



**买入** **37% ↑**  
目标价格: 人民币 30.00  
原目标价格: 人民币 42.60

000858.CH

价格: 人民币 21.93

目标价格基础: 10.5 倍 13 年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

■ 年报点评

**我们的观点有何不同?**

- 2013 年高端酒销量增长仍有较大压力。
- 2013 年高端酒应放慢节奏, 以整固市场为主

**主要催化剂/事件**

- 如果高端酒价格企稳并回升
- 如果中价位酒保持旺销

**股价表现**



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(21)	(11)	(22)	-
相对新华富时 A50 指数	(16)	(2)	(18)	-

发行股数(百万)	3,796
流通股(%)	64.00
流通股市值(人民币 百万)	53,277
3 个月日均交易额(人民币 百万)	847
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
宜宾国资经营公司	36.00

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2013 年 4 月 1 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

苏钺

(8621) 2032 8510  
cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

# 五粮液

## 年报超预期, 2013 年争取收入增长 15%

公司 2012 年实现销售收入 272.01 亿元, 同比增长 33.66%; 实现营业利润 137.02 亿元, 同比增长 61.26%; 实现利润总额 137.39 亿元, 同比增长 61.63%; 归属上市公司股东净利润 99.34 亿元, 同比增长 61.35%, 每股收益 2.617 元, 略高于市场预期。截至 12 月 31 日, 公司预收账款余额 64.67 亿元, 较 3 季度末仅减少 0.43 亿元, 反映公司第四季度并未采取激进的收入确认政策, 剔除公司年末要求经销商积极打款因素, 预收账款余额情况仍比市场预期要好, 尤其是第四季度收入增速较第三季度环比提升近 9 个百分点的情况下。公司传递增长预期, 争取 2013 年收入增长 15%, 低于稍前目标。我们下调目标价至 30.00 元, 相当于 2013 年 10.5 倍市盈率, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- 第四季度收入增速环比提高 8.95 个百分点, 主要由于上年第四季度收入增速低点, 仅为 15.54%, 而上年全年为 30.95%。全年业绩略高于市场预期。
- 销售结构调整, 收入增速 33.66% 远高于销量增速的 14.84%。公司 2011 年 9 月提高五粮液出厂价约 30%, 2012 年几次提高五粮液团购价以及提高中价位酒的出厂价。提价导致毛利率同比提升 4.41 个百分点。
- 预收账款余额较 3 季度末仅微幅减少 0.43 亿元, 部分由于 1218 经销商大会上公司提出计划提高五粮液和 1618 出厂价, 以及要求经销商积极打款执行 2013 年计划量, 剔除该几项因素, 预收账款余额情况仍比市场预期要好。
- 公司计划争取 2013 年收入增长 15% 左右, 低于 2012 年 1218 经销商大会上所提增长目标, 反映市场形势严峻超过酒企预期, 1-2 月销售情况不甚理想。2013 年高端酒消费增长压力大的事实难以改变。
- 分红力度较大, 股息率已经超过 1 年期存款利率。

**评级面临的主要风险**

- 政务军务持续退出高端酒消费; 公司高价位酒销售政策调整效果不理想。

**估值**

- 我们略调整预测, 预计 2013-15 年每股收益分别为 2.86 元、3.33 元和 3.84 元, 目前股价相当于 2013-14 年 7.7 倍和 6.6 倍市盈率。我们以 2013 年 10.5 倍市盈率估值, 将目标价由 42.60 元下调至 30.00 元, 维持买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	20,351	27,201	30,462	35,127	40,029
变动(%)	30.9	33.7	12.0	15.3	14.0
净利润(人民币 百万)	6,157	9,935	10,859	12,648	14,568
全面摊薄每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.86	3.33	3.84
变动(%)	40.1	61.3	9.3	16.5	15.2
市场预期每股收益(人民币)			3.13	3.87	
先前预测每股收益(人民币)			3.10	3.83	
调整幅度(%)			(7.72)	(13.00)	
核心每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.86	3.33	3.84
变动(%)	40.1	61.3	9.3	16.5	15.2
全面摊薄市盈率(倍)	13.5	8.4	7.7	6.6	5.7
核心市盈率(倍)	13.5	8.4	7.7	6.6	5.7
每股现金流量(人民币)	2.51	2.30	3.17	3.17	3.54
价格/每股现金流量(倍)	8.7	9.5	6.9	6.9	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	4.1	3.2	2.3	1.5
每股股息(人民币)	0.50	0.80	0.89	1.04	1.19
股息率(%)	2.28	3.65	4.07	4.73	5.44

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 年报概述

公司 2012 年实现销售收入 272.01 亿元，同比增长 33.66%；实现营业利润 137.02 亿元，同比增长 61.26%；实现利润总额 137.39 亿元，同比增长 61.63%；归属上市公司股东净利润 99.34 亿元，同比增长 61.35%，每股收益 2.617 元，略高于市场预期。

