

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为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%,而沪深两市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,传统白酒销量旺季也即将出现,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。

8月21日晚间,老白干酒公布2013年半年报,上半年实现营业收入8.06亿元,同比增长10.71%;实现净利润2803.45万元,同比下降12.14%。

老白干酒“负增长”的中期成绩单正是上半年白酒行业的真实写照——行业步入深度调整期,酒企和经销商共同面临巨大销售压力,高增长、高利润的黄金时代一去不复返。

业内人士指出,白酒行业的调整仍将持续1-2年,但经历今年一季度的量价齐跌之后,伴随着众酒企业经营思路的调整,二季度白酒业在去库存的过程中艰难寻底。下半年,消费旺季的到来将会刺激需求改善,估值处于底部区域的白酒板块有望迎来回暖。

### 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,令市场对一线酒企业绩产生较大担忧。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%。申银万国董训预计公司中报净利润增长14%~21%,资产负债率、现金流量表有望较一季度明显改善。

董训指出,行业消费价格重心下沉,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“量价齐升”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。

### 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,区域品牌过去增长倚赖持续升级提价,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。

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

自相关政策出台影响白酒企业销量后,白酒股逐渐淡出视野。不过随着中秋、国庆消费旺季的到来,今年白酒板块的煎熬是否即将结束?根据往年习惯,节前一两个月正是经销商们备货的时机。但是受访的公私募人士表示,目前不太看好白酒股,因为其高增长的态势已经不明确,对于即将来临的传统旺季,还有待观察。

### 弹性已失期望不大

中国证券报记者走访了多位公私募人士,他们对白酒旺季的到来均保持着一丝冷静。“我手里还有一些白酒股,但是觉得短期内不会有机会。”北京某基金公司一名基金经理表示。目前出来的中报,都还低于预期。销售旺季也不管用。”

中报显示,山西汾酒业绩远低于预期,而利润还不错的五粮液则被曝出“通过捆绑贷款来虚增销量”的丑闻,即企业贷款给经销商要求其进货。五粮液很少做这种事情,如果属实的话,那么说明这种情况很普遍,二季度

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

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月中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%;实现利润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。

### 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“鄧汇壹号”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,经销协议可按年续签。

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变革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询问,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吨经销权的营销新政,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,不再走买断、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。”