



短期业绩有负面影响，但估值优势仍在

强于大市

白酒消费税提高方案点评

分析师

刘金沪

电话：0755-83704943

邮件：liujh01@ghzq.com.cn

事件

7 月 24 日，国家税务总局发布关于加强白酒消费税征收管理的通知，此前市场广泛关注的白酒消费从价税从严征收方案终于出台，要点如下：

- 1、为保全税基，对设立销售公司的白酒生产企业，税务总局制定了《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，对计税价格偏低的白酒核定消费税最低计税价格。
- 2、白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50% 至 70% 范围内自行核定。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择与销售单位对外销售价格 60% 至 70% 范围内。。
- 3、已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销售价格持续上涨或下降时间达到 3 个月以上、累计上涨或下降幅度在 20% (含) 以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。
- 4、本办法自 2009 年 8 月 1 日起执行。

点评

除山西汾酒外，主要白酒企业利润均有不同程度影响

目前主要白酒销售公司结算价格均大幅度低于办法限定的真实出厂价 60% 的下限，按照 60% 标准征收的话除山西汾酒外，其余主要白酒公司都受到不同程度的负面影响，大致估算下来其中以浓香型白酒厂家影响最大。考虑到税负和效益较差的低端酒业务或许可以采取 50% 的因素，实际对净利润的影响要比对利润总额的影响低一些。

表 1 5 大白酒企业对消费税调整的影响

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊
主营业务收入	8,242	7,816	3,690	1,564	1,139
主营业务税金及附加	682	566	263	245	106
主营业务税金率 (%)	8.3%	7.2%	7.1%	15.7%	9.3%
消费税	488	423	194	211	78
实际消费税率 (%)	5.9%	5.4%	5.3%	13.5%	6.8%
销量估算 (吨)	13,000	76,000	70,000	16,000	4,500
从量税	13	76	70	16	5
利润总额	5,385	2,399	1,654	444	488
净利润	3,800	1,830	1,267	315	317
假定销售公司结算价格 为出厂价60%的从价消费税	989.04	937.92	442.764	187.68	136.62
新增消费税	514	591	319	0	63
对利润总额影响程度	-9.5%	-24.6%	-19.3%	0.0%	-13.0%
假定销售公司结算价格 为出厂价70%的从价消费税	1153.88	1094.24	516.558	218.96	159.39
新增消费税	679	747	393	24	86
对利润总额影响程度	-12.6%	-31.1%	-23.7%	-5.3%	-17.6%

资料来源：国海证券研究所

厂商可能提价保持利润，行业估值优势依旧存在

山西汾酒上月公告称，6 月 26 日起对主打产品十年陈酿老白汾酒系列产品的对外售价上调 10% 左右，掀开了中高端白酒涨价的序幕。中高端白酒随着宏观经济的复苏已经呈现出触底回升的态势，渠道利润丰厚的茅台早传出提价风声，市场也对其有一定的预期。白酒从价消费税上调对绝大多数厂商的利润挤压明显，相信大多数厂商会在市场接受的前提下逐步提高产品售价以寻求弥补税负水平提高带来的利润损失，但是否会对销量产生影响有待于观察。

而白酒子行业乃至整个食品饮料板块目前对市场的估值倍数都处于历史低位，即使按照整体 -10% 的影响来看对估值提升的影响有限，整体依旧可以保持在相对较低的倍数水平。而除了消费税从严征收外，白酒子行业已经度过了最艰难的时期，此次出台有些“第二只靴子落地”的味道，因此，我们依旧维持白酒子行业“强于大市”的评级。

表 2 食品饮料以及白酒子行业的估值动态来看有优势

板块名称	静态PE	09动态PE	09动态 PE估值倍数	流通A股 市值(十亿 元)	总市值 (十亿元)
白酒	41.79	31.2	1.22	285.7	320.6
食品饮料	64.53	33.18	1.30	422.5	563.0
全部A股	33.61	25.53	1.00	11,155.2	27,452.6

资料来源：Wind、国海证券研究所

时间：2009 年 7 月 24 日

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。