全年业绩大幅增长，主要得益于 2011 年 9 月份五粮液出厂价大幅提高约 30% 利好 2012 年收入增长，同时 2012 年 2 季度公司提高了中价位酒出厂价，2 季度后，新进入经销商的五粮液进货价高 40 元/瓶，7 月和 8 月两次提高五粮液团购价，使得公司全年毛利率同比提升 4.41 个百分点。

## 费用控制良好

2012 年公司销售费用率 8.30%，同比下降 1.87 个百分点；管理费用率 7.39%，同比下降 1.22 个百分点，财务费用率-2.90%，同比下降 0.56 个百分点。

销售费用和管理费用增速显著低于收入增速，也即在公司收入增长贡献当中，效率提升的贡献较为突出，不简单是费用推动型增长，处在效率和费用的边际效益较高的阶段。我们从中可以判断，公司管理改善和效率提升。

图表 1. 公司费用率季度同比增减百分点情况

(百分点)	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	全年
销售费用率	(0.32)	(2.32)	(3.98)	(1.77)	(1.87)
管理费用率	(0.45)	(3.16)	(0.68)	(0.61)	(1.22)
财务费用率	(1.35)	(0.01)	(2.68)	2.35	(0.56)
合计	(2.13)	(5.49)	(7.35)	(0.04)	(3.64)

资料来源：公司资料，中银国际研究

## 预收款和现金流

9 月底预收账款余额 65.11 亿元，较 6 月底下降 9.69 亿元，仍处较高水平，减少额仅占 3 季度单季收入的 15.9%。截至 12 月 31 日，公司预收账款余额 64.67 亿元，较 3 季度末仅微幅下降 0.43 亿元，部分由于 1218 经销商大会上公司提出计划提高五粮液和 1618 出厂价，以及要求经销商积极打款执行 2013 年计划量，剔除该几项因素，预收账款余额情况仍比市场预期要好。

考虑到公司第四季度收入增速已经较第三季度高，公司第四季度并未采取十分积极的收入确认政策。

公司现金流情况良好，1、2、3 季度单季度销售商品和提供劳务收到现金同销售收入之比为 1.23，分别为 0.92、1.08 和 1.23，第 4 季度为 1.75。

虽然这两个指标的影响因素较为复杂，但预收款高位仍是正面因素，是保障 2013 年 1 季度收入确认的蓄水池。

## 公司提审慎增长目标

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。

生产方面，公司将继续充分发挥“生产围绕市场转”的指导原则，不断深化过程管理，加强生产过程考核，稳定提高产品质量。

营销方面，公司提六个方面工作思路，第一，公司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；第二，公司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；第三，公司着手研究开发适合五粮液营销的电子商务，充分发挥电子商务、现代大型连锁终端的优势；第四，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；第五，加强销售服务改革和建设，一切以顾客和市场为中心；第六，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。

产品研发方面，加强公司自主研发和引入外部力量相结合，加强消费者需求调研，根据市场竞争的需要，缩短产品研发周期，开发多样化产品，满足市场多样化需求。

针对新的形势，公司希望经销商同公司共度难关，重视经销商队伍的积极性和稳定性，提高对经销商的支持力度。对经销商支持力度加大的效果有待观察，须防止经销商将厂家支持政策变相转为低价销售。

**图表 2.公司利润表分析**

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)
一、营业总收入	20,350.59	27,201.05	33.66
营业收入	20,350.59	27,201.05	33.66
二、营业总成本	11,853.60	13,502.69	13.91
营业成本	6,895.41	8,015.72	16.25
营业税金及附加	1,601.64	2,005.70	25.23
销售费用	2,069.99	2,258.97	9.13
管理费用	1,750.69	2,009.18	14.77
财务费用	(476.59)	(789.59)	65.67
三、其他经营收益			
投资净收益	2.40	3.01	25.29
四、营业利润	8,496.94	13,702.14	61.26
加：营业外收入	57.45	64.93	13.02
减：营业外支出	54.44	28.40	(47.83)
五、利润总额	8,499.95	13,738.67	61.63
减：所得税	2,105.58	3,402.93	61.62
六、净利润	6,394.38	10,335.73	61.64
减：少数股东损益	236.91	400.86	69.20
归属于母公司所有者的净利润	6,157.47	9,934.87	61.35
七、每股收益(人民币, 元)	1.62	2.62	
<b>盈利能力(%)</b>			<b>百分点变化</b>
毛利率	66.12	70.53	4.41
经营利润率	41.75	50.37	8.62
税前利润率	41.77	50.51	8.74
净利率	30.26	36.52	6.27

