

五粮液

持续过冬，下调目标价，维持中性评级

对公司“过冬”政策的思考和展望

我们认为，13年行业寒冬冲击超出了公司预期，应对不足表现在：对经销商返点管控不足（导致“大商”挤压“小商”）、提价时机不恰当、产品SKU继续扩大。在1218大会上公司表示将强化与核心渠道伙伴的关系、完善调整标杆产品价格和产品结构。我们认为14年公司需要改善之处在于：1）理顺定价和返点政策（主要是普五标杆价格）；2）加强市场监管（协调电商、串货问题）；3）压缩产品线，广告和渠道资源进一步聚焦核心产品。

预计景气下滑，渠道积压，下调盈利预测

我们从渠道了解到，公司已允许经销商回售。考虑到普五较大渠道库存压力，结合我们对公司收入、成本和费用预期的变化，我们将对公司2013-2015年盈利预测由原来的2.71/2.85/3.27元下调为2.29/2.16/2.33元（1月10日万得市场一致预期为2.56/2.80/3.31元），下调幅度分别为16%/24%/29%。

重新审视公司品牌价值

综合中国城镇居民收入增加、城镇化交流需求和消费升级等因素，我们对五粮液品牌仍有较强信心。公司股价在01年和08年两次大跌，跌幅为36%和71%，而自12年10月以来也持续下跌57%，我们认为股价基本进入底部，不过在14年股价仍将受去库存、结构调整、消费税改革的短期负面影响。

估值：下调目标价，维持中性评级

根据下调后的盈利预测和瑞银VCAM模型，WACC假设9.3%，我们得到新目标价14.9元（原20.1元）。我们认为短期内缺乏价格催化剂，维持中性评级。

Equities

中国

酿酒业

12个月评级 **中性**
保持**不变**

12个月目标价 **Rmb14.90**
之前: **Rmb20.10**

股价 **Rmb14.66**

路透代码: 000858.SZ 彭博代码 000858 CH

交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb28.78-14.47

市值 Rmb55.6十亿/US\$9.19十亿

已发行股本 3,796百万 (ORDA)

流通股比例 33%

日均成交量(千股) 17,676

日均成交额(Rmb百万) Rmb291.2

普通股股东权益(12/13E) Rmb36.8十亿

市净率(12/13E) 1.5x

净债务/EBITDA NM

每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	2.71	2.29	-15.64	2.49
12/14E	2.85	2.16	-24.10	2.65
12/15E	3.27	2.33	-28.75	3.09

王鹏

分析师

S1460511040005

dennis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8837

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	15,541	20,351	27,201	26,834	25,496	27,134	29,543	32,193
息税前利润(UBS)	5,965	8,088	12,977	11,457	10,489	11,275	12,263	13,154
净利润(UBS)	4,395	6,157	9,935	8,686	8,210	8,839	9,573	10,253
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.16	1.62	2.62	2.29	2.16	2.33	2.52	2.70
每股股息 (Rmb)	0.30	0.50	0.80	0.68	0.46	0.40	0.44	0.48
净债务/(现金)	14,155	21,569	27,865	32,161	37,832	45,393	53,173	61,661
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	38.4	39.7	47.7	42.7	41.1	41.6	41.5	40.9
ROIC (EBIT) (%)	106.7	273.0	491.4	262.2	197.2	225.4	284.2	356.4
EV/EBITDA(core)x	15.6	13.2	7.4	2.1	1.9	1.3	0.6	0.0
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	26.3	21.7	12.7	6.4	6.8	6.3	5.8	5.4
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	6.3	6.7	6.7	12.4	13.3	16.3	17.0	18.6
净股息收益率(%)	1.0	1.4	2.4	4.6	3.1	2.7	3.0	3.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年01月10日18时26分的股价(Rmb14.66)得出。

投资主题

五粮液

投资理由

我们认为白酒行业正处于去库存去产能的调整期，公司是中国白酒龙头企业，将大力推动内部改革，以适应需求和渠道的变化。

公司正收缩产品线，努力提高中低端比重，我们预期未来 5 年盈利增长可能相应滞后。但公司有望凭借资金及规模优势把握白酒行业的收购兼并机会。在内部改革和外延扩张推动下仍有望持续增长。

考虑到自 2012 年以来，政府反腐措施不断，对白酒政务消费需求负面影响深远，而且可能提高消费税负，我们认为，白酒板块将承受较为严峻的收入和盈利压力，业绩和估值底部时间至少延长至 2014 年上半年。我们预测公司 2013-15 年 EPS 为 2.29/2.16/2.33 元（市场一致预期 2.56/2.80/3.31 元），目标价 14.9 元（WACC9.3%），对应 13-15 年 PE6.5/6.9/6.4，给予“中性”评级。

乐观情景

如果公司调整价格策略和改善渠道效率进展顺利，且产品线精简受到市场认可，高价位酒销售收入止住下滑趋势，那么基于瑞银 DCF/CAM 估值模型，每股估值可能达到 17.5 元。

悲观情景

如果渠道资金压力加大，导致打款提货放缓，公司销售形势同比恶化，高价位酒收入下滑 20%，则公司估值可能跌至 13.5 元。

近期催化剂

我们认为 2014 年公司股价可能的催化剂将是调整价格策略、市场监管新策、产品调整政策的效果和定期财务报告超预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb14.90

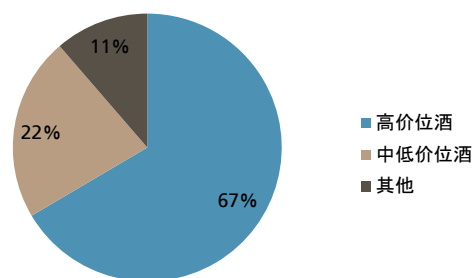
公司简介

五粮液是国内最大的白酒生产商，并且在全球享有盛誉。公司专门生产白酒及相关产品，主要品牌为“五粮液”。自上个世纪 50 年代初以来，公司总部一直设在被大家普遍认为是白酒故乡的四川省。2005 至 2012 年该公司盈利年复合增长率为 43.5%。

行业展望

中国白酒行业因价格虚高和供给过剩而进入了去产能和去库存的调整期，我们预计行业将调整 2-3 年，行业趋势可能是高端靠品牌、低端靠电商的局面。我们认为公司具有行业领先的规模和资金优势，将扮演大整合者角色。

收入按产品分布，2012 (%)



数据来源：公司公告

各类产品的毛利

单位：亿元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利					
高价位酒	119.3	157.6	145.6	130.0	139.1
中低价位酒	12.7	22.5	24.4	24.4	25.4
其他	2.6	6.0	10.0	10.0	10.0
总计	134.6	186.1	180.0	164.4	174.5

来源:来源:公司公告、瑞银证券估算

对公司“过冬”政策的思考和展望

行业寒冬冲击超出公司预期，应对存在不足

在我们 13 年 12 月的调研中，我们了解到公司对 2013 年五粮液“普五”市场形势的两个观点：一是 13 年的终端动销同比没有下降；二是在餐饮渠道的开瓶率同比没有下降。这两个观点与市场目前的认识有所差异。市场普遍认为公司普五动销较差，经销商提货热情较差。

我们认为，面对白酒行业的寒冬，公司至少在及时调整销售政策方面，13 年采取的应对措施并不是行业最好。主要不足有三个方面：

- 1) 对经销商返点的管控不足，导致“大商”挤压“小商”。公司给予大商更大折扣，大商藉此降价挤压小商；
- 2) 提价时机不恰当，在 13 年提价 10% 初衷是加强营销管控，表彰踏实营销推广的经销商，但在行业景气下滑大背景下，渠道对此认可度不高；
- 3) 产品 SKU 继续扩大。尽管有历史负担，但公司没有下决心大幅压缩。

14 年公司放下身段争取经销商的效果有待观察

我们认为，白酒行业近几年的繁荣和供不应求，使得公司作为白酒行业销量最大的龙头企业，在渠道管理方面没有投入很多精力。尽管深度分销、口感偏好变迁和渠道变革等新生事物层出不穷，但公司仅凭提价就能分享蛋糕，改革欲望不强。

2013 年，公司经销商遭遇较大销售压力。有经销商表示库存积压，足够销售半年，已很久未打款提货。也有经销商表示“大商”享受较高折扣，压价销售进一步冲击了市场秩序。此外我们了解到，贵州茅台公司的促销政策也给经销商的资金带来了分流作用。

公司也认为 2013 年普五的渠道库存压力较大，董事长刘中国也表示为市场环境不尽如人意而向经销商鞠躬。从经销商大会的反馈来看，公司表示会考虑：

- 1) 强化和核心渠道伙伴的关系；
- 2) 正在考虑是否恢复此前 659 元/瓶出厂价；
- 3) 加强七大中心对市场管理，厂家销售将陪同经销商一起开拓市场。

