

Companies

高成本“危机”? 食品业投资价值面临重审

◎本报记者 于兵兵

就在市场还流连于食品涨价这一简单现象时,一场与成本有关的资本价值再发现过程正在食品产业链各个环节生成。

“成本压力确实太大了”,这是多个大型食品企业在接受记者采访时统一的“倒苦水”口径。今年前七个月,中国居民消费价格总水平(CPI)的涨幅在画出一个优美的上扬曲线后,于7月达到十年来的历史最高,其中食品价格上涨成为最重要的拉动因素之一,仅猪肉一项截至8月中旬达到了79.4%的同比涨幅。受此影响,一大批在食品产业链中下游发展的企业受到了前所未有的成本上升压力,相继发布的企业年中

业绩报告对此已经体现无遗。

“年初时,很多风投将食品类企业作为中国现阶段最重要的投资领域之一,但随着成本收益结构的变化,这一类企业的投资前景考量将出现分水岭。”一位风险投资人告诉记者。

根据上海证券报记者的深入调查,投资人对食品企业成本上升问题的关注度正逐日升温。但公募市场和私募基金投资人的价值判断又有所不同。其中,对于已经上市的食品类企业,无论是中小投资者还是机构投资者,正努力挖掘能够对冲成本压力的潜力股票,“从这一意义上说,这反而是价值再发现的机会。”天相投资食品业投资专家施建刚称。而对于正在酝酿上市,或正与风

险投资展开合作谈判的食品类企业而言,成本上升压力似乎并未影响投资人的热情。一位专门服务于食品行业融资的资深市场人士透露,近期,位于河南、内蒙古、福建的三个大型食品企业招募风投进程正如火如荼地展开,风投蜂拥而至的场面不亚于当年对雨润和双汇的追捧。

“危机就是危险和机遇。”一方面,对食品行业未来市场空间的看好抵消了风投对成本上升的考量,另一方面,这些企业在行业内都有差异化的市场定位。”上述专家向记者解释,并透露其中一家内蒙古的羊肉和羊奶制品加工企业已经吸引了软银、贝恩等众多世界顶级风投的青睐,“一旦做成,将是食品行业在资本市场的又一出重头戏。”



成本曲线 陡峭的上升通道

食品类原材料上升的现象从今年年初开始蔓延,到今年五月被市场关注,并在近期达到峰值。面对刚刚公布的7月份CPI指数涨幅创下10年来最高,国家发改委不得不在上周出面专门表态,目的是平息有关农产品价格将引发全面通胀的争论,并最终将这种上涨定性为“结构性”、“恢复性”上涨。

数据显示,截至8月14日,我国玉米收购价同比上涨14.6%,食用油按菜籽油、大豆油、花生油分类,涨幅分别为44.4%、42.6%和35.2%。而更多消费者都认同50%以上的同比涨幅。最令市场感到“触目惊心”的还是猪肉价格的上涨,截至8月14日,36个大中城市的猪肉(精瘦肉)零售价格同比上涨79.4%。

在一组组看似冰冷的数据背后,是食品类企业因成本压力上升而或煎熬、或思变的产业布局调整。

“2007年上半年,受国内生猪疫情频繁发生、饲料粮价格不断上涨、生猪养殖成本逐步攀升的影

响,国内肉类行业遇到了前所未有的猪肉涨价形势,猪价高、猪源少、肉价高、涨价时间长、涨幅大、影响面广,肉类行业出现资源短缺,供需矛盾突出,加之其他原辅材料价格上涨的综合影响,给公司上半年的生产经营造成了极大的压力。”国内著名肉制品加工企业双汇发展在年中业绩报告中如此陈述。

从已经披露的部分食品类企业2007年半年报中可以看出,成本上升对企业毛利率的影响相当明显。

双汇发展半年报显示,上半年,双汇发展营业额大幅上升,达到90.7416亿元,增长35.09%,但是营业利润涨幅却只有9.73%。综合毛利率为10.09%,比上年同期下降3.41个百分点。同时,猪肉储备大幅度减少,屠宰生猪量比去年同期下降33.88%。

利润增长情况是投资人考查公司股票投资前景的重要依据。如果众多企业遭遇成本大幅上升,利润率由此下降,投资前景遭受质疑应该是合理的逻辑推断。但是市场并非这样简单。



CPI涨幅在画出一个优美的上扬曲线后,于7月达到十年来的历史最高,其中食品价格上涨成为最重要的拉动因素之一,受此影响,一大批在食品产业链中下游发展的企业受到了前所未有的成本上升压力。

