

动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

泸州老窖 (000568)

谨慎推荐

放弃华西证券增发快评

(维持评级)

2010年7月21日

放弃华西证券增发 老窖集中主业

分析师： 黄茂 huangmao@guosen.com.cn 0755-82138922 SAC 执业证书编号：S0980209080407

事项：

7月21日，泸州老窖宣布拟将华西证券增发权让渡于集团。华西证券拟增资扩股4亿股，融资16亿元，使净资本达到申请融资融券业务资格的要求。如增资扩股方案得以实施，公司在华西的持股比例将由34.86%下降至24.92%，但仍为第一大股东。集团将会持有近10%的股权成为第三大股东。

评论：

■ 放弃华西证券增发权有利于公司集中主业

截至2010年6月底，华西证券净资产达到38个亿，与融资融券业务资格所要求的50个亿净资本尚有较大差距。通过增发迅速达到融资融券门槛，维持在行业中的竞争地位是必然的选择。由于证券行业新设营业部门门槛降低，竞争态势恶化，佣金率呈现明显下降态势，华西证券价值未来必然会逐渐回落。公司选择此时逐步减少对华西证券的持股比例，集中力量做强主业，是有利于公司长期发展的。

■ 放弃华西证券增发权对公司业绩影响仅有3-4%

华西证券2010年上半年股票交易量同比上升5%，市场占有率从1.19%上升到1.22%；实现净利润4.8亿元，同比增长5%，实现投资收益1.7亿元，占上半年预计净利润的16%。如果公司在华西的持股比例将由34.86%下降至24.92%，对净利润有5%的负面影响。但是实际上考虑到10年仅有一个季度受到影响，和11年之后华西证券利润增长会显著低于白酒利润增长，对10年和11年EPS的负面影响，仅有3%和4%。对公司利润影响很小。

■ 公司中高端白酒保持较快增长态势

公司一季度白酒可比经常性利润同比增长45%，显示白酒保持较快的业绩增长。我们预计公司1573仍有20%以上的销量增长，全年出货量达到3600吨左右，特曲仍然保持稳量提价的格局。目前，市场高端白酒价格普遍上涨，公司11年春节前提价8-10%基本可以确定，公司还在推动“国窖1573”的超高端系列“中国品味”和“世界品味”。

■ 风险提示

公司消费税水平较低，未来政府相关政策有一定不确定性；对华西证券持股比例有进一步下降可能；

■ 目标价格36.2元，维持公司“谨慎推荐”评级

我们预计10-12年公司EPS为1.51、1.86和2.31元（考虑行权摊薄），其中白酒部分EPS为1.29、1.70和2.15元，白酒部分对应动态PE分别为21、16和13倍（证券部分按照18倍估算）。公司目前估值处于相对低位，未来增长有业绩承诺保证，我们认为下半年随着提价预期接近，公司白酒合理估值可以提升到25倍，合理估值36.2元，

相对目前股价还有 18%的空间。目前股价仍有一定吸引力，我们维持公司“谨慎推荐”投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。