展望 2014 年，我们认为公司需要在销售定价、渠道重构和产品体系重新划分上，拿出足够有效的对策，才可能止住 13 年收入盈利下滑的颓势。我们认为为吸引经销商，公司需要改善的方面包括：

- 1) 理顺定价和返点政策（主要是普五标杆价格）；
- 2) 加强市场监管（协调电商、串货问题）；
- 3) 压缩产品线，聚焦核心产品（转变“发新品招新商”的旧发展模式）。

我们认为上述政策应三管齐下，方能抵抗景气下滑的狂澜。对公司股价的判断，就要跟踪上述三个方面的执行效果。

景气下滑，渠道积压，下调盈利预测

预计 14 年一季度销量同比下滑

从 2013 年下半年开始，我们认识到中央反腐的决心远超白酒行业和资本市场的预期，并提出白酒业将开始漫长艰难的“行业去产能、渠道去库存”过程的观点。目前，中央在限酒之后开始限烟，还禁止了明信片、台历、月饼卡、礼品卡等等，我们认为中央反腐的力度符合我们的预期，酒企必须做好量减价跌的充分准备。

针对 14 年一季度，我们预计在春节后三公消费将维持冰点，商务礼品需求可能还有小幅下滑，尽管公司可“控量保价”，控制发货以维持稳定的批发价，但高端酒销量下滑的可能性较大。综合考虑 2013 年较高盈利基数以后，我们预计公司财务盈利将出现明显下滑的局面。

下调 2013-2015 年盈利预测

我们从渠道了解到，公司在 2013 年四季度已经开始调整渠道对销量和价格的预期，允许经销商回售。我们因此认为应当下调对公司收入的预期。

同时，由于预收款大幅下降，渠道库存压力较大，公司新品推广存在压力，我们认为在 2014-2015 年间，公司仍然要面对较大的销售压力。综合考虑受到两个负面因素（高端降价和中端竞争白热化）和一个正面因素（低端升级）的影响，我们下调了对 14-15 年产品销量和价格的预期。

图片 1: 我们下调了对 13-15 年的销量单价预测

	调整后			调整前		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
高价位酒						
收入 (亿元)	167.21	150.49	161.21	194.18	196.13	216.23
销量 (万吨)	1.44	1.30	1.34	1.55	1.55	1.63
单价 (万元/吨)	116.0	116.0	120.6	125.3	126.5	132.9
中低价位酒						
收入 (亿元)	66.13	69.47	75.13	75.60	89.55	109.16
销量 (万吨)	16.1	16.4	17.2	18.0	20.7	23.8
单价 (万元/吨)	4.1	4.2	4.4	4.2	4.3	4.6

来源:瑞银证券估算

同时，我们认为 1) 公司将不会竞争央视“标王”，压缩广告支出，销售费用额有望降低；2) 五粮液在 14 年 1 月拍卖了约 350 辆公务轿车，我们预计公司管理费用额将有望降低；3) 由于渠道资金趋紧影响公司存款，我们认为公司利息收入将有所降低。4) 我们暂时没有考虑消费税改革的影响，如果征税环节由生产转向零售，我们预计公司营业税金占收入比重将下降。

考虑上述收入成本和费用的变化，我们将对公司 2013-2015 年盈利预测由原来的 2.71/2.85/3.27 元下调为 2.29/2.16/2.33 元，下调幅度分别为 16%/24%/29%。14 年 1 月 10 日万得资讯显示的市场一致预期为 2013-2015 年 EPS2.56/2.80/3.31 元。

图片 2: 我们下调了对公司 13-15 年盈利预测

单位: 百万元	调整后			调整前		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
收入	26,834	25,496	27,134	30,478	32,592	37,168
成本	8,836	9,056	9,685	9,528	10,970	12,742
营业税金及附加	2,013	1,912	2,035	2,286	2,444	2,788
销售费用	2,415	2,167	2,279	2,743	2,770	3,122
管理费用	2,147	1,912	1,899	2,438	2,444	2,602
财务费用	(780)	(878)	(960)	(929)	(957)	(1,202)
净利润	8,686	8,210	8,839	10,297	10,817	12,405
EPS(元)	2.29	2.16	2.33	2.71	2.85	3.27

来源:瑞银证券估算

图片 3: 我们对 EPS 的预期和市场一致预期的比较 (元)

	UBS		WIND
	调整后	调整前	市场一致预期 (1月10日)
2013E	2.29	2.71	2.56
2014E	2.16	2.85	2.80
2015E	2.33	3.27	3.31

来源:WIND,瑞银证券估算

估值: 下调目标价, 维持中性评级

回顾上轮行业不景气期, 公司在 01 年 7 月-03 年 8 月和 08 年 1 月-08 年 12 月发生了两次持续股价下跌, 分别持续 26 和 12 个月, 跌幅为 36%和 71%, 市场担忧历史将重演。仔细分析来看, 我们认为 2001 年公司盈利下滑也与消费税负增加 (营业税金大幅提升) 有关, 事实上当时公司收入仍有较好增长。我们认为公司品牌力强, 仍有较强的产品结构抗风险能力。自 12 年 10 月-14 年 1 月, 股价下跌已经持续了 16 个月, 跌幅达到 57%。

长远来看, 我们认为高端酒在前期降价后已经刺激了居民需求。按 13 年上半年 6.5%城镇人均收入增速估算, 2015 年城镇人均收入将较 2012 年增加 20%。随着中国人口城镇化的发展, 也增加了人们社会交往的频度, 同时人们日益认可“少喝酒, 喝好酒”的理念。综合收入增加、新增需求和消费升级等因素来看, 我们对五粮液品牌仍有较强信心。

不过, 由于我们预计未来 1 年内, 公司仍将承受渠道去库存、公司产品结构调整、销售理念转变、费用压缩的压力, 可能出现短暂的业绩下滑期。同时中国政府正在酝酿的消费税改革, 也给公司业绩带来不确定性。因此我们认为公司未来股价表现, 仍将有待催化剂的出现。可能的催化剂将是调整价格策略、市场监管新策、产品调整政策的效果和定期财务报告超预期。

根据下调后的盈利预测，根据瑞银 VCAM 模型，WACC 假设为 9.3%，我们得到目标价为 14.9 元（原 20.1 元）。由于我们认为短期内公司缺乏价格催化剂，**维持“中性”评级**。

五粮液 (000858.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	15,541	20,351	27,201	26,834	-1.3	25,496	-5.0	27,134	29,543	32,193
毛利	10,678	13,455	19,185	17,998	-6.2	16,441	-8.7	17,449	18,988	20,454
息税折旧摊销前利润(UBS)	6,697	8,797	13,647	12,204	-10.6	11,299	-7.4	12,153	13,192	14,127
折旧和摊销	(732)	(709)	(670)	(747)	11.4	(811)	8.6	(877)	(929)	(972)
息税前利润(UBS)	5,965	8,088	12,977	11,457	-11.7	10,489	-8.5	11,275	12,263	13,154
联营及投资收益	3	2	3	3	13.1	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(90)	(67)	(31)	(240)	-672.4	(19)	92.0	(20)	(22)	(21)
净利息	192	477	790	780	-1.2	874	12.1	957	985	1,033
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	6,070	8,500	13,739	12,000	-12.7	11,344	-5.5	12,212	13,226	14,167
税项	(1,508)	(2,106)	(3,403)	(2,999)	11.9	(2,836)	5.4	(3,053)	(3,307)	(3,542)
税后利润	4,562	6,394	10,336	9,001	-12.9	8,508	-5.5	9,159	9,920	10,625
优先股股息及少数股权	(167)	(237)	(401)	(315)	21.4	(298)	5.5	(321)	(347)	(372)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	4,395	6,157	9,935	8,686	-12.6	8,210	-5.5	8,839	9,573	10,253
净利润(UBS)	4,395	6,157	9,935	8,686	-12.6	8,210	-5.5	8,839	9,573	10,253
税率(%)	24.8	24.8	24.8	25.0	0.9	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	1.16	1.62	2.62	2.29	-12.6	2.16	-5.5	2.33	2.52	2.70
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.16	1.62	2.62	2.29	-12.6	2.16	-5.5	2.33	2.52	2.70
EPS (UBS, 基本)	1.16	1.62	2.62	2.29	-12.6	2.16	-5.5	2.33	2.52	2.70
每股股息净值(Rmb)	0.30	0.50	0.80	0.68	-15.0	0.46	-32.9	0.40	0.44	0.48
每股账面价值	4.77	6.09	8.21	9.70	18.1	11.17	15.2	12.85	14.68	16.62
平均股数(稀释后)	3,796.00	3,796.00	3,796.00	3,796.00	0.0	3,796.00	0.0	3,796.00	3,796.00	3,796.00
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	14,155	21,569	27,865	32,161	15.4	37,832	17.6	45,393	53,173	61,661
其他流动资产	7,214	8,144	10,058	10,422	3.6	10,824	3.9	11,410	12,167	13,163
流动资产总额	21,370	29,713	37,922	42,584	12.3	48,656	14.3	56,803	65,340	74,824
有形固定资产净值	6,373	5,905	5,497	5,666	3.1	6,071	7.2	6,211	5,999	5,746
无形固定资产净值	301	299	290	297	2.4	296	-0.3	299	301	303
投资/其他资产	629	989	1,537	1,437	-6.5	1,137	-20.9	1,137	1,237	1,337
总资产	28,674	36,906	45,246	49,983	10.5	56,160	12.4	64,449	72,877	82,209
应付账款和其他短期负债	10,288	13,409	13,667	12,440	-9.0	12,715	2.2	14,308	15,468	17,046
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	10,288	13,409	13,667	12,440	-9.0	12,715	2.2	14,308	15,468	17,046
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	19	50	60	58	-2.9	58	0.0	58	58	58
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	10,307	13,459	13,727	12,498	-8.9	12,773	2.2	14,366	15,526	17,104
普通股股东权益	18,101	23,120	31,155	36,806	18.1	42,410	15.2	48,785	55,707	63,088
少数股东权益	265	327	364	680	86.4	977	43.8	1,298	1,645	2,017
负债和权益总计	28,674	36,906	45,246	49,983	10.5	56,160	12.4	64,449	72,877	82,209
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	4,395	6,157	9,935	8,686	-12.6	8,210	-5.5	8,839	9,573	10,253
折旧和摊销	732	709	670	747	11.4	811	8.6	877	929	972
营运资本变动净值	2,366	2,371	(1,821)	(1,269)	30.3	(126)	90.1	1,007	402	581
其他营业性现金流	210	296	(35)	(463)	-1239.8	(577)	-24.8	(636)	(636)	(661)
经营性现金流	7,703	9,533	8,750	7,701	-12.0	8,317	8.0	10,087	10,267	11,146
有形资本支出	(461)	(531)	(355)	(820)	-131.2	(915)	-11.5	(1,020)	(820)	(820)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(3)	(83)	4	(4)	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(464)	(613)	(350)	(824)	-135.2	(915)	-11.0	(1,020)	(820)	(820)
已付股息	(569)	(1,139)	(1,898)	(3,037)	-60.0	(1,731)	43.0	(1,506)	(1,666)	(1,839)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(569)	(759)	(1,139)	457	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(1,139)	(1,898)	(3,037)	(2,580)	15.0	(1,731)	32.9	(1,506)	(1,666)	(1,839)
现金流量中现金的增加(减少)	6,100	7,022	5,363	4,297	-19.9	5,671	32.0	7,560	7,781	8,488
外汇/非现金项目	512	392	933	0	-100.0	0	50.0	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	6,612	7,414	6,295	4,297	-31.7	5,671	32.0	7,560	7,781	8,488

