

五粮液 (000858)

白酒年终盘点之五粮液——内外齐齐向好，大周期反转元年

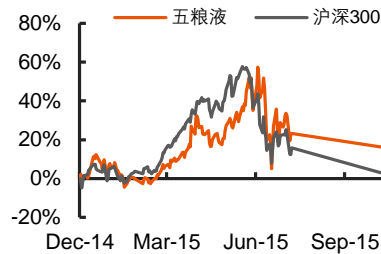
强烈推荐 (维持)

现价: 26.40 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾国有资产经营/36.00%
实际控制人/持股	宜宾市政府国有资产监督管理委员会/56.07%
总股本(百万股)	3,796
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	1,002.14
流通 A 股市值(亿元)	1,002.04
每股净资产(元)	11
资产负债率(%)	11.50

行情走势图



相关研究报告

- 《五粮液*000858*国改方案出台，想象空间打开》 2015-11-02
- 《五粮液*000858*业绩超预期，产业链将持续复苏》 2015-10-29
- 《五粮液*000858*终端需求好于预期，静候国企改革方案落地》 2015-08-28
- 《五粮液*000858*提出厂价推动一批价回升》 2015-08-05

证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@PINGAN.COM
.CN

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

投资要点

平安观点:

- **盘点 2015-成功挺价，批价 1 年环比涨 100 元。**(1) 15 年初既定的多个目标已经实现，包括产品和改革方面。(2) 15 年五粮液酒价格回升幅度超预期，一方面高端酒强劲复苏，需求超预期，另一方面量价之间，公司更重视价。价升推动渠道信心持续恢复，库存水平也已经处于合理位置。(3) 国企改革迈出了最重要的一步，员工和大商的持股计划完成后，积极性都将显著增强。(4) 预计 2015 年收入、净利均可实现小幅增长，结束连续 2 年的下跌，预计 4Q15 营收有望实现双位数增长。
- **展望 2016-需求、渠道、改革共推经营周期向上反转。**我们判断 2016 年高端酒需求仍有望超预期，而且茅台挺价可能性大，将停止继续分流五粮液需求。经销商信心恢复、渠道管控能力加强、大商模式符合能力定位，16 年可看到渠道体系继续复苏。国企改革的效果将在 16 年具体体现，包括高管、销售团队、大商管理市场的积极性可显著提高，内部成本有较大节约空间，子公司的混改能看到突破。消费者基础好的企业，销售重回正轨后，出现大幅恢复性增长的概率高。另外，16 年并购可能有意外之喜。综合内外因素，2015 年可能是公司大周期反转的元年，中长期市值和业绩成长空间较大。
- 我们维持原有盈利预测，预计 15-16 年 EPS 为 1.57、1.82 元，同比 2%、16%，对应 PE 17、15 倍。我们战略性看好五粮液，外部需求和竞争环境改善，内部激励机制和治理结构完善，15 年可能只是开始，是大周期反转元年，维持“强烈推荐”的评级。
- 风险提示：茅台继续放量。五粮液的量价态度出现摇摆，打击渠道信心。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	24719	21011	21918	24230	26653
YoY(%)	-9.1	-15.0	4.3	10.5	10.0
净利润(百万元)	7973	5835	5966	6920	7799
YoY(%)	-19.7	-26.8	2.2	16.0	12.7
毛利率(%)	73.3	72.5	69.8	70.2	70.2
净利率(%)	33.7	28.8	28.3	29.7	30.4
ROE(%)	23.7	15.5	14.9	16.1	16.5
EPS(摊薄/元)	2.10	1.54	1.57	1.82	2.05
P/E(倍)	12.9	17.6	17.3	14.9	13.2
P/B(倍)	2.9	2.6	2.5	2.3	2.1

正文目录

一、盘点 2015-成功挺价，批价 1 年环比涨 100 元	4
1.1 15 年初既定的多个目标已经实现	4
1.2 高端酒需求强劲推动价格涨幅超预期，渠道信心持续恢复	5
1.3 国企改革迈出了最重要的一步.....	7
1.4 4Q15 营收有望实现双位数增长	8
二、展望 2016-需求、渠道、改革共推经营周期向上反转	9
2.1 预计 2016 年高端酒需求仍然有望超预期	9
2.2 渠道体系继续复苏.....	9
2.3 国企改革的具体效果将在 16 年体现	11
2.4 并购可能有意外之喜	11
2.5 1Q16 有望实现开门红，16 年业绩弹性较高	12
2.6 中长期来看，15 年可能是大周期反转元年	12
三、盈利预测与投资评级	14
四、风险提示	15

图表目录

图表 1	14 年 1218 大会和 15 年春糖会主要政策措施列表	4
图表 2	15 年实际完成工作总结和 15 年 1218 经销商大会主要政策措施列表	5
图表 3	估计 15 年五粮液酒报表销量同比实现个位数增长 单位：吨	6
图表 4	茅台、五粮液一批价变化趋势 单位：元/瓶	6
图表 5	15 年 8 月五粮液上调了出厂价 单位：元/瓶	6
图表 6	估计 1-3Q15 飞天 53 度实际出货同比 30%+	7
图表 7	3Q15 茅台预收款同比增 47 亿，环比增 33 亿	7
图表 8	预计五粮液 4Q15 营收、净利同比+14%、+ 21%	8
图表 9	估计 15 年高端酒民间消费占比 40%左右	9
图表 10	五粮液酒分度数价格 单位：元/瓶	10
图表 11	茅台、五粮液货币资金远高于其他公司（3Q15）	12
图表 12	过去十年五粮液营收增速低于茅泸洋	13
图表 13	05 年五粮液营收占一线白酒比重高达 51%，但 1-3Q15 五粮液营收只占 27%	13
图表 14	茅台、五粮液主品牌销量对比（2007-2015 年）	13
图表 15	五粮液品牌和渠道增量事件分析	13
图表 16	重点公司年度盈利预测	15

一、 盘点 2015-成功挺价，批价 1 年环比涨 100 元

1.1 15 年初既定的多个目标已经实现

结合 14 年 1218 经销会和 15 年 3 月春糖会，我们认为五粮液 15 年发展的主要思路可归纳为产品、改革、并购三条主线：

- 产品。(1) 五粮液酒是公司管控的重点，目标顺价出货。(2) 中档系列酒做好品牌清理和规划，突出战略品种。
- 改革。(1) 国企改革，包括管理层和子公司的激励机制完善。(2) 营销体系调整，重设五品部和新设系列酒子公司。
- 并购。寻找收入规模较大的白酒企业进行并购。

