

[2009.06.28]

白酒提价始于中档

- - 山西汾酒提价点评

闫亚磊
86-22-28451975
yanyl@bhqz.com

核心观点

1. 白酒提价始于中档 山西汾酒打头阵

白酒提价预期强，中档酒先行。最近税务总局下发通知要求加强白酒消费税税基的管理，增强了市场对于白酒通过涨价转移消费税负担的预期。但是之前市场预期主要集中在贵州茅台等高端白酒公司，但是此次提价的品种反而为中档品，具体原因我们分析如下：经济不景气给中档酒的发展带来机遇，一方面高档白酒采取控量保价策略，为中档酒挤出增量空间，另一方面，消费者消费能力下滑提高中档酒的消费需求。

山西汾酒打头阵。山西汾酒发布公告：为适应公司发展战略需要，进一步理顺产品价格体系，根据目前公司产品市场供求情况，公司决定从 2009 年 6 月 26 日起对十年陈酿老白汾酒系列产品的对外售价在原价格基础上上调 10% 左右。

2. 提高山西汾酒的盈利预测和投资评级

之前我们对山西汾酒 09 年和 10 年的盈利预测分别为 0.75 元和 0.85 元，分别提高至 0.8 元和 0.94 元，目前 23.92 元股价对应的市盈率分别为 29.9 元和 25.45 元，估值基本合理。如果加强白酒消费税税基管理政策出台，汾酒是受影响最小的公司之一。公司整个产品结构偏中档，受经济下行影响较小。未来不排除其他老白汾系列酒提价，短期股价仍有上涨的空间，上调评级至买入。长期看，决定公司业绩发展的关键在于山西省外市场的开拓。

3. 关注其他提价预期强的中档白酒 推荐泸州老窖

建议投资者关注其他具有提价预期的中档白酒。推荐泸州老窖。泸州老窖有意将旗下的中档酒泸州老窖特曲打造成为出厂价 200 元，销量在 2 万吨的商务用酒。销量目前在 6000-8000 吨，实现 2 万吨短期较有压力，但是公司表示会在未来两三年内实现老窖特曲出厂价 200 元的目标，目前出厂价为 148 元，提价预期强烈。

另外，泸州老窖控股的华西证券 09 年业绩有望实现大幅增长。华西证券自营规模较小，主要收入和利润来自于经纪业务。

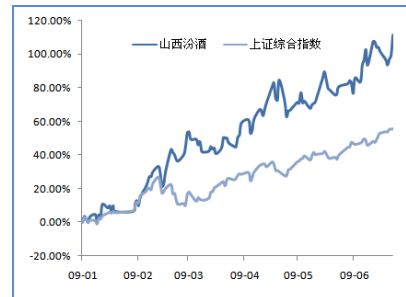
提高泸州老窖 09 年和 10 年每股收益预测至 1.19 元和 1.44 元，提高目标价至 32.75 元。维持之前的买入投资评级。