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

五粮液 (000858.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	26.3	21.7	12.7	6.4	6.8	6.3	5.8	5.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.3	21.7	12.7	6.4	6.8	6.3	5.8	5.4
股价/每股现金收益	22.5	19.4	11.9	5.9	6.2	5.7	5.3	5.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	6.3	6.7	6.7	12.4	13.3	16.3	17.0	18.6
净股息收益率(%)	1.0	1.4	2.4	4.6	3.1	2.7	3.0	3.3
市净率	6.4	5.8	4.0	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9
企业价值/营业收入(核心)	6.7	5.7	3.7	1.0	0.8	0.6	0.3	0.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	15.6	13.2	7.4	2.1	1.9	1.3	0.6	0.0
企业价值/息税前利润(核心)	17.6	14.3	7.8	2.3	2.1	1.3	0.6	0.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	16.3	13.5	7.8	2.3	2.0	1.3	0.6	0.0
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	6.0	4.0	3.0	1.8	0.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	115,409	133,411	125,680	55,649	55,649	55,649	55,649	55,649
净债务 (现金)	(10,849)	(17,862)	(24,717)	(30,013)	(34,997)	(41,612)	(49,283)	(57,417)
少数股东权益	265	327	364	680	977	1,298	1,645	2,017
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	104,825	115,876	101,328	26,315	21,629	15,334	8,011	248
- 非核心资产	(33)	(131)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)	(120)
核心企业价值	104,792	115,745	101,207	26,195	21,509	15,214	7,890	128
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	50.4	30.9	33.7	-1.3	-5.0	6.4	8.9	9.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	30.6	31.4	55.1	-10.6	-7.4	7.6	8.6	7.1
息税前利润(UBS)	33.3	35.6	60.5	-11.7	-8.5	7.5	8.8	7.3
每股收益(UBS 稀释后)	35.5	40.1	61.3	-12.6	-5.5	7.7	8.3	7.1
每股股息净值	100.0	66.7	60.0	-15.0	-32.9	-13.0	10.6	10.3
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	68.7	66.1	70.5	67.1	64.5	64.3	64.3	63.5
息税折旧摊销前利润率	43.1	43.2	50.2	45.5	44.3	44.8	44.7	43.9
息税前利润率	38.4	39.7	47.7	42.7	41.1	41.6	41.5	40.9
净利 (UBS) 率	28.3	30.3	36.5	32.4	32.2	32.6	32.4	31.8
ROIC (EBIT)	106.7	273.0	491.4	262.2	197.2	225.4	284.2	356.4
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	27.2	29.9	36.6	25.6	20.7	19.4	18.3	17.3
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(77.1)	(92.0)	(88.4)	(85.8)	(87.2)	(90.6)	(92.7)	(94.7)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(13.5)	(18.6)	(27.5)	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	63.8	75.8	53.7	112.1	115.1	118.5	89.9	86.0
资本支出/营业收入(%)	3.0	2.6	1.3	3.1	3.6	3.8	2.8	2.5
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.9	3.2	3.3	3.4	4.7	5.9	5.7	5.6
股息支付率 (UBS) %	25.9	30.8	30.6	29.7	21.1	17.0	17.4	17.9
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	15,541	20,351	27,201	26,834	25,496	27,134	29,543	32,193
总计	15,541	20,351	27,201	26,834	25,496	27,134	29,543	32,193
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	5,965	8,088	12,977	11,457	10,489	11,275	12,263	13,154
总计	5,965	8,088	12,977	11,457	10,489	11,275	12,263	13,154

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+1.6%
预测股息收益率	3.5%
预测股票回报率	+5.1%
市场回报率假设	9.4%
预测超额回报率	-4.3%

风险声明

白酒行业受经济景气度波动较大，经济下滑可能使白酒行业销售受到负面影响。公司可能因渠道管理和改革力度不足或慢于预期，导致业绩增长低于预期。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE)：** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：王鹏；赵琳。

涉及报告中提及的公司的披露

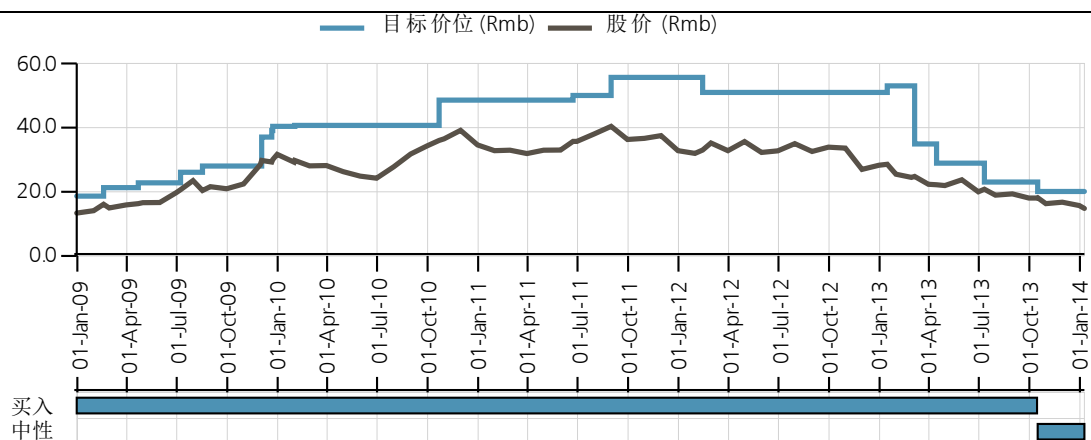
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
五粮液	000858.SZ	中性	不适用	Rmb14.77	2014 年 01 月 09 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

五粮液 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 1 月 9 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视为同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddział w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视为同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd.是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)执照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:** 由UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构制订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码:+912261556000 SEBI注册号:NSE 现金交易:INB230951431, NSE 期货与期权:INF230951431; BSE 现金交易:INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。©UBS 2014 版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

