

增值税改革或增厚业绩近三成

事件：

根据媒体报道，国税总局正会同相关部门研究结构性减税的具体内容：主要有：增值税赋较重的产业，比如一些没有抵扣的农产品加工业等；

另外，国家税务总局在今年7月25日发布了《国家税务总局关于部分行业试行农产品增值税进项税额核定扣除管理办法的公告》（征求意见稿）乳制品、食用油企业将率先试点实行“农产品进项税额核定扣除”，以减轻农产品加工企业的增值税负担。（见附注）

研究结论

● 农产品加工业增值税改革渐行渐近。

7月公布的《办法》征求意见稿中即明确提出为鼓励农产品加工增值，提高国际竞争力，促进农产品加工行业的发展，增值税改革将按照先易后难的原则逐步推开。近期，政府也在多个场合提及结构性减税，农产品加工行业多以小企业为主，也符合国计民生的发展方向，预计增值税改革范围将扩大到整个农产品加工行业。

● 洽洽食品业绩或增厚近三成

一方面以葵花籽、花生为原材料的食用油加工业已明确列入增值税改革范围，我们有理由相信洽洽食品将纳入改革范围

另一方面从业绩弹性角度看，由于部分农产品加工企业已享受增值税优惠或销项税为13%（如好想你的主要产品），洽洽食品好于其他上市公司。根据国税总局公布的计算方法，我们假设产品售价不变，在27%的毛利率情况下，增值税改革将提高公司毛利率2.1个百分点至29.1%，而目前洽洽食品净利率仅7%，即理论上可增厚公司业绩29%左右。如果有相关的政策出台，公司股价或有不错表现。

估值与投资建议

考虑到增值税改革政策的不确定性，我们维持预测公司2011-2013年EPS分别为0.79、1.03、1.41元，三年复合增长率为34%。目标价30元，对应2012年的PE为29倍。基于公司在传统坚果炒货行业的优势和进军休闲食品领域后迎来的高增长，以及利用超募资金可能并购优质资产，我们维持公司的买入评级。

风险提示：食品安全问题；原材料价格波动风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

徐卫

021-63325888-6093

xuwei1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210080004

李淑花

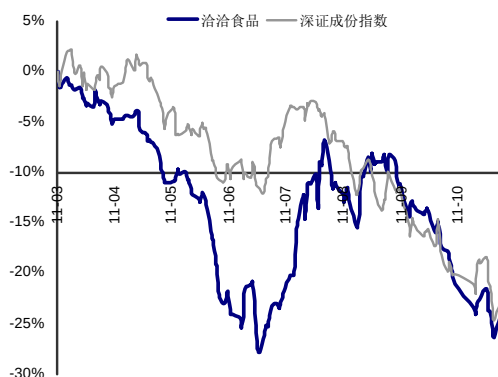
lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2011年11月9日）	26.85元
目标价格	30.00元
总股本/A股（亿股）	2.6
A股市值（亿元）	69
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2011年11月10日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2144	2855	3494	4274	
同比(%)	30%	33%	22%	22%	
归属母公司净利润	152	206	267	368	
同比(%)	50%	36%	29%	38%	
毛利率(%)	27%	27%	28%	29%	
ROE(%)	29%	8%	10%	12%	
每股收益(元)	1.01	0.79	1.03	1.41	
P/E (倍)	21.8	27.8	21.5	15.6	
P/B (倍)	6.3	2.2	2.0	1.9	

相关报告

时间

《休闲食品航母呼之欲出》

2011-6-21

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

重要研究回顾

国庆假期我们调研了 3 座不同类型城市的 50 家卖场、超市及便利店，重点了解洽洽瓜子和其喀吱脆薯片的销售情况。详见表 1

表 1：草根调研情况

	上货家数	收银员知晓数	生产日期
洽洽瓜子	50	49	8 月为主，少量 7 月、9 月
其他瓜子品牌 1	19	19	7 月为主
其他瓜子品牌 2	11	13	6 月、7 月为主
洽洽喀吱脆薯片	39	23	7 月为主
乐事薯片	49	41	8 月为主，少量 7 月
薯愿薯片	43	27	7 月为主

注：以上调研范围相对较小，和全国的实际销售情况存在一定偏差，请投资者注意！

资料来源：东方证券研究所

我们重点了解 3 方面的内容：

- **从主要的产品的上架率来看**，所调研的 50 家店铺里均有洽洽瓜子产品，一线城市其他瓜子品牌较多，价值略县激烈，三四线城市的卖场、超市中往往只有洽洽的葵瓜子产品。薯片方面还是乐事占据了大部分货架，好丽友的薯愿和洽洽的喀吱脆产品相对不太容易找到，尤其在三四线城市部分店铺可能没有铺货。
- **从知名度来看，我们用收银员知晓数来衡量**，调研时通过询问收银员是否知道某类产品的方法可能有局限性，但一定程度上也可以来体现公司产品的宣传力度和口碑。洽洽的葵瓜子产品再次明显的表现出优势。
- **我们通过查看产品生产日期来判断产品是否畅销**，货架上的洽洽瓜子产品多为 8 月生产，在一线城市甚至大部分都是 9 月份生产的，似乎可以说明洽洽瓜子十分旺销；薯片类产品整体生产日期较为靠后，即便是乐事薯片总体以 8 月为主，但也偶尔可以找到 5 月生产的产品，整体上薯片产品较瓜子类品牌更多，分类更细，同一种包装不同口味近十种，一些品牌甚至有去年生产的薯片产品还在货架上。

名副其实的炒货龙头，品牌、渠道优势明显：通过草根调研我们坚定了看好公司的信心，洽洽已几乎成为瓜子的代名词，凡是有卖瓜子的地方几乎都有洽洽，公司瓜子产品的成长空间在于一二线城市保持和其他品牌的优势，三四线城市夺取散装瓜子市场，并坚持渠道下沉。借助现有的品牌和渠道优势，西瓜子、豆类、坚果类产品如果有所突破，公司仅仅靠坚果炒货既可实现每年 30%以上的增长。

销售情况不错，四季度炒货销售或超预期：从公司瓜子产品生产日期多为 8 月份不难看出瓜子销售较为理想，在公司进一步加大中高端产品如葵珍的销售力度后，预计下半年主要炒货产品收入增速将加快。

附注：

新闻一：

<http://tj.focus.cn/news/2011-11-04/1568462.html>

国税总局将坚决推行房产税 农产品加工业也要减税

[提要] 10月3日媒体报道称，有接近国税总局的消息人士透露，国税总局正会同相关部门研究结构性减税的具体内容。同时，作为未来地方税务的主要来源，无论楼市走势如何，国税总局都会坚决推出房产税。

10月3日媒体报道称，有接近国税总局的消息人士透露，国税总局正会同相关部门研究结构性减税的具体内容。同时，作为未来地方税务的主要来源，无论楼市走势如何，国税总局都会坚决推出房产税。

据了解，国税总局会同相关部门研究结构性减税的具体内容主要有：“十二五”期间国家重点鼓励发展的行业，如战略新兴产业、服务业等；**增值税赋较重的产业，比如建筑业、一些没有抵扣的农产品加工业等；鼓励企业将减税部分做研发投入，确保研发投入占销售收入不低于一定比例。**

另外在10月27日的人大专题质询政府保障房政策时，财政部部长助理王保安曾表示，“我们要抓紧总结上海、重庆试行的经验，加快推进房产税的实施，以使它进一步发挥调控房地产市场的作用。”

新闻二：

http://news.xinhuanet.com/food/2011-07/26/c_121720712.htm

农产品增值税新规出台 乳业食用油企业减负4%

来源：大洋网-广州日报 作者：何颖思 刘俊 2011年07月26日 06:01

农产品加工企业，尤其是乳业和食用油业有望迎来“减负”的好消息。乳制品、食用油企业将试点实行“农产品进项税额核定扣除”，将减轻农产品加工企业约4%的税收负担。

本报讯（记者何颖思、刘俊）记者昨日了解到，近日国税局发布《国家税务总局关于部分行业试行农产品增值税进项税额核定扣除管理办法的公告》（征求意见稿，下简称《公告》）。

根据该《公告》，乳制品、食用油企业将试点实行“农产品进项税额核定扣除”，这不但可以减轻农产品加工企业约4%的税收负担，更意味着现行的抵扣方式发生根本改变。意见稿：

涉牛羊乳和食用油

昨日，记者看到《公告》显示，以牛、羊乳为原料经分级、净乳、杀菌、浓缩、干燥、发酵等加工制成的高温灭菌乳和巴氏灭菌乳和以食用油料植物经加工制成的大豆高温压榨油、大豆低温压榨油、菜子油、花生油、葵花籽油、芝麻油、玉米胚芽油、米糠油、棉籽油都将实行农产品进项税额扣除标准。

分析：企业可以减少 4% 税务负担

根据《公告》的征求意见稿，农产品进项税额扣除率将由现行的 13% 修改为纳税人再销售时货物的适用税率：纳税人销售的货物适用 13% 税率的，则扣除率为 13%，纳税人销售的货物适用 17% 税率的，则扣除率为 17%。

国税人士对本报记者分析，这次改革有多个原因，其一就是现行凭票扣税的规定往往引发“偷骗税”，比如向农民收购农产品时，虚开收购发票，多列金额数量，增加进项税额来偷税。有时明明是向企业购买农产品，但故意不索取增值税专用发票，而是自行开具农产品收购发票，使自己多抵扣税款。

其二，实行农产品进项税额核定扣除，同时将扣除率调整为产成品的适用税率，可以大大减轻农产品加工企业的增值税负担，有利于鼓励农产品加工增值，提高国际竞争力，促进农产品加工行业的发展。

记者了解到，如果按照《公告》征求意见稿的规定实施，有关企业就可以减少 4% 的税务负担，但最终《公告》何时实施仍静待公布。

国税人士：

当期采购额乘以 13%

得出抵扣的进项税额

昨日，一位国税人士对记者介绍，现行的农产品增值税实行“进项税额凭票扣税”（记者注：进项税额是指纳税人购进货物或应税劳务所支付或者承担的增值税税额）。农民销售自产农产品是免增值税的，并没有增值税发票，加工企业向农民采购农产品原料，只要凭“收购发票”就可以抵扣，而且是按照当期采购额，乘以 13% 的扣除率就能得出抵扣的进项税额。

“进项税抵扣”是增值税的一大特点，企业应缴的增值税实际上是销项税减去进项税抵扣后的部分。销项税是指销售货物时应缴纳的税金，进项税则是购进货物时所发生的税金。

国税总局《国家税务总局关于部分行业试行农产品增值税进项税额核定扣除管理办法的公告》（征求意见稿）

http://www.chinaacc.com/new/63_67_201107/26le1975565354.shtml

风险因素

食品安全问题

我们认为食品安全风险是食品饮料行业面临的主要风险。从近期出现的食品安全事件看，消费者和投资者往往会不计成本的抛弃出现问题的产品和股票，一旦出现食品安全问题，企业需要耗费大量的人力、财力和物力来恢复品牌形象。公司也非常注重食品的健康卫生，例如 2007 年中国国家质检总局抽查瓜子的酸价、过氧化值超标、微生物和甜味剂含量时，对洽洽瓜子点名表扬。但如果出现与公司相关的食品安全问题，其经营业绩和市场股价将不可避免受到较大的负面影响。

原材料价格波动风险

在目前的通货膨胀的环境下，公司主要生产原料价格有上涨的趋势，2008 年度、2009 年度、2010 年度瓜子类原材料成本分别占公司生产成本的 66.60%、69.45%和 71.18%。原材料价格主要受当年的种植面积、气候条件以及市场供求等因素的影响。如果原材料价格上涨，而产品售价保持不变，产品毛利率水平将会下降，会对公司的经营业绩产生不利影响。我们认为洽洽可以通过终端调价和调整产品结构缓解部分成本压力。但如果原材料价格的持续上涨对企业盈利直接构成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	816	2579	2559	2880	营业总收入	2144	2855	3494	4274
现金	192	1776	1589	1664	营业总成本	1951	2577	3136	3781
应收票据	2	2	2	3	营业成本	1558	2091	2516	3022
应收账款	42	63	75	90	销售费用	282	374	458	556
预付账款	46	92	123	159	管理费用	107	150	183	224
存货	531	630	761	951	财务费用	2	-42	-27	-26
非流动资产	406	629	937	1012	其他经营收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	248	435	654	684	营业利润	193	278	358	493
在建工程	46	59	103	124	营业外收入减支出	6	7	13	13
无形资产	92	123	165	190	利润总额	199	285	371	505
资产合计	1222	3208	3496	3892	减：所得税	37	68	93	126
应付项目	394	537	633	767	净利润	162	217	278	379
付息负债	170	0	0	0	少数股东损益	10	10	11	11
短期借款	170	0	0	0	归属母公司净利润	152	206	267	368
长期付息负债	0	0	0	0					
其他负债	84	0	0	0	成长能力				
负债合计	648	537	633	767	营业收入同比	30%	33%	22%	22%
所有者权益	574	2671	2863	3125	EBITA 同比	45%	21%	41%	40%
实收资本	150	260	260	260	归属母公司净利润同比	50%	36%	29%	38%
资本公积	57	1895	1895	1895	利润水平				
留存收益	318	463	650	907	销售毛利率	27%	27%	28%	29%
少数股东权益	48	53	58	63	销售净利率	8%	8%	8%	9%
负债和权益合计	1222	3208	3496	3892	整体绩效				
					ROE	29%	8%	10%	12%
经营活动现金流	60	238	297	363	ROIC	20%	18%	17%	21%
净利润	162	217	278	379	运营效率				
折旧摊销	38	58	89	96	应收账款周转率	54.6	54.4	50.7	52.1
营运资金变动	-140	-37	-70	-112	存货周转率	5.1	4.9	5.0	5.0
投资活动现金流	-88	-281	-397	-170	偿债能力				
资本支出	-79	-287	-395	-171	流动比率	1.4	4.8	4.0	3.8
长期投资	0	0	0	0	速动比率	0.5	3.6	2.8	2.5
筹资活动现金流	-7	1627	-87	-118	EBITA / I	156.0	-5.5	-12.3	-16.9
短期借款	-14	-170	0	0	资产负债率	53%	17%	18%	20%
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
普通股增加	0	110	0	0	EPS	1.01	0.79	1.03	1.41
资本公积	0	1838	0	0	每股净资产	3.50	10.07	10.79	11.78
其他	7	-151	-87	-118	P/E	21.8	27.8	21.5	15.6
现金净增加额	-35	1584	-187	75	p/B	6.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn