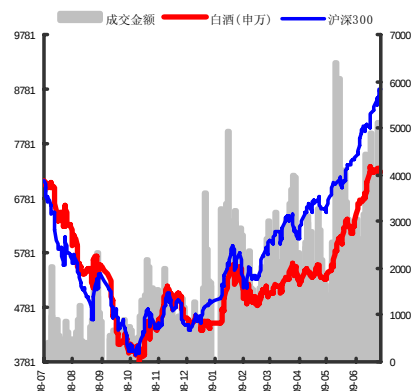


食品饮料行业

谨慎看好

2009 年 7 月 27 日

食品饮料行业近期市场表现



相关研究:

《基本面无忧，静待估值恢复——食品饮料行业 2009 年 7 月报》09/07/20

《估值恢复启动，产量全面向好——食品饮料行业 2009 年 6 月报》09/06/25

《防御性未现，估值优势尚不明显——食品饮料行业 2009 年 3 月报》09/03/03

执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686986

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686986

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

消费税调整尘埃落定，幅度略超预期

——白酒消费税调整点评

行业研究/点评报告

主要事件:

经核实，日前国家税务总局已发出《关于加强白酒消费税征收管理的通知》(国税函[2009]380 号)，并将于近期下发。通知中就白酒消费税最低计税价格核定管理办法作出了规定，相关要点如下：

- 白酒消费税最低计税价格核定标准：(1) 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高于销售单位对外销售价格 70%(含 70%) 以上的，税务机关暂不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在销售单位对外销售价格 60% 至 70% 范围内。
- 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。
- 本办法自 2009 年 8 月 1 日起执行。

投资要点:

- 调整尘埃落定，幅度略超预期。自 09 年 4 月 29 日，国家税务总局发布《关于加强税种征管促进堵漏增收的若干意见》(国税发[2009]85 号)，提出要加强白酒消费税税基管理，核定大酒厂白酒消费税最低计税价格，保全税基，增收消费税以来，有关白酒消费税调整的猜测就一直没有停息。不过，随着此次通知的发布，一切终于尘埃落定。与此前较为普遍预期的合理税基占企业对外销售收入 50% 以及增加征税项目的调整方案相比，此次细则规定的 60%-70% 的税基认定比例略超预期，短期内将明显增加白酒制造企业的税收负担，对白酒行业形成一定的负面影响。
- 原有基础不同，业绩影响不一。由于此前各白酒企业对其销售公司内部销售的折价程度不同，此次消费税调整对各家上市公司的业绩影响也

存在较大差异，之前避税程度越高的企业受到的冲击也将越大。据我们研究测算，对前五大白酒上市公司业绩影响由大到小依次为五粮液、泸州老窖、水井坊、贵州茅台和山西汾酒。其中，影响最大的五粮液，以 70% 的标准认定，对利润总额影响幅度可高达 35%；而影响最小的山西汾酒，以 60% 的标准认定时，则可对利润完全无影响。

● **提价预期再起，影响尚可冲销。**随着消费税调整方案的最终发布，有关白酒提价的预期再起。根据管理办法规定，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）以上时才需重新核定计税价格。据我们测算，以业绩影响幅度最大的五粮液为例来看，为冲销消费税调整的影响，公司仅需提价约 13%，远低于 20% 的标准。因此，不排除白酒企业通过提价等多种方式冲销消费税影响的可能。

● **投资建议：**此次消费税调整从短期来看，将对部分避税幅度较大的大型白酒制造企业形成一定冲击，但行业优势企业具有一定的价格传导能力，消费税调整的最终影响还需看各家公司的相应举措，故暂不调整盈利预测。另外，由于有关消费税调整的争论和猜测已历时许久，市场已部分消化了调整带来的负面影响，且行业估值仍处于较低区域，因而建议重点关注宏观经济回暖引起的消费回升以及产品提价带来的投资机会，维持行业“谨慎看好”评级。

● **风险提示：**宏观经济二次探底将抑制高端白酒消费。

表 1：消费税调整影响分析（单位：万元，吨，%）

	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	山西汾酒	水井坊
酒类营业收入	824,168.56	793,306.87	368,967.10	158,451.93	113,845.18
实缴消费税总额	48,840.79	42,274.53	19,414.09	21,132.79	7,789.62
酒类销量	14000	75800	62000	16000	4400
实缴消费税从量部分	1400	7580	6200	1600	440
实缴消费税从价部分	47,440.79	34,694.53	13,214.09	19,532.79	7,349.62
按 60% 计缴的从价部分	98,900.23	95,196.82	44,276.05	19,014.23	13,661.42
增加的消费税额	51,459.44	60,502.29	31,061.96	-518.56	6,311.80
增加的其他主营业务税金及附加	5,145.94	6,050.23	3,106.20	-51.86	631.18
对利润总额影响额	56,605.38	66,552.52	34,168.16	-570.41	6,942.98
按 70% 计缴的从价部分	115,383.60	111,062.96	51,655.39	22,183.27	15,938.33
增加的消费税额	67,942.81	76,368.43	38,441.30	2,650.48	8,588.71
增加的其他主营业务税金及附加	6,794.28	7,636.84	3,844.13	265.05	858.87
对利润总额影响额	74,737.09	84,005.27	42,285.43	2,915.53	9,447.58

利润总额影响幅度(60%)	10.51	27.74	20.66	0.00	14.23
利润总额影响幅度(70%)	13.88	35.01	25.57	6.57	19.37
需调价幅度(60%)	8.58	10.17	11.08	0.00	7.77
需调价幅度(70%)	11.40	13.03	13.97	3.63	10.57

资料来源：山西证券研究所（以 2008 年业绩计算）

表 2：行业重点公司估值情况

	最新价格 (元)	EPS (元)				PE (元)				PB	投资评级
		2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011		
泸州老窖	30.47	0.91	1.11	1.36	1.61	33.48	27.45	22.40	18.93	10.58	增持
燕京啤酒	15.58	0.42	0.48	0.59	0.52	37.10	32.46	26.41	29.96	2.71	增持
五粮液	23.76	0.48	0.72	0.96	1.07	49.50	33.00	24.75	22.21	7.14	增持
张裕 A	56.27	1.70	1.87	2.11	2.50	33.10	30.09	26.67	22.51	10.44	增持
双汇发展	40.68	1.15	1.42	1.71	2.05	35.37	28.65	23.79	19.84	9.62	买入
南宁糖业	16.46	0.09	0.37	0.70	0.69	182.89	44.49	23.51	23.86	4.02	增持
贵州茅台	147.00	4.03	4.69	5.63	6.84	36.48	31.34	26.11	21.49	11.14	买入
青岛啤酒	28.64	0.53	0.75	0.90	1.09	54.04	38.19	31.82	26.28	5.91	增持
金枫酒业	18.00	0.57	0.73	0.79	0.85	31.58	24.66	22.78	21.18	6.69	增持
山西汾酒	32.13	0.57	0.75	0.94	1.09	56.37	42.84	34.18	29.48	8.57	增持
*ST 伊利	16.31	(2.30)	0.54	0.77	1.04		30.20	21.18	15.68	4.48	增持
国投中鲁	12.89	0.41	0.31	0.41	0.55	31.44	41.58	31.44	23.44	2.54	中性

资料来源：山西证券研究所（截至 2009 年 7 月 27 日，泸州老窖、南宁糖业 EPS 选用市场预测均值）

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上

增持: 相对强于市场表现 5~20%

中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。