收益	0.8	-7.1	12.4	-1.9	-2.8	投资资本增长率	70.9%	242.8%	40.2%	-68.7%	292.2%
投资和汇兑收益	3.0	4.3	3.2	3.5	3.7	净资产增长率	34.4%	17.4%	13.5%	13.2%	12.6%
营业利润	13,702.1	11,432.4	9,723.3	10,451.2	11,346.2	利润率					
加:营业外净收支	36.5	-185.4	-180.0	-109.6	-158.3	毛利率	70.5%	73.3%	62.9%	61.9%	60.7%
利润总额	13,738.7	11,247.1	9,543.3	10,341.6	11,187.9	营业利润率	50.4%	46.3%	40.5%	38.8%	37.5%
减:所得税	3,402.9	2,924.9	2,509.9	2,554.4	2,763.4	净利润率	36.5%	32.3%	28.1%	27.8%	26.7%
净利润	9,934.9	7,972.8	6,757.2	7,475.6	8,084.0	EBITDA/营业收入	49.9%	45.5%	39.5%	38.0%	36.8%
						EBIT/营业收入	47.5%	42.9%	36.9%	35.7%	34.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	75	83	84	67	52
货币资金	27,845.5	25,763.5	26,737.5	42,430.8	34,848.6	流动营业资本周转天数	-59	4	99	56	78
交易性金融资产	19.0	-	12.4	10.5	7.6	流动资产周转天数	448	545	611	651	666
应收帐款	106.7	98.8	101.3	122.4	129.1	应收帐款周转天数	1	1	2	1	1
应收票据	2,594.2	3,625.5	6,780.8	862.7	8,898.5	存货周转天数	81	99	128	126	137
预付帐款	258.7	213.7	439.2	275.4	572.6	总资产周转天数	544	651	713	731	731
存货	6,680.0	6,885.6	10,206.0	8,604.0	14,353.8	投资资本周转天数	32	100	191	131	136
其他流动资产	418.2	355.2	356.4	376.6	362.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	32.8%	22.5%	16.7%	16.4%	15.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	22.8%	18.9%	13.8%	13.3%	13.1%
长期股权投资	120.4	120.6	120.6	120.6	120.6	ROIC	536.1%	253.4%	61.5%	48.6%	169.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	5,497.2	5,905.2	5,287.6	4,670.1	4,052.5	销售费用率	8.3%	13.7%	10.0%	10.0%	10.0%
在建工程	855.6	223.1	223.1	223.1	223.1	管理费用率	7.4%	9.2%	8.0%	8.2%	8.0%
无形资产	289.8	293.6	285.1	276.6	268.0	财务费用率	-2.9%	-3.3%	-3.6%	-3.2%	-2.8%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.8%	19.5%	14.4%	15.0%	15.2%
资产总额	45,247.6	44,129.5	50,946.6	58,453.9	64,311.9	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	30.3%	16.1%	17.5%	18.6%	16.7%
应付帐款	2,125.5	1,642.0	2,029.1	2,682.7	3,018.0	负债权益比	43.5%	19.2%	21.2%	22.9%	20.1%
应付票据	-	52.6	23.9	21.7	48.6	流动比率	2.77	5.25	5.04	4.87	5.54
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.29	4.27	3.88	4.07	4.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-16.35	-12.83	-10.18	-11.30	-12.35
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	13,726.6	7,110.2	8,921.1	10,883.9	10,742.6	DPS(元)	0.80	0.70	0.53	0.59	0.64
少数股东权益	364.5	926.6	1,202.9	1,514.5	1,855.0	分红比率	30.6%	33.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	3,796.0	股息收益率	4.1%	3.6%	2.8%	3.1%	3.3%
留存收益	27,360.6	32,296.7	37,026.7	42,259.6	47,918.4						
股东权益	31,521.1	37,019.3	42,025.5	47,570.1	53,569.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	2.62	2.10	1.78	1.97	2.13
净利润	10,335.7	8,322.2	6,757.2	7,475.6	8,084.0	BVPS(元)	8.21	9.51	10.75	12.13	13.62
加:折旧和摊销	706.1	681.5	626.1	626.1	626.1	PE(X)	7.4	9.2	10.8	9.8	9.1
资产减值准备	0.1	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.0	1.8	1.6	1.4
公允价值变动损失	-0.8	7.1	12.4	-1.9	-2.8	P/FCF	8.5	161.0	29.4	4.1	-13.3
财务费用	-0.2	-	-870.0	-850.0	-850.0	P/S	2.7	3.0	3.1	2.7	2.4
投资损失	-3.0	-4.3	-3.2	-3.5	-3.7	EV/EBITDA	5.8	3.0	5.0	3.1	3.6
少数股东损益	400.9	349.4	276.2	311.6	340.5	CAGR(%)	-9.0%	0.4%	3.2%	-9.0%	0.4%
营运资金的变动	-801.3	-7,705.1	-4,811.8	9,523.7	-14,157.2	PEG	-0.8	22.5	3.4	-1.1	22.2
经营活动产生现金流量	8,749.7	1,458.9	1,986.9	17,081.6	-5,963.1	ROIC/WACC	52.3	24.7	6.0	4.7	16.6
投资活动产生现金流量	-341.4	-321.9	-21.6	7.4	9.4	REP	0.5	0.1	0.5	1.4	0.1
融资活动产生现金流量	-2,113.9	-3,219.0	-991.3	-1,395.7	-1,628.4						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏青青声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