图表1 14年1218大会和15年春糖会主要政策措施列表

项目	要点	具体内容	
		2014.12.18 经销商会	2015.3.23 春糖会
价格	价格	挺价，保持 52 度将保持 609 出厂价不变，1618 和系列酒不变。春节前后，全面消化市场的存货，稳定五粮液产品的价格体系，狠抓动销。	在价格上全年坚持 52 度新品五粮液 609 元/瓶的出厂价格底线不动摇，逐步实现市场价格企稳回升，力争在 2016 年春节前全面实现顺价销售的价格目标。
	产品	品种	在品牌建设层面，会更加突出五粮液的主品牌地位，将其他品牌剥离单独运作。在各个百元价位段，按消费需求与产品特色，做好品牌清理与产品规划，每个位段有 2-3 支代表性知名产品，系列酒相互价格不重合。与核心品牌五粮液一起，形成品牌定位明确，区域特色鲜明的品牌集群。
改革	营销体系	市场压力引入公司的各个环节。解决公司内部部门与服务的问题。将成立五粮液事业部，接管七个营销中心。启动专卖店连锁运营公司管理 500 家专卖店。成立五粮液系列酒公司，负责系列酒战略品牌的市场拓展。	成立五品部，将全面负责五粮液品牌的运作、管理和服务工作。由原市场部转型升级成立的管理部，兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权。部分品牌和专卖店的公司化运作。五月份将实现新的机构有序运行。
	经销商	2015 年启动直分销模式，在部分省区进行试点。	五粮液将加速直分销渠道模式的建设，核心目的是在增加渠道覆盖范围的同时，又尽可能的保持市场秩序少受窜货、乱价等现象的干扰。这一模式虽然在市场覆盖效果上不如渠道扁平直接，但在管理效果和成本上要优于扁平化的渠道。

资料来源：平安证券研究所调研，媒体信息

回顾过去 1 年，我们认为 15 年公司年初制定的多个目标已经实现，亮点不少：

- 产品。现阶段，52 度五粮液一批价 610-620 元，已经达到 609 元的既定目标，这也是公司 15 年最大的亮点。中档系列酒规划方面，各个价格带的主力品牌思路已经清晰，包括特曲、头曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄等，4 大品牌营销子公司也主要按照这个思路来设立。
- 改革。五粮液 10 月 31 日公布了非公开发行股票预案，国企改革方案出台。新五品部和 4 大品牌营销子公司均已完成设立。

➤ 并购。15 年未发生并购行为，估计由于公司主要精力用于推动国企改革。

图表2 15年实际完成工作总结和15年1218经销商大会主要政策措施列表

项目	要点	具体内容	
		2015 年实际完成工作	2015.12.18 经销商会思路
产品	价格	现阶段，52 度五粮液一批价 610-620 元，已经达到 609 元的既定目标，这也是公司 15 年最大的亮点。	2016 年市场价格体系将继续延续 2014 年 1218 时的思路，52 度五粮液价格继续稳中有升，1Q16 有后续过渡性市场支持，2Q16 停止 1Q16 的市场支持。
	品种	中档系列酒规划方面，各个价格带的主力品牌思路已经清晰，包括特曲、头曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄等，4 大品牌营销子公司也主要按照这个思路来设立。	延续 15 年的产品分类思路，在五粮液、五粮春、五粮醇、特头曲、尖庄等产品的基础之上，每 100 元价格带做好品牌与产品规划，分别有 1-2 支全国性知名产品和 1-2 支地域性产品，引入“五粮制造”与“五粮酿造”认证标志。
改革	营销体系	五粮液 10 月 31 日公布了非公开发行股票预案，国企改革方案出台。新五品部和 4 大品牌营销子公司均已完成设立。	与运营商一起共建平台，有限范围内大力推进新型渠道、混合所有制合作模式，部分地区把公司与运营商资源平台化整合。
	经销商	2015 年大商的占比继续上升，如 15 年安徽市场就改由百川独家代理五粮液。	

资料来源：平安证券研究所调研，媒体信息

1.2 高端酒需求强劲推动价格涨幅超预期，渠道信心持续恢复

结合价格因素考虑，五粮液 2015 年的实际销售并不差。虽然 2015 年五粮液出货量增速明显落后于茅台，仅实现个位数增长，但五粮液价格从 14 年 1218 前的 510-520 元，最高回升至 630 元，现在 610-620 元，1 年环比涨了 100 元，达到了年初 609 的既定目标，15 年一批均价涨幅 4-5%。结合价格因素考虑，实际销售并不差，渠道信心逐步恢复。

五粮液 15 年价格回升幅度超预期，一方面高端酒强劲复苏，需求超预期，另一方面量价之间，公司更重视价。由于高端酒复苏的时点早于中低端酒，同时虹吸效应推动次高端需求向高端的茅台、五粮液集中，因此需求增速较快。估计茅台和五粮液 1-3Q15 合计出货量超过 20%。15 年公司适当控制发货量配合一批价回升，同时通过 14 年底削减返利补贴、15 年 8 月初上调出厂价这两个事件，推动市场一批价节节上升，保障核心大商库存价值，增强市场信心。我们估计 15 年 70%以上的经销商可实现盈利，比例远高于 14 年。

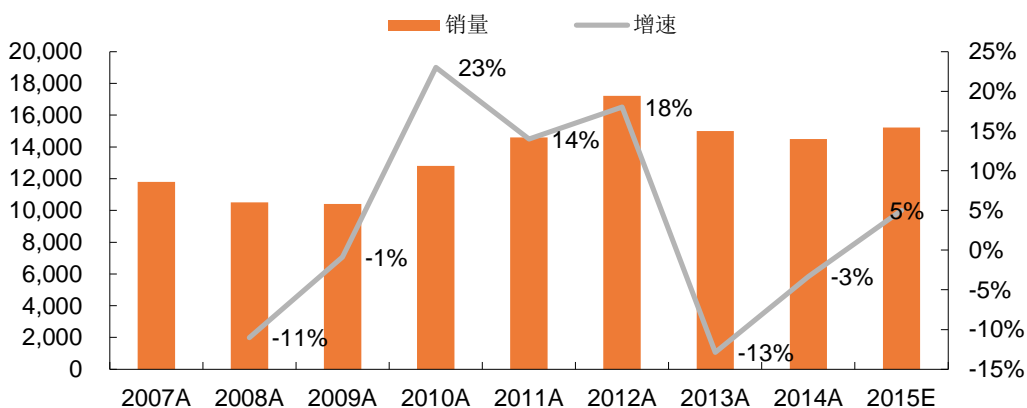
估计 15 年五粮液总量实现个位数增长，其中 52 度五粮液控量，1618 和低度放量增长。1218 经销商大会上，公司提到五粮液销量大幅上升，我们判断 15 年五粮液销量可能略好于我们原来 4%的判断，一方面由于 15 年价格持续回升和补贴符合预期，渠道信心恢复，经销商参与计划增量的热情高，另一方面我们了解到近期总经销品牌开票数较多，如 68 度、45 度、55 度等。52 度五粮液是高端酒的主体部分，由于挺价，估计 15 年销量同比基本持平，占比 70%左右。1618 和低度酒则放量增长，缓解 52 度控量的业绩压力。

15年五粮醇、特头曲、老作坊、绵柔尖庄等系列酒销售收入均稳中有升，其中16年五粮春增长6%，我们估计由于基数较低，五粮醇增速可能超过10%。

五粮液酒库存水平已经处于合理位置。根据我们草根调研，当前一批商手头库存继续维持低位，而1-3Q15已经消耗了较多14年和1Q15做的战略储备计划，当前渠道库存已经处于合理位置。

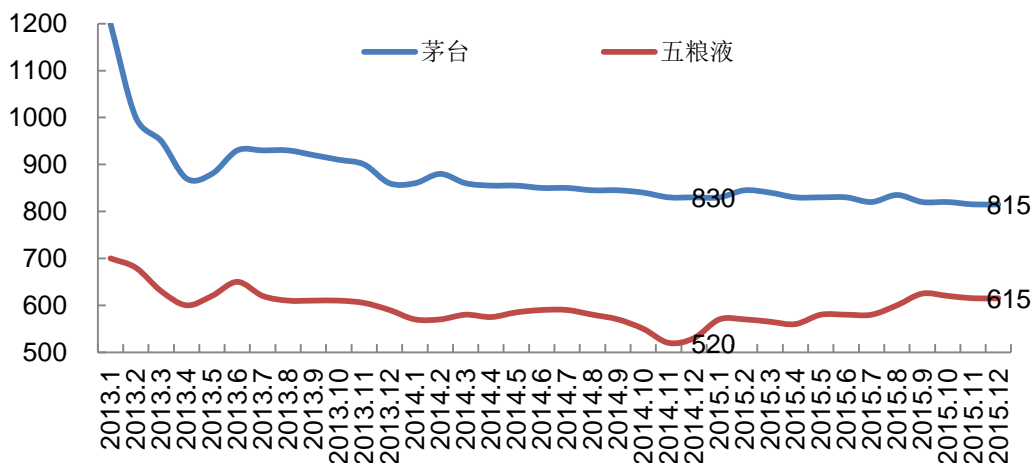
茅台4Q15出货超预期，拖累五粮液价格表现，不过我们判断春节前茅、五价格上涨是大概率事件。4Q15五粮液一批价均价环比中秋略下跌，全国平均价格610元左右，估计一方面受茅台大量出货的拖累，另一方面经销商对公司价格底线判断有差异。虽然10-11月茅台出货量较大，估计12月开始茅台供给可能收紧，16年春节前茅、五一批价上涨概率高。12月中下旬我们也观察到茅五价格已出现回升态势。

