

# 五粮液

## 渠道改善有望带来基本面见底

### 14年业绩前瞻：预计收入下降22%，净利润下降30%

我们预计，五粮液14年收入下降22%，净利润下降30%，对应四季度单季度收入下降25%，净利润持平。我们认为四季度收入同比下降主要原因是：1) 13年四季度为了完成指标，渠道库存快速增加，基数相对较高；2) 14年四季度公司开始加大控量保价的力度，实现发货量同比有所下降。

### 五粮液在积极地进行渠道模式变革

14年糖酒会以后，五粮液开始试行渠道直分销模式，提升部分大经销商在区域市场的定价权，逐步淘汰资金实力较弱的小分销商。我们预计，渠道直分销模式能够阶段性降低市场批价下行的风险。

### 15年五粮液基本面有望出现弱复苏

我们认为，五粮液15年在直分销模式下，销量有望实现小幅增长，我们预计52度五粮液15年销量有望同比增长5%左右，批价在550-600元区间呈现季节性波动。

### 估值：维持“买入”评级，目标价25元（原26元）

由于公司加大控量保价的力度，我们小幅下调了14-16年收入预测，预计14-16年EPS为1.47/1.57/1.65元（原1.51/1.62/1.66）元，基于瑞银VCAM工具，通过现金流贴现（WACC假设为9.0%），得到目标价25元，对应14/15/16年PE为17/16/15倍。

Equities	
中国	
酿酒业	
12个月评级	买入 保持不变
12个月目标价	Rmb25.00 之前: Rmb26.00
股价	Rmb21.27
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	Rmb23.93-15.45
市值	Rmb80.7十亿/US\$12.9十亿
已发行股本	3,796百万 (ORDA)
流通股比例	33%
日均成交量(千股)	60,197
日均成交额(Rmb百万)	Rmb1,309.5
普通股股东权益(12/14E)	Rmb39.0十亿
市净率(12/14E)	2.1x
净债务/EBITDA	NM
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	1.51 1.47 -2.78 1.57
12/15E	1.62 1.57 -2.99 1.67
12/16E	1.66 1.65 -0.26 1.88

赵琳

分析师

S1460511020005

lin.zhao@ubssecurities.com

+86-105-832 8186

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	20,351	27,201	24,719	19,235	20,358	21,312	22,319	23,383
息税前利润(UBS)	8,088	12,977	10,672	7,139	7,445	7,894	8,541	9,235
净利润(UBS)	6,157	9,935	7,973	5,579	5,951	6,272	6,749	7,325
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.62	2.62	2.10	1.47	1.57	1.65	1.78	1.93
每股股息 (Rmb)	0.50	0.80	0.70	0.44	0.47	0.50	0.53	0.58
现金/(净债务)	21,569	27,865	25,763	32,222	37,188	42,053	47,371	53,189
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	39.7	47.7	43.2	37.1	36.6	37.0	38.3	39.5
ROIC (EBIT) (%)	273.0	491.3	145.5	75.4	98.4	108.8	120.7	134.9
EV/EBITDA(core)x	13.2	7.4	4.7	6.7	5.7	4.9	4.0	3.2
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	21.7	12.7	9.9	14.5	13.6	12.9	12.0	11.0
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	6.7	6.7	1.4	10.5	7.2	7.3	7.9	8.6
净股息收益率(%)	1.4	2.4	3.4	2.1	2.2	2.3	2.5	2.7

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2015年03月09日22时40分的股价(Rmb21.27)得出；

# 投资主题

## 五粮液

### 投资理由

在高端酒“去库存-顺价销售-稳价销售”的这个周期中，五粮液已经完成了去库存周期，正逐步完成顺价销售，由于目前出厂价和一批价仍然倒挂，我们不排除公司未来会通过各种方式降低大经销商的成本，从而变相实现顺价销售。

我们认为，在行业盈利模式从以团购为主逐步转变为扁平化精准营销的过程中，渠道的壁垒被逐步打破，品牌壁垒进一步提升，我们预计五粮液有望通过其强大的品牌力在 550-600 元价格带提升市场份额。

我们看好五粮液降价后带来的销量恢复，预计公司 14-16 年 EPS 为 1.47/1.57/1.65 元（市场一致预期为 1.56/1.70/1.90 元），目标价为 25 元，目标价基于瑞银 VCAM 工具，通过贴现现金流（WACC 假设为 9.0%）得出，对应 15/16 年 PE 为 16/15 倍。我们看好公司营销变革，“买入”评级。

### 乐观情景

如果公司中端特曲/头曲新品推广顺利，且产品线精简后获得市场认可，2015 年高价位酒销售收入实现 20% 增长，那么我们估算 2015 年 EPS 为 1.7 元，每股估值可能达到 30 元，对应 15 年 18 倍 PE。

### 悲观情景

如果渠道资金压力加大，导致打款提货放缓，2015 年公司高端收入同比下滑 10%，则我们估算 2015 年 EPS 为 1.40 元，每股估值可能跌至 14 元，对应 2015 年 10 倍 PE。

### 近期催化剂

目前公司正在加大市场营销体系改革，如果 15 年能在市场反应速度和营销精准投放上取得进步，有望带来估值修复的机会。但若 15 年销量低于市场预期将成为公司负面催化剂。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb25.00

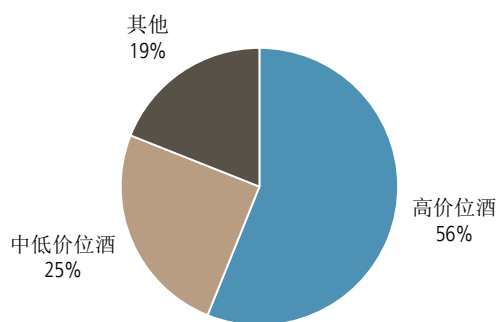
### 公司简介

五粮液是国内最大的白酒生产商。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，公司总部一直设在四川省。

### 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，将扮演整合者角色。

### 收入按产品分布，2013 (%)



来源: 公司公告; 瑞银证券估算

### 各类产品毛利

亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
高价位酒	139	145	116	118	124
中低价位酒	22	23	14	16	17
其他	32	14	11	13	14
总计	192	181	142	148	155

来源: 公司公告; 瑞银证券估算

## 五粮液 (000858.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	20,351	27,201	24,719	19,235	-22.2	20,358	5.8	21,312	22,319	23,383
毛利	13,455	19,185	18,108	14,199	-21.6	14,753	3.9	15,473	16,256	17,087
息税折旧摊销前利润(UBS)	8,797	13,647	11,321	7,895	-30.3	8,267	4.7	8,769	9,458	10,196
折旧和摊销	(709)	(670)	(649)	(756)	16.4	(823)	8.8	(875)	(918)	(961)
息税前利润(UBS)	8,088	12,977	10,672	7,139	-33.1	7,445	4.3	7,894	8,541	9,235
联营及投资收益	2	3	4	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(67)	(31)	(256)	(69)	73.1	(20)	71.0	(21)	(20)	(20)
净利息	477	790	827	638	-22.9	798	25.1	792	805	905
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	8,500	13,739	11,247	7,708	-31.5	8,223	6.7	8,666	9,325	10,120
税项	(2,106)	(3,403)	(2,925)	(1,927)	34.1	(2,056)	-6.7	(2,166)	(2,331)	(2,530)
税后利润	6,394	10,336	8,322	5,781	-30.5	6,167	6.7	6,499	6,994	7,590
优先股股息及少数股权	(237)	(401)	(349)	(202)	42.1	(216)	-6.7	(227)	(245)	(266)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	6,157	9,935	7,973	5,579	-30.0	5,951	6.7	6,272	6,749	7,325
净利润(UBS)	6,157	9,935	7,973	5,579	-30.0	5,951	6.7	6,272	6,749	7,325
税率(%)	24.8	24.8	26.0	25.0	-3.9	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	1.62	2.62	2.10	1.47	-30.0	1.57	6.7	1.65	1.78	1.93
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	1.62	2.62	2.10	1.47	-30.0	1.57	6.7	1.65	1.78	1.93
每股收益(UBS, 基本)	1.62	2.62	2.10	1.47	-30.0	1.57	6.7	1.65	1.78	1.93
每股股息净值(Rmb)	0.50	0.80	0.70	0.44	-37.0	0.47	6.7	0.50	0.53	0.58
每股账面价值	6.09	8.21	9.51	10.28	8.1	11.40	11.0	12.59	13.87	15.27
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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	21,569	27,865	25,763	32,222	25.1	37,188	15.4	42,053	47,371	53,189
其他流动资产	8,144	10,058	11,179	8,403	-24.8	8,911	6.0	9,127	9,317	9,515
流动资产总额	29,713	37,922	36,942	40,625	10.0	46,099	13.5	51,179	56,687	62,704
有形固定资产净值	5,905	5,497	5,905	5,957	0.9	6,150	3.2	5,993	5,793	5,552
无形固定资产净值	299	291	295	296	0.1	300	1.4	303	305	306
投资/其他资产	989	1,537	987	687	-30.4	687	0.0	787	887	987
总资产	36,906	45,248	44,130	47,565	7.8	53,236	11.9	58,262	63,672	69,548
应付账款和其他短期负债	13,409	13,667	7,043	7,354	4.4	8,532	16.0	8,844	9,142	9,452
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	13,409	13,667	7,043	7,354	4.4	8,532	16.0	8,844	9,142	9,452
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	50	60	68	68	0.0	68	0.0	68	68	68
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	13,459	13,727	7,110	7,422	4.4	8,599	15.9	8,911	9,209	9,519
普通股股东权益	23,120	31,157	36,093	39,014	8.1	43,292	11.0	47,778	52,646	57,946
少数股东权益	327	364	927	1,129	21.8	1,345	19.1	1,572	1,817	2,083
负债和权益总计	36,906	45,248	44,130	47,565	7.8	53,236	11.9	58,262	63,672	69,548
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	6,157	9,935	7,973	5,579	-30.0	5,951	6.7	6,272	6,749	7,325
折旧和摊销	709	670	649	756	16.4	823	8.8	875	918	961
营运资本变动净值	2,371	(1,821)	(7,455)	3,046	-	670	-78.0	95	108	112
其他营业性现金流	296	(35)	292	(397)	-	(582)	-46.9	(564)	(560)	(639)
经营性现金流	9,533	8,750	1,459	8,984	NM	6,861	-23.6	6,678	7,215	7,758
有形资本支出	(531)	(355)	(338)	(506)	-49.7	(1,020)	-101.7	(820)	(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	(83)	4	16	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(613)	(350)	(322)	(506)	-57.1	(1,020)	-101.7	(820)	(820)	(820)
已付股息	(1,139)	(1,898)	(3,037)	(2,657)	12.5	(1,785)	32.8	(1,882)	(2,025)	(2,197)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(759)	(1,139)	380	638	67.99	910	42.71	889	948	1,078
债务及优先股变化	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(1,898)	(3,037)	(2,657)	(2,020)	24.0	(875)	56.7	(993)	(1,077)	(1,120)
现金流量中现金的增加/(减少)	7,022	5,363	(1,520)	6,458	-	4,966	-23.1	4,865	5,318	5,818
外汇/非现金项目	392	933	(581)	0	100.0	0	25.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	7,414	6,295	(2,101)	6,458	-	4,966	-23.1	4,865	5,318	5,818

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)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	21.7	12.7	9.9	14.5	13.6	12.9	12.0	11.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.7	12.7	9.9	14.5	13.6	12.9	12.0	11.0
股价/每股现金收益	19.4	11.9	9.2	12.7	11.9	11.3	10.5	9.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	6.7	6.7	1.4	10.5	7.2	7.3	7.9	8.6
净股息收益率(%)	1.4	2.4	3.4	2.1	2.2	2.3	2.5	2.7
市净率	5.8	4.0	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5	1.4
企业价值/营业收入(核心)	5.7	3.7	2.1	2.7	2.3	2.0	1.7	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	13.2	7.4	4.7	6.7	5.7	4.9	4.0	3.2
企业价值/息税前利润(核心)	14.3	7.8	5.0	7.4	6.3	5.4	4.4	3.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	13.5	7.8	5.0	7.4	6.3	5.4	4.4	3.5
企业价值/运营投入资本	NM	NM	7.2	5.6	6.2	5.9	5.3	4.7
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	133,411	125,680	78,946	80,740	80,740	80,740	80,740	80,740
净债务 (现金)	(17,862)	(24,717)	(26,814)	(28,993)	(34,705)	(39,620)	(44,712)	(50,280)
少数股东权益	327	364	927	1,129	1,345	1,572	1,817	2,083
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>115,876</b>	<b>101,328</b>	<b>53,059</b>	<b>52,876</b>	<b>47,380</b>	<b>42,692</b>	<b>37,845</b>	<b>32,543</b>
非核心资产	(131)	(120)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)	(121)
<b>核心企业价值</b>	<b>115,745</b>	<b>101,207</b>	<b>52,938</b>	<b>52,756</b>	<b>47,259</b>	<b>42,571</b>	<b>37,725</b>	<b>32,422</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	30.9	33.7	-9.1	-22.2	5.8	4.7	4.7	4.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	31.4	55.1	-17.0	-30.3	4.7	6.1	7.9	7.8
息税前利润(UBS)	35.6	60.5	-17.8	-33.1	4.3	6.0	8.2	8.1
每股收益(UBS 稀释后)	40.1	61.3	-19.7	-30.0	6.7	5.4	7.6	8.5
每股股息净值	66.7	60.0	-12.5	-37.0	6.7	5.4	7.6	8.5
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	66.1	70.5	73.3	73.8	72.5	72.6	72.8	73.1
息税折旧摊销前利润率	43.2	50.2	45.8	41.0	40.6	41.1	42.4	43.6
息税前利润率	39.7	47.7	43.2	37.1	36.6	37.0	38.3	39.5
净利 (UBS) 率	30.3	36.5	32.3	29.0	29.2	29.4	30.2	31.3
ROIC (EBIT)	273.0	491.3	145.5	75.4	98.4	108.8	120.7	134.9
税后投资资本回报率	NM	NM	NM	56.6	73.8	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	29.9	36.6	23.7	14.9	14.5	13.8	13.4	13.2
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.5)	(2.0)	(2.3)	(4.1)	(4.5)	(4.8)	(5.0)	(5.2)
净债务/总权益 %	(92.0)	(88.4)	(69.6)	(80.3)	(83.3)	(85.2)	(87.0)	(88.6)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(18.6)	(27.5)	(48.7)	(61.1)	(78.7)	(98.8)	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	75.8	53.7	52.7	68.3	126.4	95.6	91.1	87.1
资本支出/营业收入(%)	2.6	1.3	1.4	2.6	5.0	3.8	3.7	3.5
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.2	3.3	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (UBS) %	30.8	30.6	33.3	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	20,351	27,201	24,719	19,235	20,358	21,312	22,319	23,383
<b>总计</b>	<b>20,351</b>	<b>27,201</b>	<b>24,719</b>	<b>19,235</b>	<b>20,358</b>	<b>21,312</b>	<b>22,319</b>	<b>23,383</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	8,088	12,977	10,672	7,139	7,445	7,894	8,541	9,235
<b>总计</b>	<b>8,088</b>	<b>12,977</b>	<b>10,672</b>	<b>7,139</b>	<b>7,445</b>	<b>7,894</b>	<b>8,541</b>	<b>9,235</b>

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。