



买入

48% ↑

目标价格: 人民币 23.90

原目标价格: 人民币 29.00

000858.CH

价格: 人民币 16.12

目标价格基础: 9.5 倍 14 年市盈率

板块评级: 中性

本报告要点

■ 2013年3季报点评。

我们的观点有何不同?

- 2013年高端酒销量增长有很大压力;
- 预计全年难以完成年初增长计划,且全年销售收入预计出现下降;
- 对高端酒L型走势判断。

主要催化剂/事件

- 如果高端酒价格企稳并回升。
- 如果新推出中价位酒销售形势良好。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(43)	(10)	(15)	(52)
相对新华富时A50指数	(32)	(11)	(26)	(57)

发行股数(百万)	3,796
流通股(%)	64.00
流通股市值(人民币 百万)	47,738
3个月日均交易额(人民币 百万)	653
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10月30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

苏铖

(8621) 2032 8510

cheng.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090001

五粮液

大环境不佳, 高档酒吃力

公司2013年1-9月实现营业收入191.66亿元, 同比下降9.28%; 实现营业利润100.44亿元, 同比下降6.09%; 归属上市公司股东净利润71.04亿元, 同比下降8.95%, 每股收益1.87元。其中3季度销售收入36.46亿元, 同比大幅下降40.00%, 归属于上市公司股东净利润13.13亿元, 同比下降52.36%。3季度业绩大幅下滑主要原因是高档酒收入下降。今年以来高档酒整体动销较弱, 五粮液由于渠道库存多, 市场价格倒挂, 经销商压力大, 打款意愿不足。在五粮液一批价持续疲软和经销商流失的情况下, 公司秋季糖酒会上决定推行控量保价措施, 尽力维护五粮液高档酒的渠道生态健康; 产品策略上, 公司产品线向下丰富, 集中推新品的力度较大。经营上五粮液必须要明确高档酒的操作策略, 充分挖掘当前已经相对稳定的价格情况下的需求空间, 做好渠道扩张、管理工作, 拉动终端, 放松渠道压力。公司3季度业绩开始出现大幅下降, 我们认为这是恶劣的高档酒销售情况在企业报表层面的体现, 明年3季度财务层面可能迎来转折迹象。我们维持年内高端酒市场需求L型走势判断, 将积极跟踪需求拐点。我们对公司业绩持谨慎预测态度, 预计2013-2014年每股收益分别为2.29元和2.51元, 下调目标价至23.90元, 相当于2014年9.5倍市盈率, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 预收款蓄水池水位继续下降, 3季度末余额13.09亿元, 较2季度末减少20.77亿元。
- 经营性现金流状况不乐观, 3季度经营性现金流净额为-11.84亿元, 反映公司销售情况较为艰难。
- 3季度销售费用率和管理费用率均上升幅度分别为3.38个百分点和3.94个百分点。费用率上升同高端酒销售困难和新开发产品加强招商和铺市所致。3季度净利润率下降超过9个百分点。
- 公司3季度报表更为接近销售事实, 对于促进市场预期调整有益。

评级面临的主要风险

- 反腐以及反对铺张浪费背景下, 政务军务, 甚至事业单位和国有企业持续退出高端酒消费是白酒消费不利因素; 公司高价位酒销售政策调整效果不理想; 中价位酒增速不达预期。

估值

- 我们下调目标价至23.90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	24,284	27,077	30,582
变动(%)	30.9	33.7	(10.7)	11.5	12.9
净利润(人民币 百万)	6,157	9,935	8,694	9,528	10,828
全面摊薄每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.29	2.51	2.85
变动(%)	40.1	61.3	(12.5)	9.6	13.6
市场预期每股收益(人民币)			2.70	2.98	3.47
先前预测每股收益(人民币)			2.90	3.28	3.80
调整幅度(%)			(21.02)	(23.47)	(24.94)
核心每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.29	2.51	2.85
变动(%)	40.1	61.3	(12.5)	9.6	13.6
全面摊薄市盈率(倍)	9.9	6.2	7.0	6.4	5.7
核心市盈率(倍)	9.9	6.2	7.0	6.4	5.7
每股现金流量(人民币)	2.51	2.30	2.67	2.26	2.57
价格/每股现金流量(倍)	6.4	7.0	6.0	7.1	6.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	2.4	2.2	1.6	0.9
每股股息(人民币)	0.50	0.80	0.72	0.79	0.90
股息率(%)	3.10	4.96	4.48	4.91	5.57

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.公司利润表分析

(人民币, 百万)	2012年 1-9月	2013年 1-9月	同比变动(%)
一、营业总收入	21,126.60	19,165.84	(9.28)
营业收入	21,126.60	19,165.84	(9.28)
二、营业总成本	10,427.20	9,112.58	(12.61)
营业成本	6,475.62	5,339.45	(17.55)
营业税金及附加	1,558.03	1,359.15	(12.76)
销售费用	1,604.89	1,552.03	(3.29)
管理费用	1,408.99	1,521.23	7.97
财务费用	(620.33)	(659.40)	6.30
三、其他经营收益			
投资净收益	(0.92)	(2.47)	168.68
四、营业利润	10,695.55	10,043.72	(6.09)
加: 营业外收入	39.53	41.11	4.00
减: 营业外支出	20.25	240.38	1,087.01
五、利润总额	10,714.82	9,844.45	(8.12)
减: 所得税	2,601.22	2,433.76	(6.44)
六、净利润	8,113.61	7,410.69	(8.66)
减: 少数股东损益	311.74	306.84	(1.57)
归属于母公司所有者的净利润	7,801.87	7,103.85	(8.95)
七、每股收益(人民币, 元)	2.06	1.87	
盈利能力(%)			百分点变化
毛利率	66.01	72.14	6.13
经营利润率	50.63	52.40	1.78
税前利润率	50.72	51.36	0.65
净利率	36.93	37.07	0.14