图表3 估计15年五粮液酒报表销量同比实现个位数增长 单位：吨



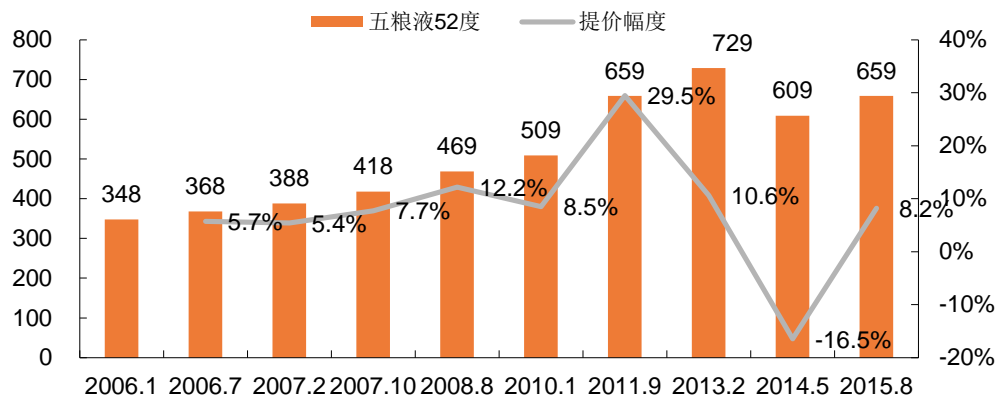
资料来源：平安证券研究所草根调研估算

图表4 茅台、五粮液一批价变化趋势 单位：元/瓶



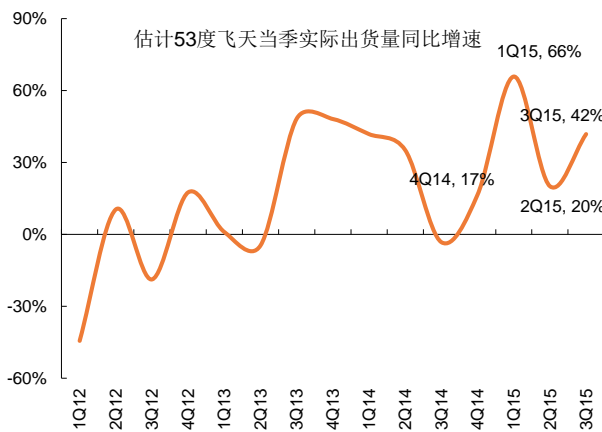
资料来源：平安证券研究所调研

图表5 15年8月五粮液上调了出厂价 单位：元/瓶



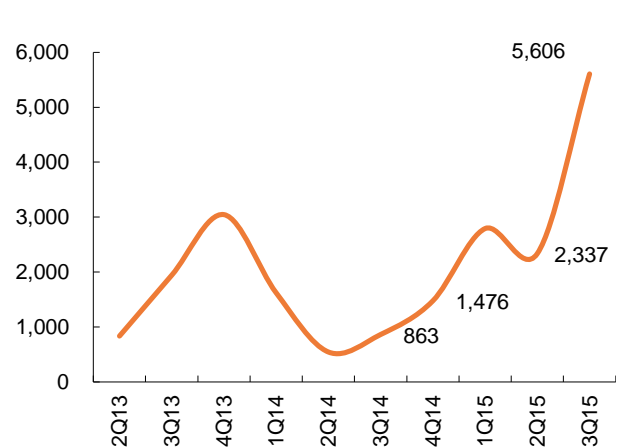
资料来源：平安证券研究所调研

图6 估计1-3Q15飞天53度实际出货同比30%+



资料来源：wind、平安证券研究所

图7 3Q15茅台预收同比增47亿 单位：百万元



资料来源：wind、平安证券研究所

1.3 国企改革迈出了最重要的一步

2015年公司的国企改革迈出了最重要的一步。五粮液10月31日公布了非公开发行股票预案，包含员工和经销商持股在内定增预案，员工与核心大商的利益一定程度上得到捆绑，这也是15年白酒国改最重要的事件，领军企业实现突破将推动其它企业改革进程加速。

员工和大商的持股计划完成后，积极性都将显著增强。根据预案，本次发行股票数量不超过10000万股，员工持股计划不超过2200万股，经销商的资产管理计划认购不超过1800万股。员工和经销商持股数量略低于预期，不过考虑到7月29日停牌后股市波动较大，且锁定期长达3年，能够达到这样的认购数量，也属不易。持股计划完成后，员工利益与公司发展更紧密地捆绑在一起，特别是认购数额较大的公司高管、中层干部，参加认购的大商同时具备五粮液经销商和股东的双重身份，预计高管、销售团队、大商的积极性将显著增强。

定增的募投项目有利于公司长期发展。拟募集资金总额不超过233,400万元，将用于信息化建设、营销中心建设、服务型电子商务平台三个项目。我们认为这几个项目都有利于公司未来长期的发展：信息化建设可以提升公司的内部管理效率，特别是有助于解决困扰公司已久的区域窜货问题；营销

中心将建在成都，相对于宜宾，可以更好地服务全国经销商，并利于吸引优秀人才，类似于洋河在南京；电子商务平台建设主要是布局未来，尽管短期难以看到成效，但代表了未来行业的成长方向，值得尝试。

营销子公司已经设立完毕。11月，系列酒品牌营销公司、特（头）曲品牌营销公司、五粮醇品牌营销公司、专卖店品牌营销公司都已完成设立。

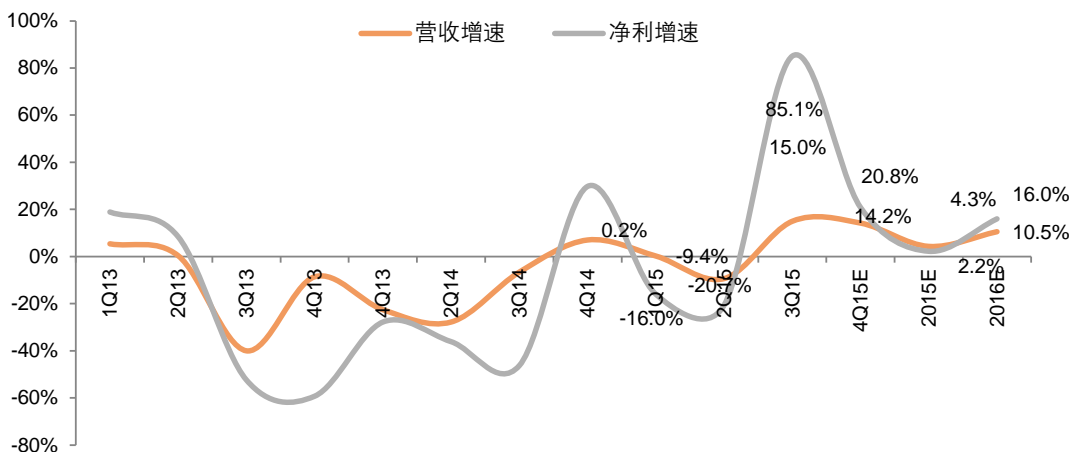
不过营销子公司由于产品开发权限增加，虽然开发新品有利于短期业绩提升，不过需注意防范新品过度开发的问题。

1.4 4Q15 营收有望实现双位数增长

预计 2015 年收入、净利均可实现小幅增长，结束连续 2 年的下跌：

- 1-3Q15 营收增 0.4%，估计系列酒、其它业务均实现增长，五粮液酒销量实现增长，但由于出厂价下调，收入下滑。结合预收款变化幅度分析，与茅台相比，3Q15 五粮液酒的销量增速偏慢，主要由于五粮液年初至今持续挺价，同时虹吸效应在 800 元以上价格带表现更明显，导致高端酒需求的增量大部分被茅台获得。
- 预计 4Q15 营收、净利同比+14%、+ 21%。综合考虑需求、竞品等因素，均利好五粮液挺价，4Q15 五粮液一批价 610-620 元。4Q15 开始按照 659 元价格出货，同时 4Q14 有 509 元的配额酒拖低了出货均价，因此 4Q15 出厂价同比涨幅较大。1218 大会上提到五粮液销量大幅上升，我们判断 15 年五粮液销量可能好于我们原来 4% 的判断，一方面由于 15 年价格持续回升和补贴符合预期，渠道信心恢复，经销商参与计划增量的热情高，另一方面我们了解到近期总经销品牌开票数较多。综合来看，五粮液酒收入有望出现较快增长，4Q15 净利率将继续小幅提升。

