

五粮液回应市场四大疑问

□本报记者 岳敬飞

一直以来,大多数研究员都对“实实在在”的五粮液心存疑问。这些疑问主要包括:金额巨大的关联交易、会不会做股权激励、是否打算整体上市、第四季度业绩会否再让投资者大跌眼镜,等等。

日前,五粮液总经理、董事、总工程师陈林在接受《上海证券报》记者采访时,对于这些问题一一作了解答。陈林表示,“五粮液一直实实在在地做事情,随着证券市场的成熟与规范,我相信市场会给予五粮液合理的估值。”



- 关联交易
- 整体上市
- 股权激励
- 四季度报



疑问 2 整体上市 目前还没有打算

“不过,我们也注意到市场对五粮液的关联交易存在很多疑问,因此,我们正在想办法降低关联交易。”陈林话音一顿,“集团公司旗下跟白酒包装有关的资产,我们有想法把它拿出来,减少关联交易。前面讲到了,从投入上讲,当时上市公司不投资做包装,风险是最小的,但产生关联交易是必然的。等到机会成熟时,由上市公司把包装资产接收过来,风险比较小。”

“现在看来,时机基本成熟了,不过还要看上市公司是不是有这个能力。”陈林说。当被问及她所指拟收购资产是否就是此前公告过的普什集团时,陈林表示,“普什主要是模具生产,我们拟收购的酒包装方面资产将不一定仅限于普什的包装。”

市场关注的与拟收购资产相关的另外一大疑问是:五粮液是否会整体上市?去年年末,国资委主任李荣融已不只一次公开表示鼓励央企集团公司整体上市;2006年12月26日,中国证监会主席尚福林亦曾公开表态,下一步的重点工作包括“支持符合条件的企业整体上市”。

一份券商研究报告认为,作为深交所市值数一数二的公司,各方利益群体正在努力促成五粮液集团(完整酒类资产)整体上市而进行着“博弈”。如果五粮液集团整体上市的设计能够完成的话,那么集团和上市公司之间的股权关系将会理顺,利益趋向也会一致,对资本市场而言将属于重大利好。

对于市场的这一期待,陈林明确表示,“目前还没有整体上市的打算。”某券商研究员分析称,由于集团公司存在很多与酿酒行业不相关的资产,如果不剥离而直接整

体上市将会影响公司形象和盈利能力,对上市公司产生负面影响,如果只是装入与酿酒相关的资产,这需要等待较长时间,待资产清理完成以后才能实施。

虽然整体上市对五粮液而言可能尚需时日,但是,另一项融资的大动作正在酝酿。本报记者在五粮液采访时了解到,去年11月,摩根斯坦利在新加坡举办了一个大型投资互动论坛,邀请了五粮液去参加。在会上,五粮液副总经理、董秘彭智辅几乎是“遭到了大摩等公司相关研究员的围攻”。彭智辅称,有很多实力雄厚的外资表达了对五粮液的关注。

本报记者就此请教陈林,五粮液是否会考虑同美的电器、福耀玻璃、华菱管线一样向外资巨头定向增发,以募集发展所需资金,借鉴相关管理经验等。陈林表示,“和我们一样做白酒的水井坊,其第一大股东全兴集团就决定将所持有的水井坊43%股权卖给世界酒业巨头英国帝亚吉欧公司。”

她接着说,“对于引入外资战略投资者,我们的想法是,真正对五粮液有帮助的,是可以的。但要看我们的老板国资委是否同意。市政府也有这样的想法,向国外的财团定向增发,国外的财团也有这个意愿,这是一个双向选择的过程。作为我们上市公司而言,只要对公司有好处,对股东有好处,我们就接受。”

对于陈林所称的“要看老板是否同意”,本报记者就此采访了五粮液控股股东宜宾市国有资产经营有限公司相关负责人。该负责人表示,“市政府的确有引入外资战略投资者参股五粮液的意愿。而且,不是市政府主动,而是双方互动,目前来谈的人很多。”

疑问 3 股权激励 尚在论证过程中

市场对于五粮液的又一大疑问就是:公司是否会做股权激励?何时会做股权激励?多位券商研究员认为,如果五粮液不实施股权激励计划,公司管理层就不会关心五粮液二级市场的股价,甚至五粮液的业绩表现也会因此受影响。这样的观点在泸州老窖等同行业公司实施股权激励计划之后,变得更加尖锐。

2006年6月6日,泸州老窖披露了拟实施的股权激励计划,泸州老窖拟授予激励对象2400万份股票期权,行权价为12.78元;激励对象包括高管层在内的经营骨干。推出股权激励计划的同时,泸州老窖同时披露拟非公开发行的不超过3000万股股票。此后,泸州老窖在二级市场上的股价一路上扬。

由于同为白酒类上市公司,且同处四川(五粮液所在地宜宾市与泸州市相距不过2小时左右的车程),泸州老窖的股权激励计划引起了与五粮液有关的人士广泛关注,其中包括五粮液的投资者和五粮液公司内部人士,等等。

记者在宜宾采访时了解到,五粮液内部人士谈论最多的是,根据泸州老窖的股权激励计划,泸州老窖的董事长谢明、总经理张良(分别被授予240万份股票

期权)如果全部行权,其所获得的激励会有多少?2007年1月16日,泸州老窖的收盘价为28.25元/股,较之当初制定的行权价已经高出15.47元/股。

对于这一颇为敏感的问题,陈林也很感慨,“王总(指五粮液董事长王国春)的灵魂都融入了五粮液,我们也如此,从那么小的一个厂,做到现在这样规模。我到五粮液27年了,我也没有(股权激励)这个概念。但是我们每年都要完成目标任务,完成后,市政府也会给我们领导团队一部分奖励。”

陈林反复强调自己的工作“做事,事业为重”。但她亦表示,“当然,有钱比没钱好。股权激励不激励,我个人并没有多大愿望,但是事情要做好,这关系到人的品德和职业道德。对股权激励,从个人的角度讲,我不在乎。哪怕是有了,也还是跟现在一样拼命干,感情不是拿钱来买的。”

至于五粮液到底会不会推出股权激励计划,陈林未置可否。但据本报记者采访相关人士获悉,目前五粮液实施股权激励尚在论证过程中,具体何时推出目前尚无定论;有两个可能的选择是:一是在通过定向增发收购相关资产时,同时推出股权激励计划;同时也不排除先行推出股权激励计划。

肖祥发是五粮液的证券事务代表。股市转牛后的2006年,他与公司董秘几乎每两个礼拜就会迎来一批到四川宜宾五粮液总部做调研的研究员。这些研究员来自全国各地的证券研究所和基金公司。对于他们的问题,肖祥发几乎已经耳熟能详,比如这个:五粮液巨大的关联交易会不会得到解决?何时会解决?

1998年,五粮液将酒厂中最优质的部份酿造、生产资产装入股份公司,并于4月27日在深圳证券交易所上市。此后数年,其与五粮液集团等公司一直存在大量的关联交易。五粮液半年报显示,2006年上半年,上市公司与普什集团、五粮液集团等五家公司,因采购货物及接受劳务、销售货物及提供劳务产生的关联费用合计超过38亿元,占五粮液同期主营业务收入的57.71%(见表)。

正是由于五粮液的关联交易非常大,而且很难看到下降的趋势,因此,来自各大券商和基金公司的调研报告均认为,关联交易是目前市场给予五粮液相对较低市盈率的一个主要原因。

对此,陈林的回答是,“所谓关联交易巨大,存在不透明的信息。举个例子,关联交易中,酒类产品的包装占了很大一块。为什么会这样呢?因为从事白酒包装生产,对规模的要求很大,并承担着销售淡旺季、国家对包装要求变化大等风险,起点非常高,投资也非常大。当初设立普什包装生产的时候,风险特别高,所以没有选择由上市公司来投资,而是通过关联企业来做。”

陈林告诉记者,“任何事情都要辩证地去看,事实上,在包装上的一些关联交易,不仅可以降低上市公司的风险,还能降低上市公司的成本,同时做到防伪。以前,我们从意大利进口五粮液酒的瓶盖,因为关税高,所以价格昂贵。后来没办法,就由集团公司投入巨资自己搞包装。搞起来后,不仅成本只有原来的几分之一,而且实现了防伪。”

陈林进一步分析说,“防伪对五粮液这样的酒类公司非常重要。通过关联公司做包装,我们会要求这些关联公司首先满足五粮液股份公司的包装需求。如果你通过别的公司做五粮液的包装,就很难要求人家这样做。事实证明,包装问题解决后,市场上的五粮液假酒少多了,我们的销量也好多了。我们选择的集团下属的包材生产公司,给造假的人制造了难度。打假不如防伪,首先要防伪。所以,关联交易也要多方面看,它对上市公司的好处还是很多的。”

“再比如,在上市公司不景气的时候,关联公司给了很大的支持。白酒销售,有自己的行业周期,在不景气的年份,五粮液集团进出口公司对上市公司曾经给予了极大的支持。忽视这些历史渊源,在关联交易上对上市公司过分苛求,存在吹毛求疵的嫌疑。我们不能抹煞关联交易对上市公司的功劳。”陈林说。

