

白酒需求疲软已成定局,高档白酒不可幸免;“关联交易”广受质疑,整体上市预期旷日持久

五粮液 如何破解两大谜局

本报记者 靳军 周渝

尽管A股持续疲弱,但五粮液(000858)酒类资产整体上市始终是市场高度关注的焦点。

公司日前发布公告,五粮液拟以自有资金收购五粮液集团下属子公司的酒类相关资产。包括:普什集团下辖3个子公司即普什集团本部资产、四川省宜宾普光科技有限公司100%的股权、四川省宜宾普什3D有限公司100%的股权;环球集团下辖2个子公司即四川省宜宾环球格拉斯玻璃制造有限公司100%的股权、四川省宜宾环球神州玻璃有限公司100%的股权。

同时,为规范关联交易问题,五粮液与进出口公司共同出具《承诺函》,承诺将在本次酒类相关资产收购交易完成后,修改公司与进出口公司于2007年11月8日签订的《内销商品购销协议》,将按市场定价原则重新约定公司向进出口公司销售酒类产品的价格。

市场对五粮液与集团公司之间大量关联交易的关注已有时日,那么,本次资产收购将如何解决备受关注的关联交易问题呢?普什、神州、格拉斯等拟收购资产的运营状况如何?公司将如何整合进而挖掘被收购资产的发展潜力?五粮液“一业为主,多元发展”的战略将如何进一步贯彻实施?日前本报记者赶赴四川省宜宾对五粮液进行实地采访调研。

解决关联交易“两步走”

由于历史和产业发展的原因,目前上市公司五粮液的资产和经营仅仅拥有制曲、酿酒、包装和销售等主要酒类资产。而包装物、酒瓶、防伪材料等其他和酒类密切相关的辅助资产则归属于五粮液集团公司。

酒类资产和辅助资产在五粮液和集团公司之间的分割,使得二者之间形成了规模庞大的关联交易。中信证券研究报告的统计数据数据显示,五粮液2007年关联交易金额为23.4亿元,占公司总生产成本的69.2%;关联交易额为47.1亿元,占总销售收入的60%。

五粮液自身无疑也意识到了大量关联交易对公司的制约,在2007年年报中便提出了整合集团公司酒类资产的初步时间表:上市公司将在三年内逐步收购五粮液集团中与公司酒类生产相关度较高的资产,预计2010年内完成整合,约需资金60余亿元,预计2008年将花费19亿元的资金。

本次公司将收购酒类相关资产的时间表大大提前也显示出解决关联交易问题的决心。中投证券研究员黄巍认为五粮液本次资产收购方案优于年初的方案:第一,舍弃了此前与公司关联度不高的丽彩集团和安吉物流,收购资产与主业关联度更高;第二,正式提出解决进出口公司结算价的意向,公司彻底解决关联交易的决心得到展示;第三,解决时间更短。

五粮液有关负责人表示,本次交易后五粮液集团中为五粮液提供配套产品的产业链群体将进入上市公司,可以降低公司的采购成本、管理成本等,有效减少与五粮液集团及其关联企业之间的大量关联交易,有助于提高公司生产经营的独立性和持续发展能力。

而酒类资产的注入仅仅是五粮液解决关联交易的“第一步”。五粮液董事长唐桥坦陈,五粮液关联交易问题分为资产的关联交易和销售的关联交易,解决思路上要分“两步走”:第一步,通过收购集团酒类资产解决资产的关联交易问题;第二步,按照市场化的规则与进出口公司每年签订销售协议,逐步解决销售的关联交易问题。

黄巍表示,酒类相关资产收购完毕后可以解决占五粮液成本70%的关联交易问题,有利于公司经营的独立性。

不过,在对酒类资产整体上市公司给予肯定的同时,业内人士对后续五粮液与进出口公司的销售定价问题表示了更多的关注与期待。

国都证券王明德认为,公司公告中提到对进出口公司的关联销售将由现在的协议价修改为市场

价,由此判断公司短期内不再会收购进出口公司。收购普什和环球对提升公司的成本控制能力有一定作用,但公司整体利润空间的打开则要在装入进出口公司之后,或者对进出口公司关联交易价格完全理顺后才能实现。

而对于未来与进出口公司的具体定价问题,公司方面没有透露。有业内人士猜测,估计进出口公司通过销售五粮液可以获得30%左右的利润,即一瓶酒至少可以获利100元。如果上市公司结算价能提高40~80元,按07年1.13万吨销量计算,公司净利润将提高5~10亿元,折EPS0.13~0.26元。

拟购资产运营良好

记者了解到,本次拟购资产的后续整合将主要以塑料和玻璃两条不同的产品线展开。拟购资产将整合为两个子公司,其中普什酒类经营性资产、3D和普光三块资产合为一个公司。

记者到普什集团瓶盖事业部现场采访时正值水盖和饮料盖需求的旺季,生产车间十分繁忙。记者采访的瓶盖事业部已经10年,但现场仍然非常整洁。许多设备是德国、意大利、加拿大等国家进口。事业部AB区调度雷横师傅向记者介绍,瓶盖事业部两个车间的产能是10亿只,其中每年外销酒盖超过7千万只,外销水盖则超过5亿只。

普什酒类经营性资产、3D、普光三个公司主要为五粮液酒类主生产瓶盖、管材、3D包装等塑料产品。具体到雷横所在的瓶盖事业部AB区,雷横介绍每年生产五粮液酒的盖子2200万只,对应的五粮液酒就是1万多吨。目前五粮液产品结构调整,重点生产中高档酒,降低低档酒的生产。雷横介绍,以前瓶盖事业部每年生产的低档酒尖庄的瓶盖超过2亿只,而目前则大幅减少到只有几百万只。

而环球集团下属的神州玻璃和格拉斯玻璃的主要产品是玻璃瓶和包装纸箱。记者了解到,环球集团下属一共有6个子公司,其中只有神州和格拉斯属于酒类相关资产。神州的主要产品是包装纸箱、吹制工艺品和工艺板料,格拉斯的主要产品是机制工艺品。

记者在神州和格拉斯现场看到的情景都是车间人员很少,但生产的机械化程度很高,秩序井然。

环球集团销售副总邓庆国向记者介绍,神州每年的销售收入超过2亿元,其中纸箱销售收入1亿元。神州目前有瓦楞生产线两条,印刷机3台,车间三班倒仅有270名操作工人。纸箱产能6千平方米,由于运输半径的存在,纸箱包装主要供应宜宾地区。

格拉斯的业务主要是玻璃瓶及其精加工,包括玻瓶的印花、印色和图案等。邓庆国介绍,格拉斯现有8台玻瓶生产的总摇炉,产能3亿只,可以满足酒水饮料5万吨的需要。生产的玻瓶有一半外销,出口到美国、英国、法国及马来西亚等国家。

记者进一步了解到,目前普什酒类经营性资产2008年运营良好,业内人士预计公司全年将实现销售收入28亿元,实现净利润3.5亿元。如果五粮液本次收购在2008年完成,业内人士称按照公司37.96亿元的总股本计算,拟收购的所有资产对五粮液每股收益的贡献将在0.11元左右。

谋求“一业为主,多元发展”

酒类资产整体上市意味着五粮液酒类产业链将进一步完善。作为国内产能最大的白酒制造企业,五粮液还将具备大规模生产塑胶瓶盖、酒瓶、商标、包装纸箱、包装物品等酒类配套产品生产能力,为公司“一业为主,多元发展”的战略奠定基础。

“打造千亿企业,进入世界500强是五粮液未来的目标。”唐桥在接受记者采访时透露,到2020年五粮液要实现1000亿元的销售目标,其中白酒主业实现200亿元以上。

“如果说五粮液是一架飞机的话,那么白酒主业就是这架飞机的发动机。因此,坚持一业为主无论

对于集团还是股份公司都是今后发展的重中之重”。唐桥强调白酒主业对于五粮液的重要性。具体而言,唐桥表示白酒主业2008年计划完成80亿元的销售收入,到2009年要争取突破100亿元。

在打造千亿企业的目标中,本次计划收购的酒类相关资产毫无疑问将成为五粮液未来“多元发展”的两翼。唐桥表示,“五粮液收购酒类相关资产将不仅解决大量的关联交易问题,而且将给上市公司带来新的利润增长点”。

拟收购资产中,普什集团酒类经营性资产的规模和盈利能力较大,其余四家公司的规模和盈利能力则较小。截至2008年6月30日,拟收购的总资产为43.69亿元,净资产为28.67亿元。2008年上半年完成营业收入24.22亿元,利润总额

始逐步体现。五粮液作为行业龙头的抗风险能力较强,但也无法完全规避行业风险,而目前终端价格已有松动迹象。

一位不愿透露姓名的分析师则对行业前景更为悲观一些。他表示,白酒消费在三季度出现行业整体性疲弱,而高档酒在经济急速下滑中,受影响最大。尤其是从9月份糖酒会之后,消费疲软的迹象很明显,就整个行业来讲有可能出现负增长。

不过,具体到五粮液而言,这位分析师表示,如果五粮液与进出口公司理顺合理定价关系,会有一部分利润回流,对公司业绩有很大的促进,可以平滑掉目前行业对公司的影响。

五粮液三季报显示,7至9月份公司实现净利润2.93亿元,同比增

长63.26%;前三季度公司实现净利润15.9亿元,同比增长20.02%。

对于公司未来,董事长唐桥在接受记者采访时表示,公司将从四个方面确保领先优势。一是继续提高优质品率,“限量保价”,稳定高端酒市场占有率为;二是加大中价位品牌的促销力度,保持销量稳中有升;三是加大企业、军队等团购酒市场的开拓力度;四是继续调整产品结构,低价位产品销量主动压缩。

今年以来五粮液加大了团购特别是部队市场的开发力度。董事长唐桥介绍,今年公司领导先后拜访了中国武警总部、沈阳军区、四川武警总队、成都军区、济南军区等20多个单位,目前已经10多个单位与公司开展了定做专供酒的直供合作。

老总访谈

五粮液董事长唐桥

一次性收购集团酒类相关资产



本报记者 靳军 周渝 宜宾报道

五粮液董事长唐桥日前在接受记者采访时阐述了“两步走”解决关联交易问题的基本思路,并表示,原计划三年解决的资产的关联交易问题现在一次性解决后,酒类资产整体上市就基本完成了。

关联交易的前世今生

“五粮液的关联交易可以分为资产的关联交易和销售的关联交易。而关联交易的产生有其历史原因和产业背景,主要是由上市发行时的额度限制、公司发展中的产能扩张和公司对包装能力的巨大需求等三个方面的原因造成的。”对于五粮液与集团公司之间存在的关联交易问题,唐桥的回答开门见山。

在唐桥对五粮液关联交易的定义中,资产的关联交易是上市公司与集团公司酒类资产之间由于酒瓶、包装物等配套产品和服务等产生的关联交易。销售的关联交易则是由于上市公司通过五粮液集团进出口公司独家销售五粮液酒给外部经销商而产生的关联交易。

唐桥表示,资产的关联交易的产生具有一定的客观性。一方面是五粮液在上市时的先天不足客观上造成了一些关联交易的不可避免。五粮液于1997年8月由四川省宜宾市五粮液酒厂独家发起并募集设立。由于上市时受发行额度限制,宜宾五粮液酒厂将完整的生产经营体系一分为二:仅将酒类的酿酒生产车间、包装车间等不到三分之一的优质资产用于设立股份公司;包装物生产、运输、酒瓶生产等其余资产形成五粮液集团及其下属子公司体系。

另一方面,五粮液上市后产能的迅速扩张和对包装能力的巨大需求加快了关联交易在数量和规模上的提升。1998年3月五粮液发行上市时的总股本为3.2亿股,其中流通股8000万股,白酒产能不到10万吨。而目前公司总股本扩大至37.96亿股,拥有45万吨的商品酒生产能力,其中10万吨高档白酒生产能力,是国内产能最大的白酒制造企业。

“与产能的迅速扩张对应的是对产品包装需求的相应提高,而一般企业不可能承担这样大的供给量,促使公司考虑自己建设包装企业,实现自给自足。”唐桥表示其结果是五粮液与集团之间的关联交易与日俱增。

五粮液集团及其下属子公司形成了一个为酒类生产企业提供配套产品和服务的产业链群体,具备大规模塑胶瓶盖、PET瓶子、商标、玻璃酒瓶、纸箱、包装物品等原辅材料生产及物流运输和后勤保障服务的能力。

五粮液通过向集团采购酒瓶、包装物等形成了规模庞大的关联交易。中信证券研究报告的统计数据数据显示,五粮液2007年关联交易金额达到23.4亿元,占公司总生产成本的69.2%。

销售的关联交易则是由白酒行业“淡储旺销”的特性决定的。由于白酒行业在销售上具有明显的淡旺季之分,白酒生产企业在淡季生产出来的酒需要储备起来,到旺季再销售出去。

进出口公司对于五粮液而言正是承担了“淡储旺销”的功能。唐桥表示,“资金需要周转,公司不可能让库存白酒占据大量的资金。同时,五粮液巨大的销售规模也决定了一般的商家或经销商没有这样的实力满足公司各方面的需求。因此,通过进出口公司实现销售淡旺季的平衡与协调是上市公司均衡发展的需要。”

“但由此而产生上市公司与进出口公司之间关于酒类销售的定价问题,或者说如何给进出口公司一个合理的利润问题。”唐桥坦言这也正是投资者关注的焦点问题。

虽然关联交易的存在是五粮液生产经营的正常需要,但关联交易庞大的规模使得其公允性一直以来都受到监管部门、投资者的关注,机构投资者颇多质疑。正是在这样的背景下,五粮液酒类资产整体上市酝酿产生。

一次性解决资产关联交易

本次资产收购要解决的正是资产的关联交易问题。唐桥表示:“现在启动的酒类资产整合工作,计划一次性将五粮液集团下属的酒类相关资产收购进入上市公司。也就是说,原计划三年解决的资产的关联交易问题现在一次性解决。”

“除了本次拟收购的资产外,五粮液集团其他资产与酒类主营业务关联度已经很低了。”唐桥介绍,丽彩集团虽然拥有少部分商标、包装盒和纸箱等生产性资产,但本身规模很小,与股份公司的关联度很低。而承担运输业务的安吉物流90%的业务都是对外的。“从这个意义上说,本次酒类资产收购完成后五粮液资产的关联交易问题基本解决,酒类资产整体上市就基本完成了。”

唐桥介绍,本次拟收购的资产包括普什和环球两个集团下面的三部分资产。第一部分是普什集团自身拥有的酒类经营性资产及负债。这部分资产拥有防伪瓶盖、PET瓶以及聚酯切片的生产能力。“纯粹是过去为了酒类主业发展而培植的相关资产。”第二部分是3D资产,包括普什3D公司和普光科技公司,主要提供五粮春、五粮醇包装用的3D彩盒和五粮液防伪彩标。第三部分是环球集团的神州玻璃和格拉斯玻璃,主要是玻璃瓶和纸箱生产。

五粮液拟收购资产的审计、评估结果仍未公告,但业内人士认为,这部分资产的价值可能在50至60亿元左右。五粮液2008年中报显示,公司货币资金余额为51.84亿元。“本次收购所需资金全部为自有资金”,唐桥同时表示,“如果不能一次性向集团公司付清收购款项,股份公司拟与集团公司协商分两次支付。”

对于销售的关联交易问题,唐桥称本次资产收购完成后,公司将与进出口公司每年签订协议,“约定公司向进出口公司销售酒类产品的价格按照市场定价原则确定。”

唐桥介绍,进出口公司不仅经营五粮液及五粮液系列酒,同时进行其他的出口贸易,出口贸易大概占进出口公司业务的60%左右。唐桥进一步说明,由于目前还没有任何一个经销商具备与进出口公司相当的实力,进出口公司作为一个经销商也要取得合理的利润。因此,公司将按照市场化的规则逐步解决与进出口公司之间酒类销售的定价问题。



本报记者 靳军 摄影

记者手记

唐桥的生意经

本报记者 靳军

80%的业务对外,实现自身做大做强。

五粮液董事长唐桥的首次公开亮相是在2007年4月公司召开的2006年度股东大会上。履新刚刚一个月的唐桥面对130余名股东、机构投资者和媒体代表,强调“没有调查就没有发言权”,明确表示2007年没有整体上市考虑,回答各种问题滴水不漏,多年历练的政府官员低调而沉稳的作风显露无遗。

一年后的2007年年度股东大会上,虽然市场遭遇寒流,但五粮液“三年完成集团酒类资产整合”的承诺还是吸引了众多投资者的光临。在稳步推进酒类资产整合的同时,

五粮液酒类产品结构调整、“限量保价”的市场策略成效显现。唐桥明确表示,对于五粮液酒要考虑的不是如何卖掉,而是如何卖好。2008年中报五粮液净利润增幅超过主营业务增幅8.36%。

在本次五粮液酒类资产整体上市记者对唐桥的采访中,唐桥坚持“利润最大化”的生意经清晰而明确。

对于这次资产收购,唐桥说:“公司这次是拿真金白银去买集团的酒类相关资产,所以一定不能做赔钱的买卖。”在实际操作上,一方面是在收购资产的选择上抓大放小,而另一方面则是要求收购资产有足够的外向型的盈利能力。如丽彩集团、安吉物流等资产规模小、与上市公司关联度低、贡献小的企业不收购。而对于普什、环球、格拉斯等拟收购资产坚持与上市公司“依靠但不依赖”的原则,要求整合后公司

输出白酒,更重要的是输出中国文化。对于白酒行业,唐桥告诉记者一定要减少行业恶性竞争,提倡“竞合”的健康发展态势,保护好民族品牌要靠国内企业自身的良性发展才能形成合力。

2007年3月唐桥离政从商,以四川省宜宾市副市长身份调任五粮液董事长时,业内人士笑称“趟”过这座“桥”,五粮液将到达更加光明的彼岸。而对于五粮液的未来发展,唐桥的话语简意赅:“坚定信心,看业绩,看发展”。