图表8 预计五粮液4Q15营收、净利同比+14%、+ 21%



资料来源：平安证券研究所、Wind

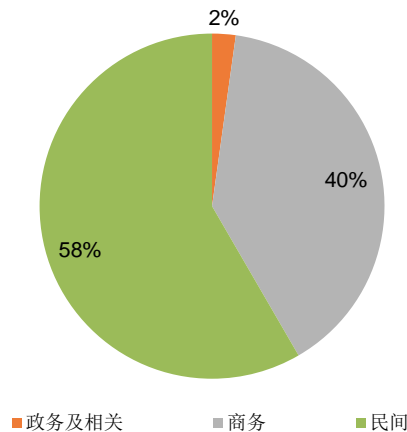
二、 展望 2016-需求、渠道、改革共推经营周期向上反转

2.1 预计 2016 年高端酒需求仍然有望超预期

现阶段，市场普遍对 16 年高端酒需求增长持悲观态度，包括资本市场和行业专家，不过我们认为对高端酒需求可以相对乐观。

预计未来民间消费、商务需求、虹吸效应可支撑 16 年以茅五为代表的高端酒需求实现 10-15% 的增长：（1）参考 2013-2015 年白酒行业春节销售、商超数据和大众酒的增速，民间大众消费正处于快速的消费升级期，预计民间需求 16 年可增 15-20%。（2）虽然经济增速下降和结构调整，但考虑到经济总量仍在增长，商务需求增速可能与 GDP 同步，预计 16 年商务需求有望保持 6-7% 的增速；（3）虹吸效应将推动次高端需求向 600 元以上的茅台、五粮液集中，这是 15 年高端酒需求超预期的最核心因素。茅台和五粮液已经成为高端酒的形象代表，中长期看，只要茅五在品牌策略上不出现重大失误，面子消费继续推动中国未来高端商务和个人消费向茅台和五粮液集中。

图表9 估计15年高端酒民间消费占比40%左右



资料来源：平安证券研究所估算

15 年茅台酒出货超预期，在高端酒需求旺盛的背景下，茅台公司通过放量来不断试探价格底线，包括一方面 4Q14 的计划增量在 15 年分摊至每月形成自然增量，另一方面，开发大量非标产品投放市场。2Q15 公司放开了银行承兑汇票来变相降低出厂价，来配合放量。

预计 1Q16 开始茅台出货量增速将明显下降，五粮液面临的茅台放量风险将渐行渐远，主要考虑：（1）12 月中旬，茅台改变销售政策，不再签批调剂 2015 年度计划，挺价意图明显。（2）15 年底经销商大会茅台延续了 14 年无返利的政策，明显低于市场 1-3% 返利的预期，而由于 15 年一批均价低于 14 年，因此不返利显示茅台 16 年坚决的挺价思路。（3）近期我们草根调研的茅台一批价 820-825 元，环比 2 周前低限明显回升。

2.2 渠道体系继续复苏

我们认为 16 年五粮液渠道体系将维持复苏态势，主要考虑以下 3 点：

- 价格持续回升，1218 经销商会的补贴力度符合预期，经销商信心持续恢复。由于 15 年 1 年时一批价上涨了 100 元，我们观察到渠道的信心持续恢复，16 年有望重新进入渠道扩张期，包括大商增加计划和中小商回归。1218 经销商会上宣布 8 月 3 日后打款 659 元的酒每瓶补 40 元，另外我们了解到还将按 1Q15 追加 15 元、2Q15 20 元、3Q15 10 元（8 月 3 日前）进行补贴，

估计 15 年经销商总体盈利好于 14 年。草根调研来看，补贴力度符合大家预期，一方面经销商总体满意，另一方面又未对价格体系产生负面影响。

- **渠道管控能力明显提升。**15 年春糖会公司重新设立了五品部，兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权。我们认同这种做法，五品部有助于提高五粮液酒的市场管控力度，特别是价格方面，做好经销商的划区而治。1218 会议开始的专题片中就提到，政府明确了 2015 年由于刘中国主抓销售工作，我们认为销售决策权的明确有助于公司政策保持连贯性，另外还有经销商反映 2H15 由董事长刘中国主抓五品部。五品部重设和董事长重点负责后，渠道管控能力明显提升，2H15 主品牌的价格表现就印证这一点。
- **大商模式是当前合适的选择，类似于牛栏山酒，关键是能否形成厂商利益共同体。** 我们认为渠道模式无绝对优劣之分，只有合适与不合适。顺鑫农业的牛栏山酒是 15 年白酒增速最快的上市公司（不含 st 股），原因之一就是对自身能力定位清晰，国企业制下大客户制回避销售短板，经销商选取思路主要是扶持大商，实施“大客户制”，小商作为补充，销售人员配合大商去做渠道，维护好市场秩序。14 年五粮液公司开始推行直分销体系，根据我们的理解，直分销体系实质上是依托大商来帮助公司管好渠道。15 年 2 季度后，虽然公司较少提到直分销模式，不过大商集中度仍在继续提升。我们认为，大商模式是与公司当前能力相匹配的，地面队伍还不够强大的情况下，短期可有效弥补公司渠道管控能力的短板。若公司能够维护好市场秩序，包括价格体系和窜货行为，保证渠道利益，与大商真正形成利益共同体，大商模式下渠道体系也可恢复快速扩张。

影响渠道体系复苏的内部风险点主要有两个，综合来看风险可控：

- 集团和股份董事长均接近退休年龄，有经销商担心高管团队变化可能影响营销政策的持续性。我们判断，只要公司销售团队不出现大的调整变动，营销政策的可维持连贯性。
- 总经销品牌放量可能稀释普五品牌价值。近期我们草根调研中发现，公司加大了 45 度、68 度、55 度等总经销品牌的出货，由于产品形象和价格定位类似，可能影响 52 度的价格，例如当前市场上 68 度的实际成交价低于 52 度，可能造成消费者认知混乱。目前看影响不大，一方面总体规模仍不大，另一方面，1218 大会上公司也提出，对总经销品牌按现阶段的价格体系进行相应调整。通过若能在价格定位上与普五有效区分开，则后续风险不大，但需观察。

图表 10 五粮液酒分度数价格 单位：元/瓶

度数	价格	备注
68 度	579	总经销
55 度	639	总经销
52 度	659	
52 度 (425ml)	568	1919 专供
45 度	479	总经销
42 度	479	
39 度	469	
35 度	439	

资料来源：京东，1919

注：2015年12月27日

2.3 国企改革的具体效果将在 16 年体现

2015 年 10 月底公司出台了非公开发行股票预案，也是国企改革第一步的方案。持股计划完成后，员工利益与公司发展更紧密地捆绑在一起，特别是认购数额较大的公司高管、中层干部，参加认购的大商将同时具备五粮液经销商和股东的双重身份。

我们认为，国企改革的效果将在 16 年逐步体现，具体影响有：

- **高管、销售团队、大商管理市场的积极性可显著提高。**我们认为若公司能够维护好市场秩序，包括价格体系和窜货行为，保证渠道利益，则渠道体系可持续复苏，员工和经销商持股可解决管理积极性的问题。
- **公司内部成本有较大节约空间，主要体现在系列酒的盈利能力偏弱。**国改完成后，公司业绩释放动力加强，预计系列酒盈利能力可显著提升。
- **预计 16 年大型并购方面可能实现突破。**15 年，白酒大型并购行为不多，包括五粮液在内，估计由于国企改革还在摸着石头过河的阶段，因此白酒龙头企业的并购动作相对慎重。随着白酒国企改革全面展开，16 年五粮液在大型并购方面有望实现突破。

预计 16 年子公司的混改能看到突破，包括大区经理和经销商入股等形式。50-300 元酒运作最关键的因素是人，预计激励机制得到完善后，公司的系列酒业绩有望提速。

2.4 并购可能有意外之喜

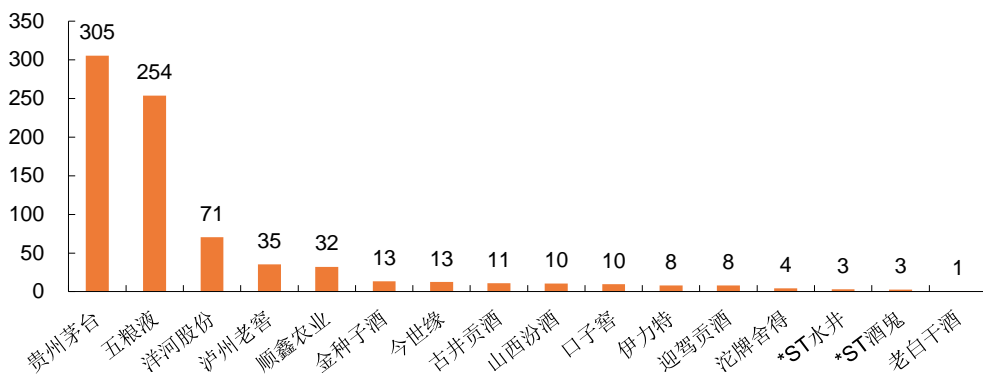
五粮液具备对外并购的条件和意愿。五粮液账面上有大量现金，3Q15 末高达 254 亿，且公司的资产负债率在白酒公司最低。公司过去几年也一直积极推动产业整合，并购意愿较强。

五粮液并购白酒企业有两个好处：（1）形成协同效应，一方面被并购企业可以使用五粮液庞大的基酒资源，另一方面收购标的公司股权结构安排和激励机制灵活，可快速释放企业的活力；（2）行业低谷期，公司可以相对低的价格获得优质的白酒非上市公司。

2013-14 年公司牛刀小试，收购了永不分梨和五谷春，投资规模不大。15 年公司忙于国企改革，未出现并购行为，预计 16 年可能在大型并购方面实现突破。五粮液并购动作从 13 年起步，经过了 3 年的摸索，积累了一定经验。同时国企改革已经迈出了最重要的一步，预计 16 年公司并购整合进度可能加快，同时并购标的企业的规模有望高于永不分梨和五谷春，可对业绩形成明显贡献。

长期来看，五粮液可能成为大型平台型白酒集团持续对外并购，类似于帝亚吉欧。我们判断，茅台集团、五粮液、洋河股份（苏酒集团）三家凭借巨大的资金优势，可能成为大型平台型白酒集团，对外并购各类白酒企业，包括全国性的大型白酒、区域龙头和其他品牌基因好的白酒，类似于帝亚吉欧的成长路径。

图表11 茅台、五粮液货币资金远高于其他公司（3Q15） 单位：亿



资料来源：公司资料，平安证券研究所

2.5 1Q16 有望实现开门红，16 年业绩弹性较高

综合上述分析，2015 年五粮液外部环境最坏的时候过去，内部国企改革有实质性的进展，现阶段五粮液有一手好牌，包括：（1）高端白酒需求增长较快、茅台控量概率大、渠道库存低点。（2）国企改革方案已出，五粮液激励机制和治理结构能够得到完善，内部挖潜空间较大。（3）由于价格 1 年上涨了 100 元，成功挺价，渠道信心逐步恢复。

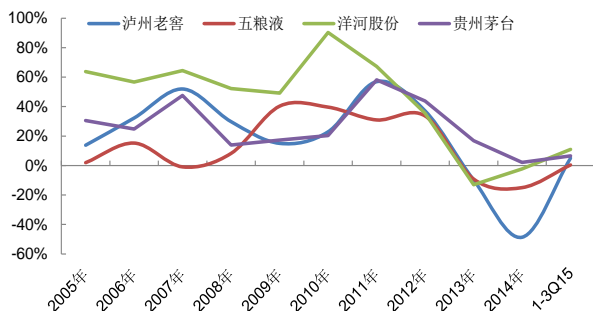
2016 年需求、渠道、改革将继续推动公司经营周期向上反转，回归良性循环。我们判断 2016 年高端酒需求仍有望超预期，而且茅台挺价可能性大，将停止继续分流五粮液需求。经销商信心恢复、渠道管控能力加强、大商模式符合能力定位，16 年可看到渠道体系继续复苏。公司 15 年持续挺价的努力，有望重回价格和品牌形象互相强化的正轨。同时，价格恢复升势和渠道动力恢复后，也可能吸引消费者重新回归五粮液，参考白酒行业发展历史，消费者基础好的企业，销售重回正轨后，出现反转的概率高。另外，改革的效果将在 16 年具体体现，包括高管、销售团队、大商管理市场的积极性可显著提高，内部成本有较大节约空间，子公司的混改能看到突破。16 年并购可能有意外之喜。我们预计 2016 年营收、净利分别增 11%、16%，业绩弹性较大，存在超我们预期的可能性。

16 年春节尤为值得期待，1Q16 有望实现 13 年以来首次开门红，强化市场对公司经营大周期反转的判断。春节是一年最大消费旺季，我们认为高端酒需求总体可保持乐观。过去 1 年，公司价格环比上升了 100 元，实现预定目标，政策目标的公信力提高。由于 15 年补贴力度达到渠道预期，且 2Q16 将取消补贴，因此我们判断 1Q16 的经销商的打款热情将很高。当前五粮液价格、需求、渠道库存已是三年来最佳组合。为了推动国企改革顺利进行，我们判断公司业绩释放动力较强。综合来看，1Q16 营收可能实现双位数增长，实现 13 年以来首次开门红，强化市场对公司经营大周期反转的判断。

