

三问茅台半年报

证券时报记者 梁可

贵州茅台(600519)昨日股价罕见跌停,证券时报记者在公司中报里发现了三点玄机。一向作为“蓄水池”的预收账款上半年为何出现剧减?在经销商反馈上半年销售仍强劲的情况下业绩为何减速巨大?茅台积极推动经销商去库存背后隐藏着什么玄机?

国家统计局公布的数据显示,白酒1月~6月营业收入2402.1亿元,利润399.1亿元,较去年同期分别大幅下降18.2、54.5个百分点,行业转弱明显。尝试解读前述的三个问题,或许你会发现:茅台正在实施稳健过冬的策略,静待白酒行业的下一个春天。

玄机一: 预收账款骤降——放弃利润调节器?

贵州茅台半年报显示预收账款暴跌83.6%,从年初的51亿元减少到8.3亿元,减少42.7亿元,这意味着报告期内茅台大约3成收入来自预收账款的确认。

业内资深白酒分析人士指出,在预收账款几乎枯竭的情况下,也就是耗尽了所有的“蓄水池”,利润增速如此之低,而且广告费用等一些反映公司竞争力的指标出现了一定幅度的变化,所以公司所面临的困难已经不是报表里显示的利润同比少增长了。

从过去几年的报表看,茅台习惯在二季度白酒销售淡季集中确认预收账款为收入。去年一季度预收账款确认18%,二季度则确认30%。但今年一季度,茅台确认了44%的预收账款,二季度更是确认了71%,比往年大幅增加。

有投资者调侃:预收款的巨大减少反映了护城河的消失,茅台这个奢侈品都不需要预定了,还叫茅台吗?而广告费开始巨幅增加,这些反映公司以往强势的指标都开始走软。

雪球网资深投资人“混吨才”分析,很多公司从行业方向改变到最终财务显示出来,长的可以有1、2年的时间,比如李宁,库存高企和现金流下降,到真正业绩下降,有半年多的滞后期。张裕A从财务的变化到真正业绩下滑也是有半年到1年的滞后期。

而贵州茅台预收账款的变化则是其业绩拐点的一个标志,投资者不可能在看到业绩已经明显倒退时才做出投资决策。

来自茅台的经销商却有不同意见,一位广州的茅台经销商认为,预收账款不及预期是经销商打款政策变动的原因。

据悉,1月~2月占经销商全年茅台合同量约30%的计划今年可不执行,1月~2月未执行的计划量平均到3月~12月。这一正确的政策是4月后市场回暖的主要因素之一。经销商往年惯例是需要强制性地提前打款合同量的30%,今年平均到12个月。估计30%的合同量如果强收,预收账款会很惊人,但一批茅台价会承受压力。

上述茅台经销商分析,茅台选择了与五粮液不同的路径,不压货,与经销商风雨共担,近期五粮液部分经销商加盟成为茅台的经销商是有原因的。

玄机二: 年份酒滞销——业绩下滑的主因?

据凌通价值投资网的负责人董宝珍分析,2013年上半年茅台酒销售成本下跌了7%,但是其销量却下跌了25%(剔除提价因素),2个数据的下跌幅度不太匹配,这是什么原因呢?

在去年实行“限制三公消费”、“严查公款吃喝”的大背景下,整个白酒行业陷入了“销售淡季”,影响最深并不是茅台的千元以下价格酒的销售,而是价格动辄几千元的年份酒。

董宝珍认为,年份酒的成本和普通茅台一样,只包括粮食成本和包装成本,但15年年份酒的出厂价比普通茅台高4.4倍,而30年年份酒比普通茅台高10倍,而50年年份酒高17倍,整体上2012年陈年年份酒合计有1000吨,这1000吨折算成普通茅台,大约是7000吨左右(上下有10%的误差)。

而据经销商反馈的情况来看,也比较一致。年份酒今年很困难,目前经销商普通茅台的库存不超过一个月,有的甚至还很紧张无货,但是陈年茅台有一部分还在卖2012年的,所以今年的有部分经销商在陈年茅台进货的时候,没有进。”一位经销商说。

在陈年茅台的销量小幅下跌,普通茅台销量变化不大的情况下,就会出现总的效果是仿佛整个销量下跌了25%。董宝珍分析,陈年茅台无法像普通茅台一样降到1000出头,陈年茅台无法通过降价来应对需求萎缩,陈年茅台有量小金额大的特点,所以就出现了上半年的年报数据。

上半年年份酒减少,一部分减少是结构性的,经济下滑导致;另一部分是三公限制以后陈年年份酒就萎缩了,这种萎缩是客观的、长期的,直到延展到新一轮经济上升周期。

玄机三: 去经销商库存——茅台已准备过冬?

此前数年,由于茅台酒价格不断上涨,以及在销售渠道拥有主导权,贵州茅台一直维持着巨额的预收账款。不过,随着市场需求和价格走势的变化,客户和经销商备货热情明显减退。

分析人士表示,预收账款暴跌显示经销商预付款的意愿下降,是危险信号,但真实情况是这样吗?

二季度发生了茅台普通酒价格狂跌到800多元,而一季度在千元以上。这样的下跌的过程,导致经销商的主观状态不稳定。据悉,经销商在对待价格下跌时,在进货上采取轻库存的策略,观望为上,完成任务为王,不进行扩张。



彭春霞/制图

反观贵州茅台的管理层,在这一轮调整过程中所采取的态度是坐观其变,基本没有采取动作,即没有压迫经销商必须进货,也没有什么别的措施。

整个上半年截至6月30日中国高端白酒尤其茅台身上出现了一个清库存竞赛。大经销商是一吨也不留,中等经销商是一箱也不留,小经销商是一瓶也不留都要卖掉,这样导致整个销售渠道安全库存都没有了。

期间茅台向经销商传递出一个政策,如果确定库存太大卖不动,经销商可以延后进货,延后到12月30日也进不了,明年就给你减少配额。

这样的情况下,在茅台经销商大跃进去存货,同时进货有限的情况下,预收账款的骤降也就能够解释,一方面茅台为释放业绩的调节,一方面是新增量的减少。

此外,茅台在6、7月份突然向市场开放了茅台的经销权,投入了额外的2000吨,在经销商库存不足的情况下,遏制普通茅台的上涨态势,同时又抵消部分年份酒销售困难的业绩压力。

任何一个行业都难以保持永久的繁荣,就算要爬上山顶,有时也需要中

途下一段再择路而上。白酒行业在十年繁荣之后,也需要迎来行业的冬天。而证券时报从茅台经销商反馈来看,茅台管理层采取的是稳健过冬的方式,在不挤压经销商的情况下,等待行业的缓慢恢复。

茅台难道没有能力让经销商按往年惯例进货吗?一位茅台经销商反问,茅台没有压货,对行业是好事,试想如果茅台价格倒挂,行业会怎样凄惨?”

申银万国分析师董驯预计,白酒企业下半年经营压力总体上大于上半年,明年一季报相当一部分白酒企业将面临业绩下滑的风险,白酒板块的真正估值修复行情预计在2014年5月~9月。

银河证券分析师董俊峰则认为,从行业面分析,任何品牌在面对高端白酒销售市场竞争格局现状下,挤占竞争对手的市场份额更为现实,如此能够提升当期销售,未来还能够释放越来越大的新增产能。从最近几个月贵州茅台行为看,似乎已经关注于此,公司改变限量保价策略,实施变相发展新经销商策略,有望提升资本市场业绩预期。

华谊“结拜”新兄弟 张国立携影视公司加盟



张国立

资料图

证券时报记者 颜金成 严惠惠

继7月份成功联姻银汉科技打造“A股最强手游公司”,华谊兄弟(000027)再次发力电视业务。华谊兄弟今日宣布,拟斥资2.52亿收购著名演员、导演张国立执掌的浙江常升影视制作有限公司70%的股权,以进一步增强华谊电视板块的内容生产能力,强化其核心竞争力。

据悉,张国立是国家一级演员、导演,代表作品有《康熙微服私访记》系列、《铁齿铜牙纪晓岚》系列、《这一辈子》、《金婚》等电视剧作品,拥有广泛的观众基础,其塑造的康熙、纪晓岚等经典角色家喻户晓、深入人心。

对于合作初衷,张国立表示,国内影视行业发展速度越来越快,竞争也越来越激烈,为了追求更高的效率应该让专业的人去做专业的事情。相比经营公司,自己更希望能专注于创作,推出更多优秀的影视作品。

凭借丰富的成功作品和张国立的个人影响力,浙江常升在影视制作行

业一直备受关注,据相关人士透露,多家上市公司都曾向其抛出橄榄枝。张国立最终选择和华谊“结为兄弟”主要还是基于对彼此经营理念的认可和未来前景的看好,用张国立本人的话说就是“志同道合”。

据了解,浙江常升此次加盟华谊也是“有备而来”,目前已经开拍的电视剧项目包括由吴秀波主演的《槐树花开》,由张国立、蒋雯丽共同主演的《爱情最美丽》,两部作品均计划在年底前和观众见面。除了已经开拍的电视剧作品,浙江常升还有丰富的项目储备,计划在未来5年内推出约400集精品电视剧。为进一步保证品质,张国立还与邹静之、赵冬苓等国内著名编剧达成合作约定,将共同完成浙江常升未来的多个电视剧项目。

据业内人士介绍,作为华谊的传统强项,电视剧业务一直被寄予很高期望。本次浙江常升加盟华谊,无疑会为华谊的电视剧业务注入新的活力,并有望成为华谊电视板块中新的业绩增长点。另一方面,根据往年经验,观众收视会从暑期档开始爆发迎来下半年的增长,在此时高调宣布张国立加盟,对华谊电视整体品牌也是一次强化。

有分析人士表示,华谊兄弟在2013年对核心业务的升级和布局明显加快,但整体布局呈现快而不乱的节奏。下半年华谊业绩有几个发力点值得期待:电影方面,即将在国庆档上映的徐克武侠《狄仁杰之神都龙王》和将于12月上映的冯小刚喜剧《私人订制》都是备受市场期待的大作;手机游戏方面,根据最新数据银汉科技的主力产品《时空猎人》月收入已突破6000万元,而其更看重的新作《神魔》也将于10月开始推向市场;电视剧方面,预计浙江常升加盟后将会对华谊电视剧业务下半年的整体业绩有较大贡献。

福日电子定增被否 收购迈锐光电初衷不改

证券时报记者 陈勇

福日电子(600203)上市以来的首次再融资并购LED大屏幕领先企业迈锐光电的议案,在昨日公司召开的临时股东大会未获通过。公司董事长卞志航对记者表示,虽然议案被否,但福日电子布局LED的战略不会改变,仍将通过自有资金实现既定收购计划。

定增方案被否

根据公告,福日电子本次拟以6.41元/股,非公开发行不超过5000万股股票,拟募集资金2.78亿元,其中约1.95亿元用于收购深圳迈锐光电92.8%的股权,另外约8300万元资金用于偿还借款。该方案推出得到得到38.76%股权的公司大股东福建信息产业集团的力挺。福建电子信息产业集团承诺,将同比例认购定增部分的股权。

根据上市公司规则,大股东涉及关联交易必须回避表决。因此,定增方案在股东会表决过程中,其他股东的意见显得至关重要。投票结果显示,其中,赞成投票人数约120人,赞成票935万股,约占35%;投反对票约40多人,反对票1696万股约占63%,定增议案遭到否决。

分析高达1696万股反对票构成,记者发现,截至6月底,除大股东福建电子信息集团外,公司第二和第三大股东何海潮和梁瑞芳分别持有公司1150.02万和366.64万流通股,两者系一致行动人,持股相加高达1516万股。除此之外,十大股东中的其他人最多持股不过300万股左右而且各方均无关联。因此,极有可能是上述两人对议案投了反对票。

针对记者提出的定增方案被否对公司收购迈锐造成哪些影响的问题?卞志航坦言,定增被否短期内将对公司资金面形成压力,同时也会造成公司财务费用的上升。

值得注意的是,在昨日表决的12项议案中,与定增无关的公司向大股东电子信息集团申请流动资金借款额度和公司因业务需要修改章程增加经营范围两项议案收获的反反对票与定增反对票数量高度一致。

对此,有市场人士分析,有股东对公司定向增发收购迈锐持不同意见尚可理解。但对向大股东借款这样利好公司的行为遭反对则有些不可思议。该人士认为,其中,不排除有反对票的投资者并不关心公司自身业务的发展,而是希望通过对议案的反对,倒逼公司从事“壳壳”或者进行重大重组,从而达到在二级市场上获利的目的。

另据了解,尽管本次定增方案被否决,但福日电子不排除在对方案进行进一步论证和完善后再推定增计划。

白酒分析师:高端酒增长乏力

证券时报记者 梁可

2001年8月27日贵州茅台(600519)在上交所挂牌,而今年恰好是贵州茅台上市本命年,同时也是贵州茅台上市以来最困难的一年。

近日中纪委再次强调国庆节中秋双节期间整治送礼之风。在这样的背景下,再参照公司中期营业水平,今年初贵州茅台制定的2013年营业收入同比增长20%左右的业绩目标,要顺利完成应有一定的难度。

年份酒销量大降

证券时报记者统计发现,昨日有十份券商研报全都调低了贵州茅台未来三年的盈利预测,并纷纷表示白酒行业迎来最困难的时期。

贵州茅台8月31日公布了公司半年报,2013年上半年公司实现营

141.28亿元,同比增长6.51%;实现净利润72.48亿元,同比增长3.61%,这是公司2001年上市以来同比最低增幅。由于一季度茅台营收和净利润涨幅均在20%左右,这意味着茅台二季度出现负增长。

而茅台营收和净利润首次双双下滑还要追溯到发生金融危机的2008年四季度。当时茅台营收下降接近40%,净利润降幅更是接近50%。茅台在近五年后营收和净利润再现下滑,这样的情况与此前张裕A所处的红酒行业极为相似。

申银万国分析师董驯认为,受打压三公消费影响,直接从茅台酒厂提货、直接团购单位、计划外批条等特殊渠道的茅台酒销量大幅下降;茅台酒年份酒销量大幅下降;汉酱、仁酒、王子酒、迎宾酒等系列酒上半年收入下降31.85%。毛利率下降2.72个百分点。此外,上半年销售费用达到8亿

元,相比去年同期的4.07亿元增长96.7%,主要是本期广告宣传及市场推广费用增加所致。业内人士分析,在今年上半年销售困难的情况下,贵州茅台可能为促销采取返利给经销商,这导致销售费用大幅增加。

全年收入完成有难度

贵州茅台规划2013年实现营业收入同比增长20%左右,按照去年265亿元计算,若要达标,茅台2013年下半年需要完成近175亿元的营业收入,相对于去年下半年的收入增长近30%。

招商证券分析师董广阳表示,虽然公司公告在7月初与贵州白酒交易所协议价交易200吨茅台酒,以及新增协议价于新经销商,表明公司仍日努力在完成全年的收入目标。

茅台今年7月份实行了销售新政,按照30吨999元/吨价格打款

即可换来当年3吨819元/吨价格的经销权,并且开放供应给贵州酒交所、酒仙网、京东商城,我们测算这部分量有3000吨,可带来50亿元的报表收入。”

长城证券分析师张勇则指出,近期中纪委再次强调国庆节中秋双节期间整治送礼之风,对高端白酒市场可能再次带来冲击。同时,公司现金流恶化,中报业绩低于预期,终端需求难改低迷,公司价格体系稳定性及未来增量不确定性较大。

中信证券分析师黄巍认为,若是中秋和国庆旺季销售平淡,将会影响贵州茅台全年的销售计划。

业内人士分析,若投资者还是长期看好贵州茅台,在基本面已经恶化的情况下,不想卖出又能保值的做法,可以通过融券的方式对冲,达到保值的目的。这样即使股价下跌,融券方赚钱,使得整个组合不受影响。