

## 会议简报

2013年3月28日

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号: S1060512040001  
0755-2262571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

文献

CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

丁芸洁

证券投资咨询资格编号: S1060110040054  
0755-22625697  
dingyunjie640@pingan.com.cn

解睿

证券投资咨询资格编号: S1060512070005  
0755-22621631  
xierui097@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 2013年春季糖酒会观察之五粮液 销售压力大、保量不保价

**事项：**成都糖酒会期间我们参加了五粮液品牌运营商大会，并拜访了一些五粮液销售人员和经销商。

平安观点

- **政府严控三公消费，包括五粮液在内的高档酒动销困难，经销商打款的积极性较低。**根据我们在成都草根调研的情况，五粮液一批价 630-660 元，相比春节下滑了 40 元左右。经销商对 729 元的新价格普遍持观望态度，4 月是否继续打款将取决于厂家的销售政策，4 月若不能兑现费用支持，将影响经销商打款积极性。
- **经销商普遍面临转型的问题，企业可借机优化经销商结构。**高端酒需求萎缩，导致结构性供求关系失调，主要依托党政军国企的经销商出现麻烦，部分经销商五粮液库存高达 3 个月以上，我们估计党政军国企团购的下滑幅度至少 30% 以上。我们认为，国家政策一旦打开，短期内难以逆转，而民企和个人消费是很大的潜在市场，经销商若能成功转型，则可以在新的市场环境下继续生存。我们调研中发现，部分大商已经开始转型，团购理念发生转变，从原来主抓党政军，到面向民营企业、婚宴市场、社区等。而对企业而言，则借机调整、通过市场化的手段优化经销商结构。
- **价格策略发生变化，从保价到保量。**公司对价格的态度发生变化，可以允许价格持续下探，寻找新的平衡点。春节后，五粮液商超零售价普遍下调至 799-880 元左右，商超渠道出货情况好于价格未调整的茅台和 1573。五粮液价格持续下压，对整个白酒行业 500-800 元价位产品压力很大，如洋河梦之蓝、1573、舍得等。
- **公司多次强调要保障经销商利益，我们判断五粮液将加大费用支持力度，销售费用率显著上升，以确保大部分经销商今年不赔钱。**公司在经销商会上提出只要不低价、不倾销，公司会充分考虑大家的利益，包括：**1 季度的市场支持费用率 10-15%，所有措施在 2 季度执行计划时给予兑现；**加强与金融机构的合作模式，延长银行承兑汇票的期限，从 3-6 月不等；专卖店原来的保证金旗舰店 80 万、标准店 50 万，预计将会下调。
- **费用支持政策靠考验公司的渠道管控能力。**有经销商私下认为按照 10-15% 的费用率推算，就可以按照 630-660 元价格出货。公司会上提出，计划将五粮液产品按照经销商来编码，加大对窜货行为的打击力度，规范三个渠道：商超渠道、电商网络渠道、新品五粮液只能做团购渠道。尽管今年销售人员扩充了 200 人，但数量仍偏少，因此新的费用支持政策靠考验公司的渠道管控能力。
- **加大资源倾斜力度，中低档酒保持了较快增长速度。**我们调研中发现部分片区中

低档酒 1 季度收入增长超过 30%，受整风运动的影响相对较小。考虑到中低档酒收入占比仅为 30% 左右，难以弥补高端酒增速下滑的影响。

- **此次会议上公司未下调收入增长计划。**2012 年“1218”经销商大会上公司提出实现收入增长 30%、350 亿的目标，考虑到当前动销困难的局面，投资者在春季糖酒会上很关注五粮液是否会下调收入计划。我们估计地方政府对公司的期望值较高，任务短期不好调整。
- 考虑到 2013 年五粮液将费用投入加大，我们小幅下调公司 2013 年的盈利预测，预计公司 2012-2014 年实现每股收益 2.53、2.76、3.07 元，同比增长 56%、9.1%、11%，对应 PE 分别为 8.9、8.2、7.3 倍。由于高端产品动销困难的局面将持续较长时间，我们下调五粮液至“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**渠道管控不到位、新的费用政策导致经销商继续压低价格出货。

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257