陈林表示,“在采购上,我们都是通过公开招投标来运作。上市公司经营重视成本,按市场规律办事,通过网上查询,找到最优的市场价格,然后才确定采购商。即使后来中标的是关联公司,也是因为它所提供的价格是优惠的,采购的东西品质也是最好的。”

疑问 2 关联交易 防伪是重要原因

疑问 4 四季度报 业绩不会大变脸

除了上述几大困扰五粮液二级市场表现的因素,尚有一个同样重要的问题让很多投资者希望找到答案。这个问题就是:五粮液2006年第四季度单季业绩,会否上演2005年第四季度那样的大变脸?

五粮液披露的2005年年报显示,当年第四季度,五粮液的每股收益仅0.008元,主营收入、利润都出现了较为异常的情况:高价酒的主营收入仅为3.48亿元,相当于正常情况下1个月的销售收入,而净利润仅为2240万元,远低于正常水平。

平安证券食品饮料研究员陈逊认为,2005年第四季度五粮液的业绩之所以表现不尽如人意,主要原因在于:2005年是五粮液取消“拖带酒”政策的最后一年,因此,在五粮液每年一度的经销商大会上(12月18日召开),公司给经销商的统一奖励有所倾斜,由此造成高价酒主营收入异常;同时,公司突击性给每位员工发放了一定数额的奖金,亦造成了公司费用大幅上升。

陈逊认为,2006年第四季度,将不会再出现去年同期的这种异常情况,利润的增长将不再被费用所吞噬。多位券商研究员和陈逊持有同样的观点,在预测2006年五粮液的每股收益时,他们达成了惊人的一致:0.50元。理由是第四季度是销售旺季,而且2006年高档酒销售非常火爆,五粮液销售状况一直良好,如果出现2005年同比大幅下降的情况应该是不正常的。2006年前三季度,五粮液的每股收益为0.376元,这意味着他们希望五粮液交出的第四季度业绩不低于0.124元/股。

对此,陈林告诉记者,今年第四季度的业绩肯定比去年好。此外,在谈及2007年的经营战略时,她说,“今年我们依旧主打白酒,上市公司还是先把白酒做好再说,做好主业是根本。”陈林的表态似乎意味着,五粮液此前公告的收购普什集团的计划已暂时搁浅,因为收购普什集团将导致五粮液从事多元化经营(指普什集团2006年耗资3.8亿元所收购的绵阳新华内燃机股份公司逾90%的股权)。

陈林补充说,“我们将继续坚持发展中高价位的产品。对于我们的低价酒,我们采取提价减量,减少亏损。今后将继续落实‘1+9+8’品牌战略(即,1个世界级品牌——五粮液、9个全国性品牌和8个区域性品牌,集中打造18个品牌。其他还有20个左右的品牌,因为它们现在还能增加效益,只要能增效,就会存在。”

陈林同时称,对于大家关注的产能问题,五粮液已经提前解决了。但她亦坦陈,2006年高档白酒的销售量较2005年大增(2005年五粮液主品牌销量为6700吨左右,而2006年1~9月销量已经达到8100吨,业内预测全年将达1万吨,同比增长50%),中高端产品都有看涨,估计高档白酒今后的增幅没2006年高。

她说,“长久来看,白酒市场可能会萎缩一部分,然后再趋于稳定。不过,白酒将始终存在,因为喝白酒是中国人的饮食习惯和文化。中国的酒文化,就跟中餐一样,是会一直发展下去的。白酒行业不是朝阳,也不是夕阳。”

五粮液股份主要关联交易

关联交易方	2005年		2006上半年	
	采购货物及接受劳务	销售货物及提供劳务	采购货物及接受劳务	销售货物及提供劳务
四川省宜宾普什集团	805.1	260.4	789.1	2.0
五粮液集团安吉物流公司	47.7	0.3	32.2	NA
四川省宜宾五粮液集团有限公司	263.8	0.4	152.3	NA
四川省宜宾环球集团有限公司	223.4	NA	198.9	NA
四川省宜宾丽彩集团有限公司	179.8	NA	97.6	NA
四川省宜宾五粮液集团进出口公司	20.6	2433.3	13.9	2535.3
合计	1540.4	2694.3	1284.0	2537.3
占成本和营业、管理费用比重	47.99%		67.40%	
占主营业务收入比重	41.98%		57.71%	

(资料来源:公司相关财务报告)