

## 中期业绩艰难寻底

## 白酒业旺季将迎结构性回暖

□本报记者 王锦



CFP图片 制图/王力

秋季备货行情  
力度有限

□本报记者 张怡

今年以来，白酒行业依然受需求量大幅回落的影响而处于股价调整阶段，板块涨幅跑输大盘，板块估值处于较低水平。但上周在五粮液中报超预期、终端销量回暖预期等催化下，白酒板块行情出现小幅回升。研究机构认为，白酒行业将迎来中秋、国庆双节来临前的备货行情，但在外部环境未实质性好转的情况下，预计板块估值修复力度有限。

## 白酒板块跑输大盘

8月21日当天，白酒板块上涨0.63%，而A股涨幅为0.79%，白酒板块跑输大盘。在8月21日，由于板块内股票的股价普涨，当天白酒板块资金净流入了857.90万元。从个股来看，除了金种子酒和古井贡酒外，其他白酒股的涨幅均不超过1%。

实际上，在国家“反腐”力度加大、提倡节俭亲民的背景下，中高端白酒的股价面临着中长期的调整。景气度回落状况在今年宏观增速放缓的背景下更加明显，行业内不少公司业绩出现同比下滑。泸州老窖今日发布的半年报显示，公司上半年净利润同比下滑了9.59%。公司表示，业绩下滑主要系白酒行业进入调整期，白酒消费需求，尤其是高端白酒消费需求减少，导致白酒行业市场环境十分严峻。此外，酒鬼酒、沱牌舍得均预计中期业绩下滑八成以上，洋河股份、古井贡酒、贵州茅台和山西汾酒也均将出现业绩下滑。

在行业景气度低迷的情况下，近期白酒板块的行情一直弱于大盘，且资金呈净流出状态。据Wind数据统计，近一周申万白酒板块下跌了1.65%，沪深两市A股跌幅仅为0.37%；近一个月以来，白酒板块上涨了4.96%，而A股涨幅为9.74%。资金流向方面，近一周白酒板块净流出资金5.03亿元，近一个月白酒板块净流出资金为11.25亿元。

与此同时，白酒板块整体市盈率也处于近两年内低位。Wind数据显示，两年前白酒板块的市盈率为35.65，而最新的市盈率为10.35。同期全部A股的市盈率从15.55变为12.86。

## 机构期待秋季行情

伴随着中秋节和国庆节的到来，传统白酒销售旺季也即将出现，有机构认为，白酒中秋备货行情正在启动，同时白酒龙头股的中报超出预期和板块估值较低，也对股价构成了支撑。不过在行业外部环境依然严峻的情况下，预计反弹力度有限。

上周淘宝网茅台、五粮液、老窖等高端白酒销量环比增近3倍，为6月中旬以来的单周最高水平，其中茅台销量大增同时价格表现坚挺，名义成交均价已达1100元；五粮液在上周销量创新低后本周环比增幅超过5倍，但价格持续走弱；老窖动销虽略有改善，但仍显滞缓。8月12日白酒板块上涨3.28%，随后几日连续出现小幅攀升行情。国信证券研究认为，这意味着中秋备货行情或已启动；同时，白酒龙头股五粮液上周发布的中报业绩超出市场预期，在板块估值较低的情况下，对股价形成支撑。

同样，中信建投认为，白酒公司中报略好于预期，9月初中秋国庆消费旺季的刺激有助于产品销售，白酒股有望走出震荡上涨的行情。

宏源证券认为，短期内白酒板块旺季来临，销售环比有见底迹象，板块有望在终端销售回暖刺激下出现估值修复行情。

不过日信证券认为，受政策影响巨大的高端白酒是否是短暂反弹、行业是否已经见底仍需要时间的检验。

## 名酒变身“民酒”

## 一线酒企抗压能力显现

此次白酒行业调整，首当其冲的便是位于白酒金字塔塔尖的高端白酒。上半年，以茅台、五粮液为代表的高端白酒一度出现量价齐跌、库存积压甚至价格倒挂等问题，令市场对一线酒企产生较大担忧。但凭借良好的品牌力和渠道控制力，一线酒企也显示出较好的业绩调节能力及抗风险能力。

