

降低华西证券股权比例

事件

在 2011 年 7 月华西证券的增资扩股中，公司放弃优先认购权并让渡给老窖集团，使得公司持有华西证券股权比例由 34.85% 下降至 24.99%。本次公司拟将持有华西证券 12% 的股权转让给老窖集团，转让完成后，公司持有华西证券的股权比例将进一步下降为 12.99%，不再为其第一大股东，两次交易公司持有华西证券的股权比例合计下降了 21.86%。按照《上市公司重大资产重组管理办法》中的相关规定，本次交易构成上市公司重大资产重组。华西证券经审计的财务数据、评估结果，将在《重大资产出售暨关联交易报告书》中予以披露。此次重大资产出售暨关联交易预案尚需提请国有资产监督管理机构、证券监督管理机构等部门核准。

研究结论

- **12%华西证券股权转让的原因分析。**公司出售部分华西证券股权在意料之中，我们分析出售证券业务原因有几点：（1）突出上市公司主营业务，做大做强白酒产业，白酒行业目前是国内盈利能力最好的行业之一，相比证券业务，白酒的盈利能力指标显示更强，所以公司可以利用此次出售部分华西证券股权所获取的对价来更好的发展白酒主业。截至 2011 年 9 月 30 日，华西证券未经审计账面值为 60.10 亿元，此次拟转让 12% 股权对应的净资产为 7.21 亿元。主要采用市场法，经初步预估，此次拟转让 12% 股权的价值约为 10.85 亿元，预估增值率约为 50.49%，最终结果需要进一步评估，所以对公司的明年业绩影响需要进一步观察；（2）稳定和提提高上市公司盈利能力，证券业务业绩存在波动性，这将影响相对稳定的白酒主业，使公司综合业绩出现周期性波动；（3）我们认为可能是为华西证券顺利上市铺路。
- **出售 12%华西证券股权对公司的影响。**此次出售华西证券 12% 股权如果能够顺利完成，根据上述的初步评估价 10.85 亿元，将对公司明年业绩带来可观的一次性收益，就公司长期发展而言，获取对价对公司白酒主业发展有很大帮助。我们认为，华西证券对公司业绩贡献是明显的，但由于其业绩存在周期性波动的原因，对公司综合业绩表现存在一定的波动性影响，降低持股比例，对公司未来业绩的稳定性有较大帮助。
- **维持公司买入的投资评级：**公司股票目前处于停牌状态，我们维持预测 2011—13 年 EPS 分别为 2.08 元、2.83 元和 3.52 元，估值便宜，维持公司买入的投资评级。（媒体关于国窖 1573 产品提价的报道，我们将之前点评附加文后）
- **风险提示：**宏观经济的不确定性；社会舆论对高酒价的压力。

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申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施剑刚

8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

李淑花

8621-63325888 × 6088

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 12 月 01 日) 41.66 元

目标价格 60.00 元

总股本/A 股 (亿股) 13.94/13.94

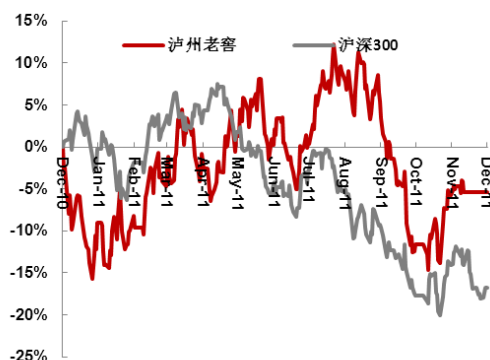
A 股市值 (亿元) 581

国家/地区 中国

行业 食品饮料

报告发布日期 2011 年 12 月 02 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

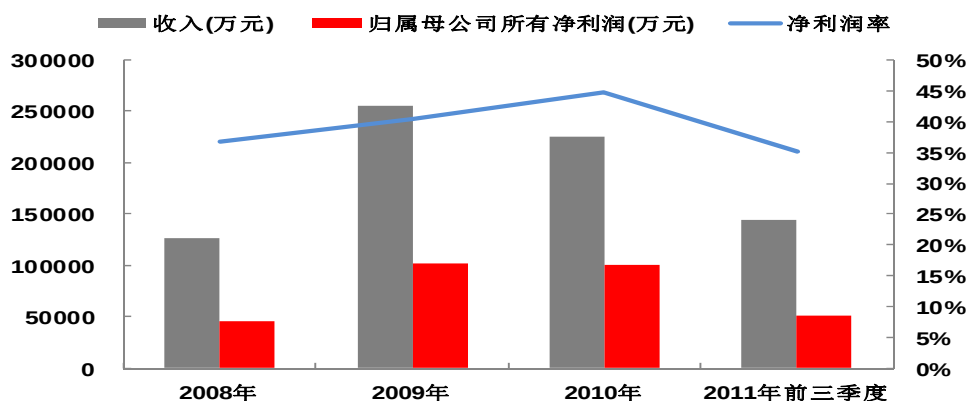
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5371	7399	9271	11126
同比%	22.9%	37.8%	25.3%	20.0%
归属母公司净利润	2205	2898	3939	4903
同比%	31.8%	31.4%	35.9%	24.5%
毛利率(%)	69.4%	74.1%	76.8%	78.8%
ROE(%)	40.0%	38.6%	37.9%	34.4%
EPS (元)	1.58	2.08	2.83	3.52
P/E (倍)	26	20	15	12