4. 风险提示：加强白酒消费税税基管理政策未定

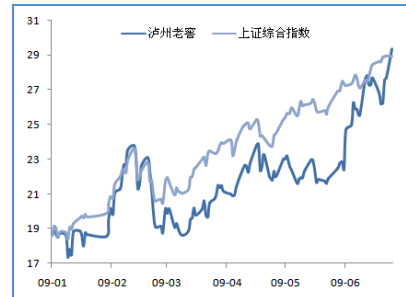
推荐公司

泸州老窖	买入
山西汾酒	买入

山西汾酒年初至今走势



泸州老窖年初至今走势



山西汾酒盈利预测表

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	172	542	993	1407	1842	营业收入	1847	1585	1901	2187	2624
应收票据	573	284	340	391	470	营业成本	422	373	440	493	591
应收账款	164	39	47	54	65	营业税金及附加	288	245	294	338	406
预付款项	14	15	15	16	16	销售费用	363	310	372	428	513
其他应收款	7	8	9	11	13	管理费用	92	149	179	206	247
存货	497	692	816	914	1097	财务费用	-4	-1	-3	-4	-6
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	22	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	5	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	330	421	405	385	368	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	98	53	42	41	45	营业利润	685	486	619	726	872
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-17	-42	0	0	0
无形资产	13	30	33	35	37	税前利润	668	444	619	726	872
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	252	129	173	203	218
资产总计	1886	2115	2706	3260	3959	净利润	415	315	446	523	654
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	360	245	347	407	515
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	56	69	99	116	140
应付账款	62	44	49	57	72	基本每股收益	0.83	0.57	0.80	0.94	1.19
预收款项	5	97	207	333	485	稀释每股收益	0.83	0.57	0.80	0.94	1.19
应付职工薪酬	46	64	64	64	64	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	336	244	300	300	300	成长性					
其他应付款	30	75	75	75	75	营收增长率	20.9%	-14.2%	20.0%	15.0%	20.0%
其他流动负债	0	0	0	0	1	EBIT 增长率	37.0%	-25.6%	21.5%	17.1%	20.0%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	38.0%	-31.8%	41.4%	17.3%	26.5%
负债合计	484	528	695	830	997	盈利性					
股东权益合计	1402	1587	2011	2430	2962	销售毛利率	77.1%	76.5%	76.9%	77.5%	77.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	19.5%	15.5%	18.2%	18.6%	19.6%
净利润	415	315	446	523	654	ROE	25.6%	15.4%	17.2%	16.7%	17.4%
折旧与摊销	30	35	60	63	65	ROIC	30.25%	22.65%	22.06%	21.39%	21.93%
经营活动现金流	76	590	505	558	606	估值倍数					
投资活动现金流	-61	-92	-35	-45	-55	PE	28.8	42.2	29.9	25.5	20.1
融资活动现金流	-228	-128	-19	-100	-116	P/S	5.6	6.5	5.4	4.7	3.9
现金净变动	-213	370	451	414	435	P/B	7.39	6.52	5.15	4.26	3.50
期初现金余额	385	172	542	993	1407	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	1.0%	1.2%
期末现金余额	172	542	993	1407	1842	EV/EBITDA	14.5	18.3	14.2	11.8	9.6

泸州老窖盈利预测表

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	444	704	1557	2911	4627	营业收入	2927	3798	4442	5422	6462
应收票据	161	529	608	743	885	营业成本	1261	1289	1465	1730	1992
应收账款	64	28	33	40	48	营业税金及附加	217	263	308	376	448
预付款项	568	61	62	63	64	销售费用	352	513	564	677	778
其他应收款	29	21	25	30	36	管理费用	168	227	255	305	367
存货	1239	1189	1351	1595	1837	财务费用	14	2	-4	-8	-14
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	-1	0	0	0
长期股权投资	789	1343	1343	1343	1343	投资收益	159	172	270	250	250
固定资产	518	791	747	700	654	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	423	57	44	42	46	营业利润	1063	1676	2124	2592	3141
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	1	-23	0	0	0
无形资产	177	299	284	268	252	税前利润	1063	1654	2124	2592	3141
长期待摊费用	6	0	0	0	0	减: 所得税	291	387	464	586	723
资产总计	4492	5093	6124	7806	9863	净利润	772	1267	1661	2007	2418
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	773	1266	1659	2005	2416
应付票据	397	156	177	209	240	少数股东损益	-2	1	1	2	2
应付账款	171	132	192	196	238	基本每股收益	0.89	0.91	1.19	1.44	1.73
预收款项	472	709	985	1323	1725	稀释每股收益	0.89	0.91	1.19	1.44	1.73
应付职工薪酬	58	72	72	72	72	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应交税费	241	376	300	300	300	成长性					
其他应付款	430	150	150	150	150	营收增长率	51.9%	29.8%	16.9%	22.1%	19.2%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	84.2%	62.0%	22.9%	26.2%	23.3%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	139.8%	63.7%	31.1%	20.8%	20.5%
负债合计	1781	1600	1877	2250	2725	盈利性					
股东权益合计	2711	3493	4247	5557	7139	销售毛利率	56.9%	66.1%	67.0%	68.1%	69.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	26.4%	33.3%	37.4%	37.0%	37.4%
净利润	772	1267	1661	2007	2418	ROE	28.5%	36.2%	39.1%	36.1%	33.8%
折旧与摊销	73	84	107	110	113	ROIC	24.89%	33.04%	34.06%	32.52%	31.03%
经营活动现金流	1229	814	1520	1838	2344	估值倍数					
投资活动现金流	-1256	-67	235	205	195	PE	31.2	30.5	23.3	19.3	16.0
融资活动现金流	-306	-487	-902	-689	-823	P/S	8.2	10.2	8.7	7.1	6.0
现金净变动	-333	260	853	1354	1716	P/B	8.91	11.06	9.10	6.95	5.41
期初现金余额	778	444	704	1557	2911	股息收益率	0.2%	0.1%	0.0%	1.8%	2.2%
期末现金余额	445	704	1557	2911	4627	EV/EBITDA	23.7	23.9	18.9	14.6	11.4

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电子信息行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	石化研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2792
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	通信、传媒、家电行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇时代大厦 602 603

邮编 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn