2007年食品饮料行业

寻找增长超预期的奶酪

□申银万国证券研究有限公司
姚宗辉、赵金厚

在2007年，食品饮料业将延续高速增长主旋律。在这样的预期面前,关键是如何从增长超预期的驱动因素入手,来寻找那些业绩增长能够超过预期的“奶酪”。

食品饮料行业作为国民经济的重要支柱产业，它的发展不仅关系到国计民生,而且涉及农业、工业和商业流通领域,根据食品行业“十一五”规划,到2010年,食品工业总产值将从2005年的20345亿元增加到40900亿元,年均增长15%,利税总额从2005年的3365亿元增加到6768亿元以上,年均增长15%,食品工业产值与农业产值之比从2005年的0.5:1提高到0.8。

2007年至2010年,整个食品行业面临着较好的发展际遇：国民经济持续快速发展和城市化水平的提高，给食品工业发展创造了巨大的需求空间；农业结构调整和产业化进程加快，为食品工业提供更加丰富的优质原料;西部大开发、振兴东北地区等老工业基地、促进中部崛起和建设社会主义新农村等重大发展战略，为食品工业创造了新的发展机遇;国家重视发展循环经济,为食品工业发展营造了良好的宏观环境；全球经济和区域经济一体化进程的加快，为我国食品工业在更大范围内配置资源、开拓市场创造了条件。2007年,在建设“和谐社会”和社会主义“新农村”的大主题下,与之关系密切的食品饮料行业有望继续取得较好的发展势头，人均收入的提升（尤其是农村居民可支配收入的提升)、城镇化进程的持续深入、对食品消费质量诉求的提升等将带动对葡萄酒、中高档白酒、啤酒和黄酒等酒精饮料、安全肉制品、健康乳制品等的需求，而且这种消费需求的增长将是一个长期的慢热过程,具有较强的持续性。

因此，预计2007年食品饮料行业仍将继续维持快速增长的势头,销售收入增速和利润总额增速在20%左右。“十一五”期间,那些能够积极适应消费升级、注重品牌培育、大力进行渠道建设、改善管理绩效、以市场为导向的优质龙头企业将获得更好的发展机会。

2007年食品饮料行业增长超预期的驱动因素包括三方面因素。

增长超预期的驱动因素

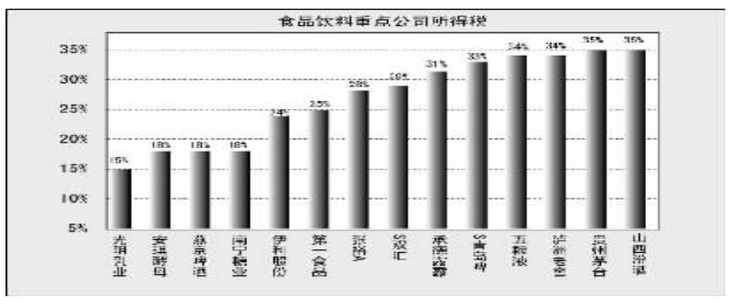
驱动因素之一:行业环境变化—消费安全

——消费安全助推行业“马太效应”龙头公司市场占有率不断上升
——消费安全是食品饮料业首要“关键词”
——国家出台相应法规和标准,影响行业竞争环境和发展趋势
——消费选择向品牌企业集聚,行业龙头强者恒强
——政策性投入增加,将为相关行业(如兽用生物制品业)带来发展机遇

驱动因素之一:行业环境变化-结构调整

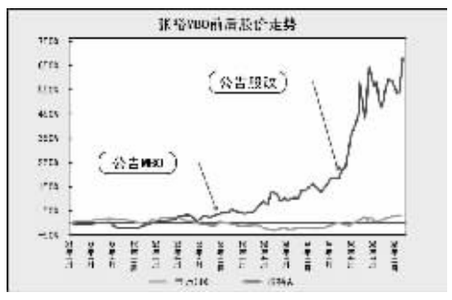
驱动因素之一:行业环境变化-两税并轨

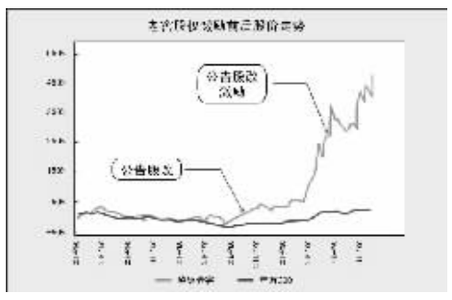
——两税并轨将使重点公司业绩整体提升8.04%

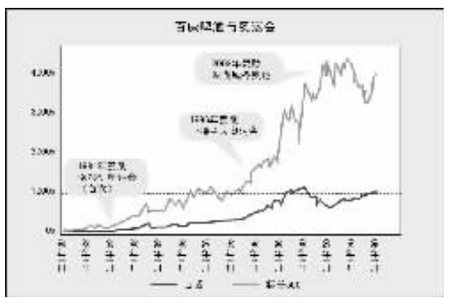


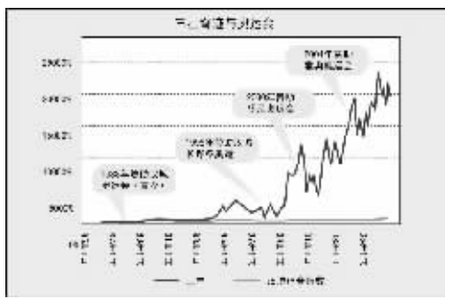
驱动因素之二:公司行为变更

——股改和股权激励将成为公司行为变更的源动力
管理层激励与ROE、净利润增长率、市值考核
公司治理的改善(如信息披露透明度)
——行为变更与二线公司可能的咸鱼翻身
通葡股份:MBO+新华联营销团队+高端产品“国宴1959”、“雅仕樽冰酒”
新天国际:战略收缩突出主业(剥离商贸、停止房产开发)+葡萄园基地进入优质高产期
沱牌曲酒:“舍得”高档文化酒+5万吨优质基酒储备









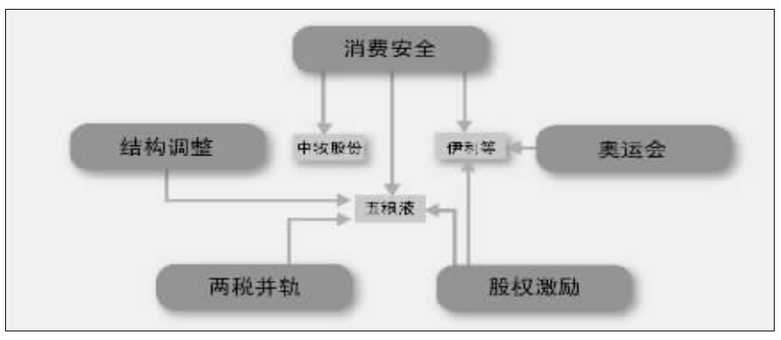
驱动因素之三:重大事件影响

2008年北京奥运会将举办,食品饮料行业中有不少公司已成为这一盛会的赞助商。2008年北京奥运会作为重大事件,将驱动其赞助商公司的超预期增长。研究报告以三星、百威为例,分析了奥运会对它们超预期增长的作用。

2007年主要子行业增长超预期驱动因素

驱动因素	受益子行业
消费安全	食品饮料各子行业、动物药品
结构调整	高档白酒、葡萄酒、啤酒、黄酒
两税并轨	高档白酒
重大事件	啤酒、葡萄酒、乳制品

增长超预期驱动因素案例



五粮液(000858):

收购普什和股权激励两大不确定因素的消除将使公司业绩增长超出预期

2007年五粮液销量预计将达1.2万吨,未来产能利用率提升有充足空间

估值折扣与价值回归

伊利股份(600887):

乳制品行业持续增长,竞争向具有资源、品牌优势的龙头企业倾斜

公司产能扩张即将见效，乳制品产销规模将由250万吨增至400万吨左右

奥运因素、股权激励可能使业绩增长超出预期

中牧股份(600195):

兽用生物制品业龙头,动物疫苗产品齐全,主要畜禽疫苗销售规模居全国第一

业绩增长依赖新产品上市（如宠物疫苗、喹烯酮等)和禽流感疫苗市场份额增加(定点生产企业由9家减少为6家)

简化选股思路：产品+经营团队+销售额

◎公司经营是均衡各方利益的艺术,关键看公司高管如何把握利益天平。
◎给食品饮料公司按产品、团队、销售额三项分别五分制打分。合计分值高的公司看成长性,长期持有,预计它们的股价变化将是一步一个台阶的上扬(业绩与估值齐飞);合计分值低的公司看改善空间,当管理层展露信心时,其股价有可能出现一次性大幅上扬，而后则要看该公司的改善能否落到实处,成则进入成长股之行列,败则继之以大落

□招商证券研究所 朱卫华 黄珺

为什么五粮液2005年年报大跌眼镜,2006年1季报旋即闪亮登场，其后利好不断?为什么茅台酒市场价一路攀升,而公司还按价不动？为什么泸州老窖还没有做出股权激励,业绩与股价就连续攀升?为什么第一食品一会铆足劲要业绩预增，一会又大幅计提减值准备？从公司经营的角度,可以对这些疑问予以解答。

公司经营是均衡各方利益的艺术

消费品公司要做好主要看人的水平,公司所处环境中内外有很多主体,他们都或多或少对公司经营产生影响,公司经营是均衡各方利益的艺术,如何均衡,就看处于核心位置的公司高管怎么做了。

相比五粮液，为什么你更看好茅台呢?标准答案应该是:两家公司都是非常好质地的公司，关键看公司高管如何把握利益天平，如果利益天平多偏向股东一方,就说这家公司更好,反之则不好,谁能令各方面都满意则是上佳公司,此其一;其二是证券市场是个放大器,它可以将一点点差异放大三十倍，所以市值上有点差距很正常，就是应该给优秀公司溢价;其三,换个角度看,做得不好的公司实际也潜藏着巨大投资机会，如果什么时候它的高管有意将利益天平往股东方面多偏一点了,“改善”空间就非常可观了。五粮液就是正经历着这一改善,它是改善类中的首推品种。

选股思路的简化

简化选股思路,首先看产品,其次看经营团队,最后看销售额。

三步选股思路与上述产品层、经营层、战略层相对应,核心是经营团队的能力,而产品是证明其能力的最表观物质,所以是出发点,销售额则表明有多少消费者的认可,销售额的不同阶段应以不同的策略来投资,该指标仅是对公司战略地位分析的一种简化,从销售额层级体系来看,可以发现:它是食品饮料行业经验数据,经研究认为它适用于白酒、啤酒、葡萄酒、黄酒、乳业、矿泉水等各子类。

销售规模层级理论

销售额	市场影响力
100亿元	全国性品牌忠诚度
10亿元	区域性品牌忠诚度
3亿元	中心城市品牌忠诚度
2亿元	品牌美誉度
1亿元	品牌知名度

我们给主要的食品饮料公司按产品、团队、销售额三项,分别按五分制打分。合计分值高的公司看成长性,长期持有，预计它们的股价变化将是一步一个台阶的上扬（业绩与估值齐飞)；合计分值低的公司看改善空间,当管理层展露信心时，其股价有可能出现一次性大幅上扬，而后则要看该公司的改善能否落到实处，成则进入成长股之行列，败则继之以大落,其“改善”的核心点实际就是表中分值低的地方(改善共成长一色,两种主题都值得重点跟踪)。

部分食品饮料公司分值表

	产品	团队	销售额	合计分值
贵州茅台	国酒,老四大名酒之一,资源稀缺(5分)	团购增长快,价格策略有效,上市公司完美而集团多元化低效(4分)	贵州、河南、北京、山东等地形成忠诚度市场，中部省市销售增长快(5分)	14
五粮液	国酒,老八大名酒之一,礼品酒杂乱，部分主动权操控于经销商之手(4分)	辉煌历史证明其团队能力过人,但一度自满让对手赶上,目前公司开始务实;关联交易待解决(3分)	北京、上海、广东等东部沿海地区形成忠诚度市场(5分)	12
泸州老窖	百年窖池，老四大名酒之一,资源稀缺;国窖1573品牌成功塑造(5分)	团队年轻化(新老换代)、完成股权激励,营销理念先进(5分)	最大市场北京、河北正由产品知名度阶段迈向美誉度阶段(3分)	13
山西汾酒	老四大名酒之一，然以中档酒为主，高档酒比重小(4分)	上市公司在集团领导下的一盘棋,人事略显零乱(3分)	山西、河南形成忠诚度市场,并向华北、东北发展(4分)	11
水井坊	在老名酒全兴上另起炉灶，水井坊闪亮登场(4分)	产品塑造、营销思路有创新性,团队稳定性知之不详(4分)	最大市场广东没有达到忠诚度，目前也没有数据表明该市场销量能继续扩大(2分)	10
张裕	产品高端努力有成效,然品质尚待提高，品质更多的决定在葡萄原料(4分)	高端客户开发很有效,品牌塑造成功,全员持股(5分)	福建、山东形成忠诚度市场,东部沿海地区销售仍提高较快(5分)	14
新天国际	尽管其自称品质过硬,然品牌体系紊乱，过去低端品牌定位有碍目前高端产品的发展(3分)	管理团队一再变更,据了解公司与最新一任空降经理人签订了长期协议(2分)	新疆、北京市场重头再来(1分)	6
通葡股份	冰酒横空出世需待消费者认同(1分)	新华联有打造金六福酒之神勇历史(5分)	跨出东北小市场，另觅新区域(1分)	7
第一食品(石库门)	海派黄酒，经典时尚(5分)	酿酒公司管理团队一流,但会遭遇较多行政性掣肘(3分)	上海形成忠诚度市场，目前拓展苏南市场(5分)	13
古越龙山	浙派黄酒龙头，然品种繁杂,存货重估(3分)	公司仍采取品种有收有放的试错法(2分)	浙江忠诚度市场有退化,公司加强上海市场投入(2分)	7
伊利股份	常温奶市场空间大，公司发展速度快，然高端品开发与酸饮料发展不及蒙牛(4分)	激励到位后将有助于公司改善治理结构(5分)	常温奶在国内相当地区形成忠诚度，但影响力有些落后蒙牛，奥运会营销是其比拼蒙牛的重要手段(5分)	14
双汇发展	火腿肠成熟期，低温肉与冷鲜肉导入期(4分)	股权转让外资后将有助于公司改善治理结构(5分)	火腿肠在大部分市场形成忠诚度,但低温肉、冷鲜肉仍需大量营销环节投入(4分)	13
承德露露	品名与品牌名成功合一,特殊口味能网罗住一批忠实消费者，产品定位不够年轻化(4分)	原管理层不积极,公司与原集团斩断联系耗资巨大,新股东还未取得董事会话语权(2分)	在黄河以北形成忠诚度市场(5分)	11

“两税合并”利好16家食品饮料企业

◎食品饮料行业大部分企业税率33%,将从名义税率下降中受益。剔除亏损企业后,执行名义税率33%的公司16家,平均实际税率36.2%,高于25%所得税率,对这些公司而言两税合并将属重大利好。
◎名义税率为15%的企业6家。平均实际税率22.0%,后者主要以啤酒类公司,有先进技术企业(比如光明乳业)和西部地区的税收优惠企业(比如西部偏远地区酒类企业)为主,预计仍将享受税收优惠,税改对其影响不是特别大。
◎从受益于税率降低的公司来看,泸州老窖、贵州茅台、五粮液、山西汾酒净利润增长幅度超过10%,张裕A、伊利股份、双汇发展的净利润增长在9%左右。

□国泰君安证券研究所
赵宗俊、乔奕

《中华人民共和国企业所得税法（草案）》去年12月24日提交十届全国人大常委会第二十五次会议审议。草案规定,统一后的内资、外资企业所得税税率为25%。新税法将法定税率水平确定在25%,对外资企业的过渡期设定在3~5年,并将税收优惠转向以产业优惠为主,地区优惠为辅。食品饮料行业大部分企业税率33%,将从名义税率下降中受益。剔除亏损企业后,执行名义税率33%的公司16家,平均实际税率36.2%,高于25%所得税率,对这些公司而言,两税合并将属重大利好。

预计“两税合并”草案将于2007年3月可以递交人大会议讨论,通过的可能性极大，具体实施可能要到2008年1月。目前在扣除税收优惠后,内资企业实际所得税税负平均为25%左右,而外资企业实际所得税税负平均仅12%左右。外资企业实际税负仅为内资的一半左右。税负上的差距,使得内资企业在技术更新、规模扩张以及发展后劲方面的竞争力明显落后于外资企业。

食品饮料行业大部分企业税率33%,将从名义税率下降中受益。剔除亏损企业后,执行名义税率33%的公司16家,平均实际税率36.2%,高于25%所得税率,对这些公司而言两税合并将属重大利好。名义税率15%的6家,平均实际税率22.0%,后者主要以啤酒类公司,有先进技术企业(比如光明乳业)和西部地区的税收优惠企业为主（比如西部偏远地区酒类企业),预计仍将享受税收优惠,税改对其影响不是特别大。

从受益于税率降低的公司来看,泸州老窖、贵州茅台、五粮液、山西汾酒净利润增长幅度超过10%，张裕A、伊利股份、双汇发展的净利润增长在9%左右。

需要指出的是，第一食品税率为15%，但是主要利润来源上海金枫酒业执行的是33%税率,因此两税合并对第一食品影响不是特别大。另外还需说明的是:母公司虽执行33%所得税税率，但并表的子公司有可能享受税收优惠，执行15%所得税税率;而母公司享受税收优惠，不代表其全部并表利润都是这个税率，可能部分子公司实行33%税率。

不同名义税率食品饮料上市公司平均实际税率、净利润总额

上市公司	名义税率	家数	平均实际税率	净利润(亿元)
白酒	33%/15%	10/2	37.60%	23.30
葡萄酒	33%/15%	2/0	29.34%	3.14
黄酒	33%/15%	1/1	24.16%	1.96
啤酒	33%/15%	1/2	26.69%	6.08
乳制品加工	33%/15%	1/1	25.39%	5.05
屠宰及肉类加工	33%/15%	1/0	32.21%	3.71

数据来源:WIND资讯（注:剔出亏损企业,以2005年报数据计算）

重点公司2005年度名义税率、实际税率及税改后净利润增幅

上市公司	名义税率%	实际税率%	净利润增加幅度%
泸州老窖	33	62.53	38.58
贵州茅台	33	39.12	12.42
五粮液	33	33.19	16.12
山西汾酒	33	38.60	27.43
张裕A	33	29.33	9.40
古越龙山	33	55.47	13.39
伊利股份	33	30.95	8.87
双汇发展	33	32.21	9.84

数据来源:WIND资讯
（注:泸州老窖以2006年前三季度数据计算净利润增幅13.27%）

计算方法:

所得税名义税率均为25%;税前列支、资产税务处理不变;不考虑税收豁免期;
净利润增长=△名义税率×应纳税所得额=（税改前名义税率-25%）×（所得税÷税改前名义税率）;
净利润增长幅度=增长的净利润÷净利润=（税改前名义税率-25%）×所得税÷（税改前名义税率×净利润）