资料来源：公司资料，中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	20,351	27,201	30,462	35,127	40,029
销售成本	(6,895)	(8,016)	(9,100)	(10,375)	(11,817)
经营费用	(5,435)	(6,273)	(7,102)	(8,190)	(9,212)
息税折旧前利润	8,777	13,619	14,581	16,919	19,386
折旧及摊销	(757)	(706)	(321)	(357)	(386)
经营利润(息税前利润)	8,020	12,913	14,260	16,562	19,000
净利息收入/(费用)	477	790	696	856	1,029
其他收益/(损失)	3	37	30	0	0
税前利润	8,500	13,739	14,986	17,418	20,029
所得税	(2,106)	(3,403)	(3,687)	(4,285)	(4,927)
少数股东权益	(237)	(401)	(441)	(485)	(534)
净利润	6,157	9,935	10,859	12,648	14,568
核心净利润	6,157	9,935	10,859	12,648	14,568
每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.86	3.33	3.84
核心每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.86	3.33	3.84
每股股息(人民币)	0.50	0.80	0.89	1.04	1.19
收入增长(%)	30.95	33.66	11.99	15.31	13.95
息税前利润增长(%)	35.89	61.00	10.44	16.14	14.72
息税折旧前利润增长(%)	31.55	55.16	7.07	16.03	14.58
每股收益增长(%)	40.09	61.35	9.30	16.48	15.18
核心每股收益增长(%)	40.09	61.35	9.30	16.48	15.18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	8,500	13,739	14,986	17,418	20,029
折旧与摊销	757	706	321	357	386
净利息费用	(477)	(790)	(696)	(856)	(1,029)
运营资本变动	1,886	(3,082)	(3,082)	(2,025)	(2,639)
税金	(2,106)	(3,403)	(3,687)	(4,285)	(4,927)
其他经营现金流	972	1,579	4,194	1,420	1,632
经营活动产生的现金流	9,533	8,750	12,036	12,029	13,452
购买固定资产净值	(536)	(356)	(500)	(600)	(360)
投资减少/增加	(75)	14	0	0	0
其他投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(613)	(341)	(500)	(600)	(360)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	5	6	4
支付股息	(1,898)	(3,037)	(3,390)	(3,940)	(4,530)
其他融资现金流	395	923	696	856	1,029
融资活动产生的现金流	(1,503)	(2,114)	(2,689)	(3,078)	(3,498)
现金变动	7,416	6,295	8,847	8,351	9,593
期初现金	14,134	21,551	27,846	36,693	45,044
公司自由现金流	8,920	8,408	11,536	11,429	13,092
权益自由现金流	8,920	8,408	11,541	11,435	13,095

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	21,551	27,846	36,693	45,044	54,637
应收帐款	2,014	2,675	3,168	3,618	4,123
库存	5,537	6,680	7,644	8,612	9,808
其他流动资产	611	722	672	747	843
流动资产总计	29,713	37,922	48,177	58,021	69,411
固定资产	5,905	5,497	5,940	6,239	6,356
无形资产	297	290	280	270	261
其他长期资产	990	1,538	1,275	1,220	1,077
长期资产总计	7,193	7,325	7,496	7,730	7,695
总资产	36,906	45,248	55,672	65,750	77,106
应付帐款	235	731	455	519	473
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	13,175	12,936	15,722	16,537	17,364
流动负债总计	13,409	13,667	16,177	17,056	17,836
长期借款	0	0	5	11	15
其他长期负债	50	60	60	60	60
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
储备	19,324	27,361	34,829	43,538	53,575
股东权益	23,120	31,157	38,625	47,334	57,371
少数股东权益	327	364	805	1,290	1,824
总负债及权益	36,906	45,248	55,672	65,750	77,106
每股帐面价值(人民币)	6.09	8.21	10.18	12.47	15.11
每股有形资产(人民币)	6.01	8.13	10.10	12.40	15.04
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.68)	(7.34)	(9.67)	(11.87)	(14.39)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	43.13	50.07	47.87	48.16	48.43
息税前利润率(%)	39.41	47.47	46.81	47.15	47.47
税前利润率(%)	41.77	50.51	49.20	49.59	50.04
净利率(%)	30.26	36.52	35.65	36.01	36.39
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.22	2.77	2.98	3.40	3.89
利息覆盖率(倍)	(16.83)	(16.35)	(20.49)	(19.34)	(18.47)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.80	2.29	2.51	2.90	3.34
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.52	8.38	7.67	6.58	5.71
核心业务市盈率(倍)	13.52	8.38	7.67	6.58	5.71
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	18.49	11.46	10.49	9.00	7.82
市净率(倍)	3.55	2.64	2.11	1.71	1.41
价格/现金流(倍)	8.73	9.51	6.92	6.92	6.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.03	4.07	3.19	2.26	1.48
<b>周转率</b>					
存货周转天数	99.30	89.64	91.59	89.48	89.43
应收帐款周转天数	1.36	1.09	1.46	1.10	1.10
应付帐款周转天数	12.41	33.27	18.25	18.25	14.60
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	30.82	30.57	31.22	31.15	31.10
净资产收益率(%)	26.26	31.52	27.54	26.01	24.61
资产收益率(%)	16.68	21.96	19.50	19.24	18.89
已运用资本收益率(%)	25.66	30.72	27.12	25.54	24.07

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371