五粮液8月15日公布的半年报略超市场预期，上半年实现营业收入155.20亿元，同比增长3.12%；实现归属于上市公司股东的净利润57.91亿元，同比增长14.76%。酒类收入149.24亿元，同比增长2.7%。毛利率为74.11%，同比增长7.12个百分点。

值得注意的是，维持增长的同时，五粮液预收款及应收票据均发生较大变化。半年报显示，由于经销商减少预付款，五粮液预收款项期末余额为33.86亿元，较一季度末的38.63亿元继续下降12.3%，较年初的64.67亿元大幅下降47.6%。期末应收票据达到42.47亿元，较年初大幅增加63.72%，公司解释，主要是经销商通过使用银行承兑汇票进行结算增加所致。

瑞银证券王鹏表示，从酒企已经披露的半年报可以看出，白酒的渠道压力变大，表现在酒企层面上为预收账款下降、企业经营性现金流

大幅减少，企业的应收票据、应收账款增加等，这也反映出行业调整之时酒企销售模式的变化，以往“先打款后发货”的销售模式发生改变，说明渠道现金压力较大，这些情况将在白酒公司中普遍存在。对于龙头企业而言，由于在资金、规模、渠道控制上有优势，龙头企业的业绩调节能力、抗风险能力相对较好。”

今年5、6月份时，由于价格超跌刺激终端购买意愿，加上厂家控货策略对经销商信心的稳定，高端白酒也出现企稳回升，价格及销量均出现回暖。

以贵州茅台为例，贵州茅台一季报营业收入和净利润增长率分别为19.11%、21.01%。申银万国童驯预计公司中报净利润增长14%-21%，资产负债表、现金流量表有望较一季度明显改善。

童驯指出，行业消费价格重心下移，价格带明显收窄，也刺激了部分消费者在品牌选择上向上转移，而茅台正是这部分消费者转移后的受益者，在5、6月份的高端白酒挤压式增长中胜出。加上茅台上半年针对市场变化做出的政策调整，使得茅台5、6月份的销售呈现“价量齐升”的现象，上半年飞天茅台销量预计增长5%左右，二季度单季销量预计增长30%以上，在高端白酒中一枝独秀。

瑞银证券王鹏表示，从酒企已经披露的半年报可以看出，白酒的渠道压力变大，表现在酒企层面上为预收账款下降、企业经营性现金流

## 高端挤压低端

## 二三线酒企集体负增长

老白干酒此前确定的2013年营收计划为20亿元，但上半年公司仅实现8亿元营业收入，完成全年计划的四成。老白干酒表示，主要原因是受国内经济增速放缓、限制三公消费等多种不利因素的影响，白酒行业的市场竞争更加激烈，高档酒销售量下降所致。

事实上，老白干酒的情况也反映出当前二三线酒企所面临的窘境——对于二三线白酒企业而言，此次白酒行业调整带来的负面影响更为明显。

瑞银证券王鹏指出，白酒企业的品牌竞争力不同，高端酒价格下行之后，基于自身良好的品牌力，导致二三线酒企的一部分市场份额被争夺，从而挤压了二三线酒企的生存空间。

今年一季报时，包括酒鬼酒、沱牌舍得、水井坊、皇台酒业在内的4家二三线酒企业绩出现负增长，洋河股份、伊力特等净利润增幅为个位数。沱

牌舍得和酒鬼酒此前发布业绩预告，中期净利润下降幅度均达到80%左右。而伴随着山西汾酒、皇台酒业、老白干酒等半年报的逐步披露，二三线酒企集体低增长或负增长的态势被进一步确认。

从老白干酒半年报还得知，在利润负增长的同时，其销售费用、管理费用和财务费用同比均出现上升。

此前光大证券邢庭志表示，区域白酒企业在营收、费用率、毛利率上继续面临较大压力。其中，营收上面临低增长和负增长压力，区域品牌过去增长依赖持续提升，缺乏龙头公司的强力竞争。而这两个前提假设已经发生变化，结构升级难度加大，同时面临结构性降级，进一步的区域扩张难度加大。此外随着行业增长趋缓，竞争加剧，费用率将持续上升，区域名酒的毛利率预期持续小幅下降。