2.6 中长期来看，15 年可能是大周期反转元年

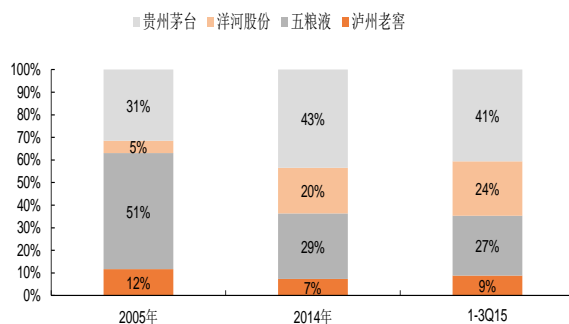
对于五粮液而言，2005-2014 年是失去的十年，品牌制高点被茅台夺走。2007 年茅台终端价超过了五粮液，并持续拉开差距，2012 年茅台出厂价大幅超越五粮液，2013 年茅台收入超越五粮液。到了 14 年，五粮液营收在一线白酒中（茅五泸洋）的占比从 05 年的 51% 下滑至 29%，而茅台从 31% 上升至 43%，市场地位发生根本逆转。2015 年实际销售好转，但由于产品直接降出厂价和消化前期的战略储备，1-3Q15 收入 CR4 中占比继续下降至 27%。

图表 12 过去十年五粮液营收增速低于茅泸洋



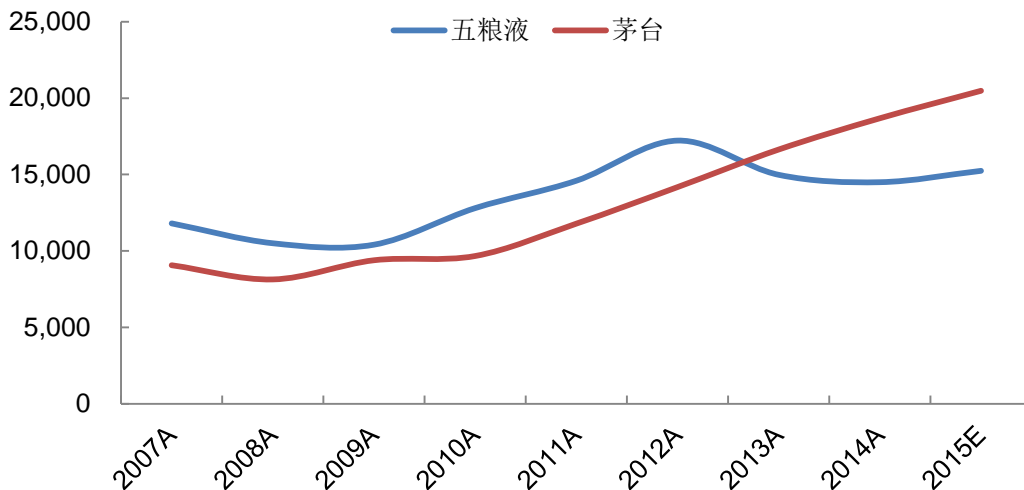
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 13 05年五粮液营收占一线白酒比重高达51%，但1-3Q15五粮液营收只占27%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表14 茅台、五粮液主品牌销量对比 (2007-2015年) 单位: 吨



资料来源: 平安证券研究所估算

白酒的成长来自于品牌拉力和渠道推力，即品牌性价比的提升和渠道动力加强。以整风运动为分界线，五粮液 2014 年前 10 年的发展可以分为两个阶段，2005-2012 和 2013-2014，这两个阶段中，品牌和渠道相关的主要增量事件以负面事件为主，2015 年开始主要负面因素消除。2013-2014 年五粮液的管控能力或渠道策略一直被市场诟病，我们认为冰冻三尺非一日之寒，虽然五粮液错判了外部环境和自身状态，但更重要是茅台前期持续累积的价格和品牌优势快速变现，导致茅五 2013-2014 年收入和销量出现大幅度逆转。2015 年实际销售已经好转，但由于产品直接降出厂价和消化前期的战略储备，业绩表现弱于主要竞品。

图表15 五粮液品牌和渠道增量事件分析

时间	品牌性价比增量事件		渠道动力增量事件	
	正面	负面	正面	负面

时间	品牌性价比增量事件	渠道动力增量事件
2005-2012	无明显动作	(1) 茅台提前布局党政军团购, 抓住了高端意见领袖。(2) 五粮液推出大量的系列酒和开发品牌稀释了主品牌价值。
2013-2014	无明显动作	(1) 茅台前期持续累积的价格优势变现, 五粮液降价幅度低于茅台。
2015-	(1) 政务消费大幅降低后, 原来意见领袖的作用弱化, 因此高端酒的市场营销模式上, 茅台、五粮液重新回归同一起跑线上。(2) 茅台一批价已经接近出厂价, 稳价是大概率事件。	(1) 业绩压力倒逼地方政府释放制度红利, 员工和经销商持股方案已出, 16年营销子公司团队激励有望实现突破。(2) 五粮液外部环境最差的时点已经过去, 15年的政策效果好于13-14年, 预计16-17年将维持。价格持续上涨, 渠道动力恢复。

资料来源: 平安证券研究所调研

消费者基础好的企业, 销售重回正轨后, 出现大幅恢复性增长的概率高。如2009-2012年白酒行业的“黄金四年”中, 09-10年古井贡酒, 09年的山西汾酒, 12年沱牌舍得。山西汾酒、古井贡酒、沱牌舍得历史上曾经辉煌, 曾拥有庞大消费者群体。汾酒在80年代末、90年代初是“汾老大”, 1988-1993, 连续6年获得轻工业经济效益第一名。古井贡酒1992年按利税排序位居全国饮料行业第三位, 综合经济效益居全国饮料行业第二位, 沱牌曲酒历史上一度辉煌, 曾是中国产销量最大的白酒企业。而五粮液在2012年前连续10多年白酒高端酒销量第一, 同时浓香型又是消费占比最高的白酒香型, 拥有很好的高端酒消费者群体基础。