上市企业 投资价值面临重审

“香港投资者确实已经在考虑成本问题对食品企业的影响,进而调整他们的投资预期。最终被投资者认定影响较小的企业是那些有能力对冲成本压力的企业。”香港某投资机构食品行业研究人员告诉记者。

天相投资食品业投资专家施建刚总结,目前,投资人大致可以从三方面判定企业对冲成本压力能力和投资潜力,分别是成品定价权、毛利率结构调整能力、龙头企业营业额稳定增长能力等。

决胜定价权

所谓成品定价权,是指加工企业加工出食品成品后,能否在市场上主动把握价格杠杆,也就是提价。

“由于粮、油、肉等食品价格上涨,以上述产品为原料的制成品价格、餐饮价格也出现较大范围的上涨。”发改委价格司司长曹长庆说。但是,并不是所有企业都有“能力”提价。

“强势定价权”案例是高档白酒。“我刚从茅台调查回来,尽管一些粮食类涨价对他们的成本有所影响,但是没关系,茅台涨个几十块甚至一百块,都不会一定会将茅台消费者直接推向五粮液。”一位与证券分析人士称。这是在定价方面具有强势话语权的典型。

另一些可以掌握定价权的企业是同业竞争较少的企业,比如口味独特的餐饮连锁品牌。7月开始,肯德基、麦当劳相继上调部分产品价格,公司均表示对销售影响有限。另一家正与风投合作的中式餐饮连锁品牌也在6月中旬悄然提价。

“我们的几款套餐产品每套涨价5毛钱到1块钱,涨幅3%到4%。”但据上述餐饮连锁企业负责人介绍,这些涨幅并未影响产品销售,也没有影响正

在洽谈中的风投合作。

同业竞争较多的企业在定价权方面几无可发挥的空间。以乳品行业为例,近日,光明、蒙牛等企业仅对部分奶产品悄然提价,光明在华东市场的巴氏鲜奶涨价10%左右,蒙牛的经销商则通过缩小赠送额度的方式变相调整了价格。

“蒙牛没有统一调高出厂价,这些经销商促销手段的调整并非蒙牛公司的行为。”蒙牛集团相关负责人向记者解释了此前关于蒙牛价格上涨的报道,对产品涨价的谨慎态度表露无遗。

据知情人士介绍,乳品行业最大的成本原料是原奶。近期全国原奶市场普遍涨价,但因区域不同,涨价幅度有所不同。这就决定部分企业涨价,部分企业维持原价。其中,东北及内蒙古地区的原奶价格上涨3%左右,压力不是很大。但江浙一带因奶牛饲料成本上升较快,原奶两度调价,涨幅在4%到5%。这也是光明乳业首先调价的原因。

如果某个乳业巨头维持现有价格,一些中小企业甚至大型竞争对手很难单方面大幅调价。“在竞争日益激烈的乳品市场,定价权已经不能集中在某几家企业。”分析人士称。

毛利率结构调整能力

所谓毛利率结构调整,是指通过产业升级,推出高利润产品,或在流通渠道节省成本,以消解原材料价格上涨的压力。

双汇发展在公告中表示,面对成本上升压力,公司采取的办法包括:加强费用控制,节能降耗;以技术创新大力开发新产品,提升中高档产品的销售比例;利用集中采购,规模采购的优势,有效抑制原辅材料的涨价幅度等。

专家表示,其中最重要的方式是

通过技术创新等手段实现产业升级,以毛利率高的产品代替毛利率低的产品,成为销售主力,并进而拉升受成本上升影响的毛利率水平。

最典型的案例是蒙牛高档奶新品特仑苏的推出。“现在蒙牛中报还没有披露,我们不能透露成本变化和毛利率水平。成本压力确实很大,但有一点可以肯定,特仑苏的新品对毛利率贡献很大。”蒙牛相关人士告诉记者。