## 供给大于需求

## 旺季回暖VS调整延续

苏可能仍然需要较长时间。

王鹏表示，从酒企的运营情况来看，多少都有在6月底之前向渠道压货的情况，该部分渠道库存将在三季度进行消化，进入消费旺季之后，白酒终端动销在三季度会出现好转，但不会带来酒企三季报的明显上升，中报和三季报是整个白酒行业筑底的过程，三季报同中报情况差不多，相对而言，四季度会有一定好转。

此前，北京朝批商贸股份有限公司常务副总经理孙文辉曾对中国证券报记者表示，较为看好下半年白酒行业的发展，从行业及市场角度来看，正常的商务往来和白酒消费会随着中秋、十一的到来而有所改善，至少下半年不会比上半年更糟糕，但如何保证高端白酒价格体系的稳定也是关键因素。

近期高端白酒也出现明显回暖迹象。根据国信证券的统计，上周茅台、五粮液、泸州老窖的淘宝网主流卖家总销量环比增加近三倍，为6月中旬以来的单周最高水平，中秋备货行情或已启动。通过7-8月对大型茅五经销商的调研，光大证券邢庭志也表示，茅台、五粮液和泸州老窖的渠道基本面持续改善，一线酒的库存和价格保持稳定。

业内认为，在酒企及经销商多种转型及促销行为的带动下，面向大众消费和商务消费的产品销售有望旺季回暖，但整个白酒行业的复

苏可能仍然需要较长时间。

王鹏表示，从酒企的运营情况来看，多少都有在6月底之前向渠道压货的情况，该部分渠道库存将在三季度进行消化，进入消费旺季之后，白酒终端动销在三季度会出现好转，但不会带来酒企三季报的明显上升，中报和三季报是整个白酒行业筑底的过程，三季报同中报情况差不多，相对而言，四季度会有一定好转。

但长期而言，从去年下半年开始的白酒行业调整之势未来仍会继续。数据显示，今年1-6月份，全国规模以上白酒企业累计产量588.90万千升，同比增长9.21%，与2012年相比仍处于较低水平。白酒1-6月实现收入2402.1亿，利润399.1亿，分别同比增长10.7%、0.6%，增速较去年同期分别下降18.2、54.5个百分点。

王鹏认为，从供需层面来看，目前白酒仍处于供过于求的局面，大量的库存消化需要时间，行业价格体系的重构以及消费认知的重新确立都需要时间，因此白酒行业的调整趋势仍会持续1-2年。调整过程中，行业龙头将凭借品牌及资金优势等获得份额提升，二三线酒企则继续承担较大压力。

## 公私募看淡中秋“旺季”

□本报记者 曹乘瑜

正是去库存的时机，去库存时做这些事，让人感觉很不好，如果属实，那么白酒股要探底，还要推后。”该基金经理表示。

北京另一家小型公募基金的食品研究员表示，从此前调研情况看，白酒经销商渠道库存太多，预计今年中秋节白酒销售将出现“旺季不旺”的态势。在不咸不淡的节日销售行情下，白酒价格上涨不上去。虽然之前白酒股估值已经很低、股价也没有太多下跌空间，但公司也并没有在白酒股上提前布局。

上海私募泽熙投资人士表示，节俭消费后，白酒板块进入低谷，行业弹性已经丧失，即使是销售有所恢复，也不能在股价上有明显反映。销售业绩是一部分，市场预期也很重要。”该人士表示。目前泽熙投资的仓位较低，能保留在仓位中的都是弹性较大的股票，白酒股并不被看好。

## 节前调研已经开始

但值得关注的是，基金公司对白酒股并非冷漠。几家基金公司透露，目前仍然紧盯着白酒股。

白酒股毕竟有过辉煌，大家对它都念念不忘，而且本来预期二季度应该是白酒股见底之时，所以研究员都盯着。”上述基金经理表示。该基金经理称，对于白酒股，下一步要跟踪的，主要是中报和销量。“其实主要还是看茅台。”该基金经理表示，如果茅台的中报不错，那么整个行业或许还有戏。”

根据本报报道，以茅台为代表的高端白酒价格率先企稳，目前茅台终端主流价格维持在每瓶1200元左右，且销量逐步提升。然而基金经理认为，虽然消息称价格已经提升，但是还不稳定。另一家北京基金公司的投资总监透露，目前正准备派出研究员去各大酒厂经销商处调研。

## 从被动煎熬到主动求变

□中证证券研究中心 曹水水

## 主动求变或有惊喜

在政策打压、需求放缓的背景下，白酒行业经历了盈利模式被迫改变、价格体系下移、利润率下滑的煎熬；但在煎熬过程中，不少企业通过调整产品结构、放开经销商权、重组改制等主动求变，带来了或大或小的惊喜。分析人士认为，目前白酒估值偏低，8月年报披露集中兑现悲观预期后，板块下行空间有限，一旦市场对于白酒企业的悲观预期稍微好转，加之旺季推动终端消费需求回升，酒类企业的估值修复反弹值得期待。

## 过去一年被动煎熬

政策打压以及宏观经济增速放缓，改变了白酒原有的“消费升级”盈利模式，走向“名酒变民酒”道路，整个白酒价格体系重置下移，导致行业增速放缓，利润率下滑。

根据国家统计局公布的数据，白酒1-6月收入2402.1亿元，利润399.1亿元，分别同比增长10.7%、0.6%，增速较去年同期分别大幅下降18.2、54.5个百分点。行业毛利率35.4%，比去年同期下降2.7个百分点；营业利润率16.6%，比去年同期下降1.9个百分点。这意味着中国酒业“黄金十年”的爆发式增长彻底结束。

公司方面，茅台集团上半年收入几近零增长开启了白酒中报的悲观预期。2013上半年茅台集团实现销售收入179亿元，增幅仅为0.6%；实现利税120亿元，更是同比下降14%。已披露中报的公司中，整体经营性现金流和预收账款大幅减少，也客观地体现出了经营压力。

目前重点白酒公司2013年动态PE已降至7-13倍，明显低于国际同类企业20-30倍的PE；更低于历史平均估值。因此分析人士认为，一旦市场对于白酒企业的悲观预期稍微好转，加之中秋旺季推动终端消费需求回升，酒类企业的估值修复反弹也将是值得期待的。

## 行业调整促经销商谋变

## 五粮液经销商银基“倒戈”茅台

□本报记者 王锦

银基集团日前公告，其全资附属公司银基贸易发展（深圳）有限公司已与国酒茅台（贵州仁怀）营销有限公司订立经销协议，根据经销协议，深圳银基贸易可向广东省团购客户以及在集团“盈汇壹号”形象连锁店内销售茅台酒。该协议期于2013年12月31日届满，在相互同意下，经销协议可按年重续。

银基集团是五粮液最大经销商之一，双方合作期限已超过10年。因此，有市场人士认为，在白酒调整期，银基的“倒戈”会让正处于内外部转型升级时期的五粮液遭遇釜底抽薪。

对此，五粮液相关负责人称，经销商的转型是正常的市场现象，市场就是既有合作也存在竞争的，同时代理茅台、五粮液、剑南春的也不少见。同时，五粮液目前为了应对市场变化而推出的新品也有其他经销商问询，超出我们的预期。”

事实上，从今年3月起，银基集团下属子

公司就获得贵州茅台酒在波兰、匈牙利、捷克共和国、斯洛伐克及保加利亚的经销权。但由于海外市场销量小，并未给银基带来多少收益。

业内专家晋育峰指出，此次银基参与的是茅台放开2000吨经销商的新政，即新经销商一次性支付6365.6万元购买30吨，约合6.37万瓶飞天茅台酒，团购价格低至每瓶999元。晋育峰称，银基终于扛不住业绩压力，不再买断、包销、全球总经销的老路，开始做正常的非独家经销商。

银基7月19日公布的财报显示，过去的一个财年亏损额度高达11亿港元。

四川1919酒类直供董事长杨陵江对此表示，在白酒行业调整期，厂家在优化经销商结构，经销商同样也要优化产品结构，白酒经销商在厂家之间的选择和调整，表明市场机制开始起作用，以往白酒企业对经销商的单方面强势格局开始有所转变。但也无需放大看待目前五粮液经销商体系的不稳定。”