中长期来看, 2015年可能是公司大周期反转的元年。行业环境变化后, 原来竞品擅长的营销模式不再有效, 为五粮液提供了逆袭的可能性。政务消费大幅降低后, 原来意见领袖的作用弱化, 因此高端酒的市场营销模式上, 大家重新回归同一起跑线上。五粮液拥有良好高端酒消费者群体基础, 但现阶段市值不到茅台的40%。在行业营销模式变化的背景下, 伴随着外部需求和竞争环境的改善, 内部激励机制和治理结构的完善, 2015年可能是公司大周期反转的元年, 中长期市值和业绩成长空间很大。

三、盈利预测与投资评级

我们维持原有盈利预测, 预计15-16年EPS为1.57、1.82元, 同比2%、16%, 对应PE 17、15倍。我们战略性看好五粮液, 外部需求和竞争环境改善, 内部激励机制和治理结构完善, 15年可能只是开始, 是大周期反转元年, 维持“强烈推荐”的评级。

图表16 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价(元) 12月25日	EPS(元/股)			P/E			评级
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
贵州茅台	224.50	12.22	13.14	14.31	18.4	17.1	15.7	强烈推荐
五粮液	27.12	1.54	1.57	1.82	17.6	17.3	14.9	强烈推荐
洋河股份	67.19	2.99	3.35	3.80	22.5	20.1	17.7	推荐
泸州老窖	26.92	0.63	1.14	1.25	42.9	23.7	21.6	中性
青青稞酒	23.10	0.71	0.59	0.63	32.8	39.1	36.6	中性
山西汾酒	18.80	0.41	0.44	0.52	45.8	43.0	36.2	推荐
顺鑫农业	22.23	0.63	0.66	0.81	35.3	33.4	27.3	强烈推荐
古井贡酒	36.22	1.19	1.29	1.49	30.6	28.1	24.3	推荐
张裕 A	46.76	1.45	1.57	1.70	32.4	29.7	27.5	推荐
青岛啤酒	33.75	1.47	1.48	1.33	22.9	22.8	25.4	中性
海天味业	35.81	0.77	0.92	1.08	46.4	39.1	33.1	强烈推荐
中炬高新	16.99	0.36	0.31	0.34	47.2	55.5	49.3	推荐
伊利股份	17.10	0.68	0.78	0.88	25.0	21.9	19.4	强烈推荐
光明乳业	16.11	0.46	0.29	0.66	34.9	56.4	24.5	中性
黑芝麻	16.20	0.20	0.22	0.25	82.9	73.6	64.8	中性
安琪酵母	31.53	0.45	0.86	1.41	70.6	36.7	22.4	强烈推荐
双汇发展	21.02	1.22	1.23	1.25	17.2	17.1	16.8	推荐
大北农	12.92	0.29	0.27	0.41	44.6	48.4	31.5	强烈推荐
三全食品	11.65	0.10	0.10	0.27	115.9	112.3	43.3	强烈推荐
贝因美	15.56	0.07	-0.01	0.01	231.0	-2651.7	1325.9	中性
均值					37.2	34.6	28.3	

备注：P/E均值不含贝因美、三全食品
资料来源：平安证券研究所、Wind

四、风险提示

茅台继续放量。五粮液的量价态度出现摇摆，打击渠道信心。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	38500	42791	48223	54228
现金	22382	25121	28800	32863
应收账款	7492	7816	8640	9504
其他应收款	20	20	23	25
预付账款	298	341	374	411
存货	8091	9267	10137	11151
其他流动资产	216	226	250	275
非流动资产	7909	7984	8007	8065
长期投资	868	868	868	868
固定资产	6061	6101	6139	6185
无形资产	422	418	419	420
其他非流动资产	558	598	581	592
资产总计	46409	50775	56230	62293
流动负债	5925	8703	9673	10683
短期借款	0	0	0	0
应付账款	732	839	918	1009
其他流动负债	5192	7864	8755	9673
非流动负债	151	151	151	151
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	151	151	151	151
负债合计	6076	8854	9824	10834
少数股东权益	903	1132	1397	1696
股本	3796	3796	3796	3796
资本公积	953	953	953	953
留存收益	34681	36041	40260	45014
归属母公司股东权益	39430	40790	45009	49763
负债和股东权益	46409	50775	56230	62293

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	795	5002	5946	6650
净利润	5835	5966	6920	7799
折旧摊销	223	229	265	299
财务费用	-658	-704	-759	-823
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	5872	1148	1271	1397
其他经营现金流	-10477	-1636	-1751	-2021
投资活动现金流	-1187	-690	-698	-709
资本支出	571	651	653	665
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1758	-1341	-1351	-1374
筹资活动现金流	-2989	-1573	-1569	-1879
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
其他筹资现金流	-2989	-1573	-1569	-1879
现金净增加额	-3381	2739	3679	4063

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	21011	21918	24230	26653
营业成本	5772	6610	7231	7954
营业税金及附加	1517	1583	1750	1925
营业费用	4309	4055	4119	4264
管理费用	2047	2157	2361	2597
财务费用	-658	-704	-759	-823
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	0	0	0
营业利润	8032	8217	9529	10735
营业外收入	60	60	60	60
营业外支出	76	76	76	76
利润总额	8016	8201	9512	10719
所得税	1958	2006	2327	2621
净利润	6058	6194	7186	8098
少数股东损益	223	229	265	299
归属母公司净利润	5835	5966	6920	7799
EBITDA	8013	8165	9426	10573
EPS (元)	1.54	1.57	1.82	2.05

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-15.0	4.3	10.5	10.0
营业利润(%)	-29.7	2.3	16.0	12.7
归属于母公司净利润(%)	-26.8	2.2	16.0	12.7
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	72.5	69.8	70.2	70.2
净利率(%)	28.8	28.3	29.7	30.4
ROE(%)	15.5	14.9	16.1	16.5
ROIC(%)	35.1	28.7	31.5	33.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	13.1	17.4	17.5	17.4
净负债比率(%)	-55.1	-59.6	-61.7	-63.6
流动比率	6.50	4.92	4.99	5.08
速动比率	5.13	3.85	3.94	4.03
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.46	0.45	0.45	0.45
应收账款周转率	211.8	174.5	179.5	179.0
应付账款周转率	9.4	9.5	9.3	9.3
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.54	1.57	1.82	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	1.32	1.57	1.75
每股净资产(最新摊薄)	10.63	11.04	12.23	13.56
估值比率	-	-	-	-
P/E	17.6	17.3	14.9	13.2
P/B	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.3	12.1	10.5	9.4

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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 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）
- 弱于大市（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：

此报告旨在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。客户并不能仅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 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033