



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

苏敏

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090001
(8621) 2032 8510
cheng.su@bocichina.com

五粮液调研纪要暨白酒板块 最新观点

高端“大”白酒定增长基调，注重价格体系管理

日前我们藉五粮液(000858.CH/人民币 27.79, 买入)“1218”经销商大会对五粮液进行了调研，新形势下，五粮液作为白酒行业龙头企业，挑战与机遇并存。公司已经开始以“精简、高效”为原则自上而下推动体制机制改革，2013年将继续深入创新营销模式、深化厂商合作、优化品牌和产品结构、强化市场管理尤其是以市场价格为核心的营销过程管理，以保障销量和收入分别增长20%和30%的目标顺利实现。我们对五粮液2013年保持一定速度的增长仍持有较强信心，认为五粮液的投资价值至少有5个方面的支撑：1)白酒市场规模快速扩张导致阶段性供大于求的背景下，消费者的选择向优势品牌和优质产品倾斜；公司有弯道超车经验，在市场大环境不好的情况下，才有重新构建市场秩序的机会，公司保持市场强力投入，对竞争对手形成实质性压力；2)华东营销中心试点成功使得公司史上最大规模的体制改革值得期待；3)2013年营销思路清晰，稳价是核心，服务和管理是关键抓手，公司有明确的量价调整目标和执行手段，有助于恢复较为健康的市场价格体系坚定经销商团队和市场信心；4)预计2013年公司会有1-2个并购项目可以落实，并购扩张模式成为酒业发展新探索，对于产能较为充裕的企业而言，如果并购标的拥有渠道优势则能形成互补；5)省市两级政府对白酒金三角领头人角色定位和千亿企业目标要求使得管理层实现业绩增长的压力和动力俱足，这在一段时间内仍是国有高端白酒的重要投资逻辑之一。

要点

- 进入2012年以来，高端大白酒面临一定的销售增长压力，主要由于国内经济政治形势较为复杂，社会消费不振的同时，政府限制“三公消费”的政策导向有从严趋势，另外行业还遭遇诸如“塑化剂”等负面扰动因素影响。
- 高端大白酒以改革、创新和管理为增长保驾护航。五粮液公司在华东营销中心试点成功的基础上，今年进一步全面推进以“提升服务市场能力”为核心的机构改革，涉及机关、生产和营销等各个环节，目的是精简机构和高效快速反应市场。
- 五粮液对公司业务板块进行了细致划分，明晰各自责权及联动要求。新的营销体制框架下主要设立的部门有市场部、销售部、销售信息管理中心、售后服务和品牌保真部、市场督察部等，七大营销中心全面覆盖市场。
- 销售队伍将在目前300多人的基础上迅速壮大，预计至春交会前后达到600余人，2013年中可达1,000人，销售队伍的壮大将提升市场服务和管理能力。
- 营销方式改革，变裸价销售为加价或控价销售。公司将对主销产品价格进行调整，其中加价部分主要是补偿经销商的市场投入，其次用于公司销售队伍的激励维护。
- 强化市场管理，管控好价格体系。2013年公司将花气力进行市场基础工作的强化，从产品、价格、渠道和促销等各个环节加强营销过程管理，强化销售团队和经销商的终端开发能力，培育消费者，杜绝批发，要求专卖店不得经营分销业务，推动经销商自律组织建立，对违反规定的经销商进行严肃处理。
- 对经销商扶优助强，让经销商能力和计划量匹配，2013年公司将帮助大经销商转型，帮助中小经销商发展，这对于稳定价格体系意义重大。
- 优化品牌结构，加大品牌传播投入。公司将继续深化推进品牌结构优化工作，加强市场细分和消费者心智研究工作，调动全国范围的优质智慧资源进行高价位、高端五粮液产品的开发设计。公司持续加强品牌传播投入，2012年地方电视台广告投放较上年增加20%，媒体合作和投放量增加25%，网络媒体投入增加40%。市场相对疲软情况下不降低投入，一旦市场回暖，公司可能更加受益。2013年以加价模式继续市场投入，将给竞争对手以实质性压力。

白酒行业方面：

一、我们维持塑化剂对名优白酒影响震荡减弱，步入尾声的判断。

白酒作为极具中华民族特色的传统产业，经受住历史考验，是中国经济社会当中不可或缺的消费产品，塑化剂事件只是消费者食品质量安全意识增强的大背景下反映到白酒行业的一个阶段性扰动因素，同人为主观添加有本质性区别，且易于整改和杜绝超标。在可预期的短时间内，国家会有酒类塑化剂标准性质的指导文件出台，或将从根本上将名优白酒产品从相关炒作当中解放出来。

二、名优白酒，尤其是高端大白酒定调增长，对稳定市场信心有较大帮助。

泸州老窖(000568.CH/人民币 34.36, 买入)、贵州茅台(600519.CH/人民币 219.45, 买入)和五粮液相继传递出稳定价格，确保增长的信息。泸州老窖规划未来五年保证年均 20% 的增长，贵州茅台 2013 年业绩增长的确定性更高，五粮液以营销改革促 2013 年销售增长 30% 的目标完成。

三、茅台稳价，五粮液明确提价，高端大白酒控量挺价有利于整个酒业生态，次高端价格承压的状况将有一定程度缓解。

泸州老窖也是 2012 年对市场价格管控采取较多手段的企业，采取的手段有延缓发货、回购等；贵州茅台要求专卖店 1,519 元的价格保持稳定，要求团购价不低于 1,400 元；预计五粮液除控制发货节奏外，将对价格体系进行调整，预计 1618 出厂价提升到 900 元，提价幅度达到 30.6%，预计 52° 五粮液提高出厂价至 729 元，提价幅度达到 10.6%，同时对 1618 进行减量投放，对 52° 五粮液的投放量则按照经销商能力进行匹配。

一线高端白酒挺价，将使得一线白酒一批价或团购价持续低迷对次高端形成持续压制的局面得到一定程度舒缓，有利于 200-600 元甚至 800 元这一价格带的生态形势，为此将有更多理由看好 200-600 元这一价格带中的优势品牌企业。

四、挤压式增长，经销商资源争夺更加激烈。

截至 11 月底，茅台经销商客户总计超过 2,000 家，在 2011 年基础上增长逾 30%，泸州老窖、五粮液以及其他白酒企业均不同程度存在这一情况。而贵州茅台 2011 年客户数较 2010 年仅微幅增长，这部分反映公司对汉酱和仁酒的招商力度，同时也反映了酒业市场经销商资源的争夺更加激烈。

当前市场阶段性供需失衡，持续进行市场投入、品牌传播投入的企业市场份额形势相对有利。五粮液公司控价销售模式下，提价利润将向反哺市场和补偿经销商倾斜。五粮液在市场相对疲软情况下的高投入，将对竞争对手构成实质性影响。

五、不过度悲观，不盲目乐观，精选个股，把握估值节奏。

总体而言，我们对白酒不盲目悲观。在前期估值已经大幅调整的情况下，进一步整体下跌的空间已经有限，基于估值节奏的判断，反弹在情理之中。近期高端白酒企业传递保价增长的基调，对于稳定市场信心也有一定帮助。

我们相对看好品牌优势确立、主力产品处于优势价格带、管理改进正在进行且空间大、业绩弹性较为突出、2013 年增长较为确定且当前估值安全的品种，建议重点关注贵州茅台、五粮液、山西汾酒(600809.CH/人民币 38.87, 未有评级)、老白干(600559.CH/人民币 33.81, 未有评级)。

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 10% 以上；
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