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	24,284	27,077	30,582
销售成本	(6,895)	(8,016)	(7,209)	(8,405)	(9,482)
经营费用	(5,435)	(6,273)	(5,833)	(6,396)	(7,192)
息税折旧前利润	8,777	13,619	11,564	12,634	14,294
折旧及摊销	(757)	(706)	(321)	(357)	(386)
经营利润(息税前利润)	8,020	12,913	11,243	12,277	13,908
净利息收入/(费用)	477	790	843	1,003	1,160
其他收益/(损失)	3	37	30	0	0
税前利润	8,500	13,739	12,116	13,280	15,068
所得税	(2,106)	(3,403)	(2,981)	(3,267)	(3,707)
少数股东权益	(237)	(401)	(441)	(485)	(534)
净利润	6,157	9,935	8,694	9,528	10,828
核心净利润	6,157	9,935	8,694	9,528	10,828
每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.29	2.51	2.85
核心每股收益(人民币)	1.62	2.62	2.29	2.51	2.85
每股股息(人民币)	0.50	0.80	0.72	0.79	0.90
收入增长(%)	30.95	33.66	(10.72)	11.50	12.94
息税前利润增长(%)	35.89	61.00	(12.93)	9.20	13.29
息税折旧前利润增长(%)	31.55	55.16	(15.09)	9.25	13.14
每股收益增长(%)	40.09	61.35	(12.49)	9.59	13.64
核心每股收益增长(%)	40.09	61.35	(12.49)	9.59	13.64

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	8,500	13,739	12,116	13,280	15,068
折旧与摊销	757	706	321	357	386
净利息费用	(477)	(790)	(843)	(1,003)	(1,160)
运营资本变动	1,886	(3,082)	(2,178)	(2,081)	(2,392)
税金	(2,106)	(3,403)	(2,981)	(3,267)	(3,707)
其他经营现金流	972	1,579	3,692	1,280	1,578
经营活动产生的现金流	9,533	8,750	10,127	8,566	9,772
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)	(2,741)	(3,004)	(3,408)
其他融资现金流	395	923	843	1,003	1,160
融资活动产生的现金流	(1,503)	(2,114)	(1,892)	(1,995)	(2,245)
现金变动	7,416	6,295	7,735	5,971	7,168
期初现金	14,134	21,551	27,846	35,580	41,551
公司自由现金流	8,920	8,408	9,627	7,966	9,412
权益自由现金流	8,920	8,408	9,632	7,972	9,416

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	21,551	27,846	35,580	41,551	48,719
应收帐款	2,014	2,675	2,526	2,789	3,150
库存	5,537	6,680	6,055	6,976	7,870
其他流动资产	611	722	558	633	705
流动资产总计	29,713	37,922	44,719	51,950	60,444
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	52,215	59,679	68,139
应付帐款	235	731	360	420	379
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	13,175	12,936	13,874	14,264	14,807
流动负债总计	13,409	13,667	14,234	14,684	15,187
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	33,314	39,839	47,258
股东权益	23,120	31,157	37,110	43,635	51,054
少数股东权益	327	364	805	1,290	1,824
总负债及权益	36,906	45,248	52,215	59,679	68,139
每股帐面价值(人民币)	6.09	8.21	9.78	11.49	13.45
每股有形资产(人民币)	6.01	8.13	9.70	11.42	13.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.68)	(7.34)	(9.38)	(10.95)	(12.84)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	43.13	50.07	47.62	46.66	46.74
息税前利润率(%)	39.41	47.47	46.30	45.34	45.48
税前利润率(%)	41.77	50.51	49.89	49.04	49.27
净利率(%)	30.26	36.52	35.80	35.19	35.41
流动性					
流动比率(倍)	2.22	2.77	3.14	3.54	3.98
利息覆盖率(倍)	(16.83)	(16.35)	(13.33)	(12.24)	(11.99)
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	2.72	3.06	3.46
估值					
市盈率(倍)	9.94	6.16	7.04	6.42	5.65
核心业务市盈率(倍)	9.94	6.16	7.04	6.42	5.65
目标价对应核心业务市盈率(倍)	14.73	9.13	10.43	9.52	8.38
市净率(倍)	2.61	1.94	1.61	1.36	1.16
价格/现金流(倍)	6.42	6.99	6.04	7.14	6.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.52	2.45	2.22	1.56	0.87
周转率					
存货周转天数	99.30	89.64	91.01	94.04	93.93
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
回报率					
股息支付率(%)	30.82	30.57	31.52	31.53	31.48
净资产收益率(%)	26.26	31.52	22.93	21.21	20.48
资产收益率(%)	16.68	21.96	16.65	15.97	15.89
已运用资本收益率(%)	25.66	30.72	22.24	20.49	19.72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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