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

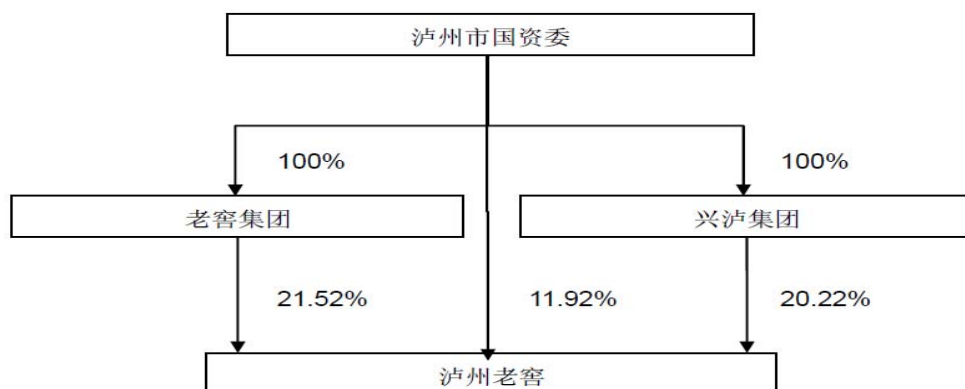
表 1：泸州老窖历次参与华西证券股权的过程

时间	事宜
2007 年 8 月 30 日	泸州老窖通过竞标方式受让四川省国有资产经营投资管理有限责任公司持有的华西证券 17.77% 股权（占 18,000 万元出资额）。
2007 年 12 月 5 日	四川华纺银华有限责任公司、自贡市通信联众有限公司、绵阳启明星集团有限公司、自贡市蓝鹰房地产开发有限责任公司、绵阳花园投资集团有限公司分别将其持有的 0.46%（占 469.48 万元出资额）、0.28%（占 286.77 万元出资额）、0.28%（占 283.14 万元出资额）、0.27%（占 277.09 万元出资额）、0.99%（占 1000 万元出资额）华西证券股权转让给泸州老窖。
2008 年 1 月 14 日	泸州老窖通过竞拍方式取得了中国国际航空公司所持华西证券 12.83% 股权（共计 13,000 万元出资额）
	上述股权转让完成后，泸州老窖占华西证券 34.85%（占 35,316.48 万元出资额）
2010 年 12 月 14 日	华西证券 2010 年股东会审议通过《华西证券有限责任公司增资扩股实施方案》，泸州老窖放弃此次增资权利，此次增资扩股完成后，公司占华西证券 24.99%（占 35,316.48 万元出资额）

资料来源：东方证券研究所

图 1：华西证券历年财务数据


资料来源：东方证券研究所

图 2：由于老窖集团和泸州老窖的关系，此次交易构成关联交易


资料来源：东方证券研究所

表 2：资产收益率比较，老窖明显远高于华西证券

期间	泸州老窖		华西证券	
	净利润/净资产	净利润/总资产	净利润/净资产	净利润/总资产
2008 年度	40.95%	26.42%	21.36%	3.92%
2009 年度	43.32%	30.22%	35.35%	6.68%
2010 年度	45.16%	31.48%	26.35%	5.07%
2011 年 1-9 月	34.15%	22.97%	9.91%	2.94%

资料来源：东方证券研究所

通过上述对比，泸州老窖白酒主业在资产收益率水平等方面显著高于华西证券所从事的证券行业，公司将此次交易获得的资金用于白酒主业发展后，将有利于提高泸州老窖的盈利能力。

附件

29 日媒体报道“国窖 1573”上调出厂价 40%

事件：

据第一财经日报报道：有业内人士近日向《第一财经日报》透露，泸州老窖已于上周末开始提价，其中 52 度普通装“国窖 1573”计划内出厂价不变，计划外出厂价提高到 889 元/瓶，终端零售中的酒行、商超指导价提高到 1389 元/瓶。

<http://finance.ifeng.com/news/corporate/20111129/5149368.shtml>

点评：

据我们了解，信息可信度高，目前公司计划内产品出厂价未变，主要上调的产品是计划外，调价幅度在 40% 左右，但是公司每年计划外的产品销量占比略超 10%，所以此次提价对公司今年业绩影响有限。

调价的后续影响：一是为未来计划内产品提价探路，由于发改委约谈的因素，公司国窖 1573 提价时点已经推后，此次计划外提价仍是超过市场预期，我们预计国窖 1573 在明年一季度上调出厂价的概率大；二是由于媒体的大面积报道，加之调价的幅度过大，对公司可能会产生一定的压力。

调价的出发点：我们认为公司此次提价幅度能够落实在计划内产品上的话，说明公司将国窖 1573 的定位拔升，超过了五粮液。由于公司自身对国窖 1573 产能上的限定（产品酒 4500 吨左右），我们之前也认为公司要在高端酒上继续获取业绩增量，提价是最为重要的选择。

公司股票目前处于停牌状态，预期公司将退出证券业务，更为聚焦白酒主业。我们看好公司的未来发展，暂不调整业绩预测，预计 2011—13 年 EPS 分别为 2.08 元、2.83 元和 3.52 元，估值便宜，维持买入的投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4589	7061	10525	14993	营业收入	5371	7399	9271	11126
现金	1079	2802	5412	9054	营业成本	1643	1914	2149	2357
应收账款	47	66	82	99	营业税金及附加	438	603	751	901
其他应收款	26	43	54	65	营业费用	323	370	482	579
预付账款	116	134	150	165	管理费用	390	681	777	882
存货	1486	1569	1762	1932	财务费用	8	13	13	13
其他流动资产	1834	2447	3064	3677	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	3437	3456	3438	3407	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1984	1991	1991	1991	投资净收益	351	60	150	150
固定资产	855	917	936	927	营业利润	2917	3875	5246	6542
无形资产	352	354	349	344	营业外收入	18	18	18	18
其他非流动资产	246	194	162	143	营业外支出	16	16	16	16
资产总计	8026	10517	13963	18399	利润总额	2919	3877	5248	6544
流动负债	2455	2850	3267	3675	所得税	638	892	1207	1505
短期借款	1	0	0	0	净利润	2281	2999	4076	5073
应付账款	294	344	387	424	少数股东损益	75	101	136	170
其他流动负债	2160	2505	2880	3251	归属母公司净利润	2205	2898	3939	4903
非流动负债	9	8	8	8	EBITDA	3016	3997	5384	6693
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.58	2.08	2.83	3.52
其他非流动负债	9	8	8	8					
负债合计	2464	2858	3275	3683	主要财务比率				
少数股东权益	45	146	282	452		2010	2011E	2012E	2013E
股本	1394	1394	1394	1394	成长能力				
资本公积	463	463	463	463	营业收入	22.9%	37.8%	25.3%	20.0%
留存收益	3660	5652	8545	12402	营业利润	35.4%	32.8%	35.4%	24.7%
归属母公司股东权益	5517	7510	10404	14261	归属于母公司净利润	31.8%	31.4%	35.9%	24.5%
负债和股东权益	8026	10514	13960	18396	获利能力				
					毛利率(%)	69.4%	74.1%	76.8%	78.8%
现金流量表					净利率(%)	41.1%	39.2%	42.5%	44.1%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	40.0%	38.6%	37.9%	34.4%
经营活动现金流	1351	2672	3630	4664	ROIC(%)	95.0%	106.8%	125.8%	140.3%
净利润	2281	2999	4076	5073	偿债能力				
折旧摊销	92	110	125	139	资产负债率(%)	30.7%	27.2%	23.5%	20.0%
财务费用	8	13	13	13	净负债比率(%)	0.08%	0.03%	0.03%	0.03%
投资损失	-351	-60	-150	-150	流动比率	1.87	2.48	3.22	4.08
营运资金变动	-653	-387	-433	-411	速动比率	1.26	1.93	2.68	3.55
其他经营现金流	-25	-2	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-222	-30	38	38	总资产周转率	0.77	0.80	0.76	0.69
资本支出	257	109	110	110	应收账款周转率	136	129	124	121
长期投资	0	9	0	0	应付账款周转率	6.38	5.99	5.88	5.81
其他投资现金流	36	87	148	148	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-987	-919	-1059	-1059	每股收益(最新摊薄)	1.58	2.08	2.83	3.52
短期借款	1	-1	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.92	2.60	3.34
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.96	5.39	7.46	10.23
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	110	0	0	0	P/E	26.34	20.04	14.75	11.85
其他筹资现金流	-1098	-918	-1059	-1059	P/B	10.53	7.73	5.58	4.07
现金净增加额	142	1723	2610	3643	EV/EBITDA	18	14	10	8

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