

朱卫华 0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn

董广阳、黄珏 0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

2010年4月6日

山西汾酒 (600809.SH)/39.22 元

新模式培训提升经销商业务能力

糖酒会见闻录（2010 春季成都）之五

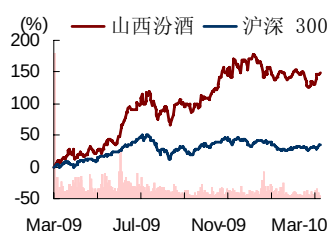
投资评级： 审慎推荐-B
评级调整： 维持
目标估值：

基础数据

总股本（万股）	43292
流通股本（万股）	43292
总市值（亿元）	171
流通市值（亿元）	171
52 周股价	16.4-44.4 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	34	140
相对表现	-5	22	105



相关报告

- 1、《糖酒会见闻录（2009 年秋季郑州）之一——山西汾酒（600809）整体上市、股权激励、引入战略投资者是长远规划》2009/10/18
- 2、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之一——古井贡酒（000596）五年大发展，市值扩三倍》2010/3/22
- 3、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之二——酒鬼酒（000799）招商引资过亿元》2010/3/29
- 4、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之三——金种子酒（600199）——终端制胜的典范》2010/3/30
- 5、《糖酒会见闻录（2010 春季成都）之四——水井坊（600779）销售转型孕育发展》2010/4/1

敬请阅读末页的免责声明

糖酒会期间汾酒集团召开新商业模式培训会，邀请盛初咨询王朝成做经销商的培训。公司在产品、渠道方面积极革新，实现今年销售开门红，预计 1 季报会很靓丽，建议关注。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别是 0.85、1.20、1.47 元，目前估值不低。

- 公司提到“09 年收入 37.8 亿元，同比增长 15%，今年头两个月，13 亿元收入，同比翻番”，定下追赶、超越、领先三步走规划，未来目标是 2015 年百亿汾酒，2020 年实现 200 亿元目标。公司认为以前是好酒不会卖，还是经营思想、营销模式不足，这次请王朝成来给经销商朋友“洗洗脑”。
- **点评：**通过参加这么多次汾酒的会议，感觉每年都有些新气象，公司在产品线简化、渠道窜货管控方面卓有成效，目前的数据也的确不错，国家统计局数据显示，集团今年 1-2 月份销售收入同比增长 97.87%，利润总额同比增长 77%，数据一致。不过要兑现公司的五年十年目标绝非易事，中档酒的销售有区域分割的特点，当前山西周边省份也有一些老名酒在崛起，这将约束公司省外市场的拓展。

王朝成——《高端白酒新运动与汾酒发展新模式》报告：

□ 一、高端白酒新运动

1、超高端高处不胜寒，次高端进入井喷前夜。

次高端酒红花郎贡献了郎酒 60% 的销售收入、85% 的利润，红花郎去年在河南就有 3 个亿了。而另外一家超高端酒则很疲弱，在湖南仅略有增长，这还是在 9~12 月份压货之后的表现。消费者买不起超高端白酒，会借口说茅台五粮液都是假的。

2、高端白酒正从“品牌梯队模式”向“多香并立模式”转型，强烈看好清香崛起、后来居上，认为清香是最健康的酒，里面讲不清楚的东西少，对身体伤害少。

□ 二、汾酒发展新模式：

1、定位新模式——从次高端到超高端超越

第一步是 400-600 元青花瓷铺开市场，第二步以 1000 元以上的国藏汾酒去竞争别人的年份酒。

2、产品线新模式：清晰识别和价位组合

强化产品线友好性：适当调整青花瓷省外单品单价位模式，实现省内外对上对下延伸，省外高端双价位组合新模式，实现错位竞争。

3、区域布局新模式：省内渠道深度掌控，省外区域板块聚焦

山西省外，1）形象标杆市场，北京重中之重；2）传统清香基础市场：河北、河南、内蒙、陕西；3）全国其它市场，点状标杆市场。

4、品牌新模式：聚焦、聚焦、再聚焦

- 1) 目标对象聚焦：高端政务、商务领袖、广告片拍摄要有品味
- 2) 高端媒体聚焦：央视核心节目段、高端栏目、航空杂志
- 3) 品牌载体聚焦：全国媒体性资源主要聚焦在青花瓷上。

□ 三、2010 年汾酒销售新模式

重点说了公关模式，要学茅台与今世缘的国缘酒，加大对政府及各系统的公关营销、大型品鉴会、做好团购，指出团购不是价格略低一点就行。盘中盘：专门的小盘运作业务部，专门的投入资源，广告与推广的配合。

点评：王朝成汾酒发展的思路与我们的看法不谋而合，在过去的文章中我们也一再提到只有产品、市场、渠道三聚焦，白酒公司才能迅速崛起，汾酒把资源聚焦在青花瓷上是明智之举。

我们从北京酒水商处了解到，目前北京白酒消费出现了一种新趋势，大家先喝茅台，然后用青花瓷汾酒清口味。如果这种搭配能成为经典，青花瓷的市场局面就能够打开了。

- 山西市场的防御也很重要，各竞品虎视眈眈。有竞品称，他们选择从山西北部的大同、朔州切入市场，因为山西北部的口味与中南部的口味有差异，能接受其它香型。
- 公司 09 年 4 季度业绩做得不好，从公司预告的业绩看，作为旺季的 4 季度，业绩仅是盈亏平衡，着实不合常理，可能原因一是公司采用 3 季度推货的方式将产品都堆给经销商，4 季度收入的确不高，如果是这种做法，会增加渠道管控的难度；可能原因二是为了满足每年增长，在实现 09 年度国企考核目标后，将剩余收入平滑到次年以降低次年目标额和提高目标可实现能力，不管是哪种做法都增加了公司业绩的可预测难度。
- 关注集团整体上市、股权激励、引入战略投资者等方面的长期刺激因素。具体请参阅《糖酒会见闻录（2009 年秋季郑州）之一——山西汾酒（600809）整体上市、股权激励、引入战略投资者是长远规划》2009/10/18

参考报告：

- 1、《糖酒会见闻录（2009 年秋季郑州）之一——山西汾酒（600809）整体上市、股权激励、引入战略投资者是长远规划》2009/10/18 调研报告
- 2、《山西汾酒（600809）——量增价涨，业绩可观》2009/6/30 调研报告
- 3、《食品饮料业 2010 年 2 月月报-布局一季报行情》2010/2/2
指出山西汾酒一季报当属不错。
- 4、《食品饮料业 2010 年 1 月月报-把握春节行情》2010/1/7

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。