龙头企业抗压能力更强

投资者在判断食品类企业能否抵御成本风险的另一个依据是,该企业是否在行业内处于龙头地位。

根据康师傅(0322.HK)的年中报告,康师傅有效的成本控制及营业额的大幅增长是保证毛利率相对稳定的重要原因。

上半年,康师傅营业额超过15亿美元,同比上升35.23%,其中方便面、饮料和糕饼业务营业额分别上升38.87%、36.40%和6.57%。根据AC-Nielsen统计数据,康师傅方便面在中国方便面市场占有率为45.8%,持续居市场第一位。在高压袋面和容器面的市场占有率高达68.2%和63.4%。尽管面临棕榈油及面粉涨价带来的成本大幅上升,但康师傅上半年毛利率同比仅下降0.22个百分点。

成本压力给产业带来的另一个长远影响是兼并收购的增加。“在成本快速上升,售价又不能随即跟进的情况下,规模较大的企业具有更强的消化成本的能力,也更能抵抗较长时间的低价运行。长此以往,一些中小型企业将承受不住成本压力而倒下,这就为大型企业提供了更多可兼并收购的机会。”天相投资食品业投资专家施建刚称。

拟上市企业 风投热情不减

食品餐饮企业先与风险投资合作,再借力后者在资本市场的丰富经验实现资本市场公开挂牌上市。这是继蒙牛、汇源等企业按这一路径创造“资本神话”后,多个食品企业争相效仿的方式。

而正在遭受成本疯涨压力的食品企业还能无一例外地成为风投眼中的宠儿吗?这是个问题。

“以我的经验来看,风投对这类企业的投资热情目前还没有受到影响。”一位参与多个食品类风投资项目谈判的行业律师告诉记者。

消息人士透露,与双汇一同起家于河南漯河的另一家肉制品加工企业——河南汇通集团,已与风险投资进行了长达半年多的接触,从去年秋天开始,至少有五六十家大型投行纷纷跑到河南,希望与汇通达成合作。

“说句实在话,这些排名全国肉制品加工前十位的企业,其内部管理和机制与双汇、雨润还是有一定差距的,但风投却如此热捧,更说明他们对食品行业未来市场空间的看好。”知情人士称。

另一家位于内蒙古的羊奶和羊肉制品加工企业吸引了包括软银、贝恩在内的更多国际投资机构,投资者看好该领域的市场空缺以及产品本身营养价值符合消费升级的概念。“老外们对这些指标经过严格考量,并慎重提出的投资建议,令国内投资者更相信这一企业未来的发展空间。”业内人士透露,风险投资者异常兴奋,希望将这一企业打造成另一个令市场震惊的财富神话,一如当年的双汇和雨润。据了解,目前该企业已经选定一家美国风险投资机构。

除此之外,正在紧锣密鼓地布置在香港上市事宜的小肥羊集团相关人士告诉记者,机构投资者并没有因成本上升而改变对小肥羊的估值判断。相比之下,香港廉政公署对小肥羊受贿人员的调查反而更令投资者关注。但最终因小肥羊在内地火锅餐饮市场与其他竞争对手拉开大差距,加之此前收回外包贴牌分店、优化企业资质等努力,小肥羊在香港资本市场的认可度改变不大。

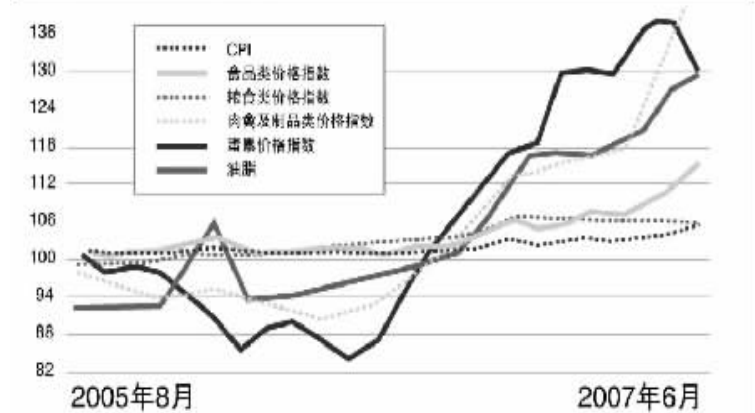
前述正在与风投洽谈合作的中式快餐连锁品牌负责人也告诉记者,合作事宜未受成本压力影响,“毕竟投资者考量企业时还要参考管理团队、企业机制、市场空间等多个要素。”

“经济大趋势向好,内需启动,消费升级,这些理由此前已经谈得很滥了,但是我不得不重申,这些依据是风投看好食品行业的第一动力。”一位风险投资人向记者表示。

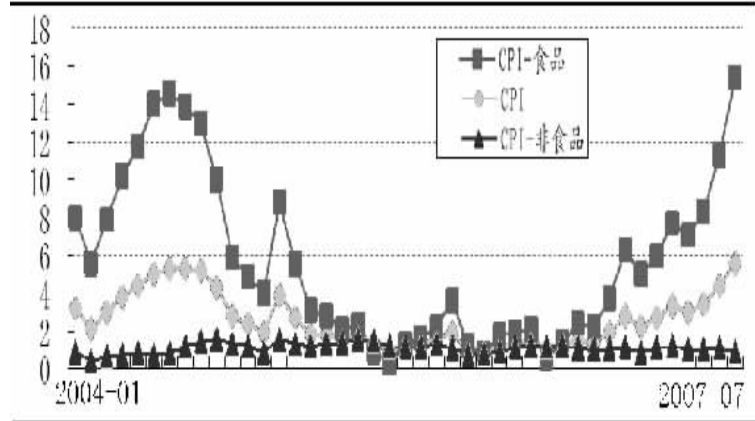
官方数据显示,2006年,中国社会消费品零售总额76140亿元,同比增长13.7%。专家表示,未来这一数字的变化则可能更为惊人,即以每年扩大万亿的速度增长,其中农村消费品市场增速更为突出。

推动中国消费升级并启动内需的另一个客观动力是人民币升值。源于人民币升值,金融专家与政府决策层在去年底开始即形成共识:只有实现出口、投资、内需三驾经济马车的均衡发展,才能抵御由过分依赖出口贸易带来的汇率变动。为此,中国宏观经济必然向鼓励内需方向发展。而在资本市场与实体经济联系日趋密切的今天,消费股的走势必然迎来高峰期。

CPI及食品类构成



CPI走势(2004年1月-2007年7月) 单位:%



链接

食品企业高估值:投资人的另一种担忧

◎本报记者 于兵兵

尽管成本上升幅度较大,但投资者对食品行业依然保持信心。在这一大环境下,另一个隐忧开始被投资者关注并屡屡提及。

“估值情况是投资者判断上市公司投资潜力的重要指标,而目前食品行业估值似乎过高了。”天相投资食品业投资专家施建刚认为。

专家介绍,去年6月份的时候,多数分析机构为2008年食品行业设定的估值(即市盈率)上限是30

倍左右。到目前为止,A股市场多数食品企业的市盈率已经动辄50倍、60倍。

至于该行业市盈率被拉到较高位置的原因,施建刚认为,与行业弱周期性和龙头公司稳定的盈利增长有关。

“从行业本身来看,消费升级和产业结构调整的事实是存在的。比如高档白酒的强势市场地位,健康饮品和健康食品受到市场追捧,都可以证明这一点。但是,在估值透支的情况下,未来食品行业估值要想

再实现资本市场的大幅拉升,就变得较难了。”专家介绍,也正是因为食品行业提前透支了估值水平,从今年年初开始,食品行业龙头企业的市值增长较其行业略显缓慢。

但是,也有分析人士认为,并非所有食品企业都透支了未来的升值空间。“虽然现在的市盈率预期达到60倍甚至70倍,但今年中报及年报数据出来后,我们仍然会看到一些企业大幅的利润增长数据,这些数据会重新将市盈率预期拉回到合理水平。”一位食品上市公司人士称。

主要食品饮料公司估值比较

名称	市值(美元)	8月1日价格	净资产回报率(07)	净资产回报率(08)	市盈率(07)	市盈率(08)	市销率(07)
蒙牛乳业	4,960	27.2	24.53	24.89	37.78	30.22	1.77
雨润食品	1,713	7.95	20.86	21.65	21.65	23.20	1.50
中国食品	1,749	4.9	10.61	12.01	28.82	23.33	0.97
汇源果汁	1,888	10.2	9.81	8.75	42.50	31.78	5.54
张裕B	4,003	44.01	26.78	32.77	40.01	30.35	11.53
承德露露	751	29.89	16.02	19.89	61.63	43.32	3.82
河南双汇	376	48.96	25.26	22.75	41.53	42.03	1.52

资料来源: bloomberg,招商证券(香港)预测