

证券研究报告

食品饮料

强烈推荐 (维持)

证券分析师

文献

S1060209040123

22627143

wenxian001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

泸州老窖 (000568)

出售华西预计增厚 12 年 EPS0.11 元

事项：

泸州老窖 12 月 2 日发布公告，拟向集团出售持有的华西证券 12% 的股权。

平安观点：

■ 预计增厚 2012 年 EPS0.11 元

3Q11 末华西证券净资产约 60 亿元，初步估值 90.44 亿元，相当于 1.5 倍 PB，和我们估算 2011 年 PE 为 14 倍。考虑非上市公司流动性折价，基本合理。2011 年 5 月，明星电力和乐山电力挂牌转让华西证券少数股权，挂牌价约为净资产的 1.22 倍。泸州老窖股份本次出售华西证券的 12% 的股权，总值 10.85 亿，扣除持有成本约 8.8 亿，预计出售该部分股权可税后获利约 1.55 亿，增厚股份公司 EPS 约 0.11 元。

■ 本次出售股权后集团成为第一大股东，持股 22.58%

交易完成后，泸州老窖集团持有华西证券 22.58% 的股权，变第一大股东，泸州老窖股份持 12.99%，成第二大股东，两者合计持 35.57%。我们认为交易应会在 2012 年完成。

■ 出售证券预期之中，聚焦主业更有利于公司发展

我们在 2010 年 2 月深度报告中就建议公司高位兑现证券资产，公司选择现在卖掉部分股权也算正是时候。减持华西证券后，公司管理层可集中精力发展白酒主业，利在长远。

■ 12 月继续首推泸州老窖，维持“强烈推荐”评级

我们预计，4Q11 老窖白酒主业净利增速有望超 80%，故我们 11 月份将老窖加入“强者恒强”组合。预计老窖 11-13 年白酒主业 EPS 分别为 2.13、2.93 和 3.85 元，同比分别增 60%、38%和 31%。假设本次出售华西证券股权在 2012 年初完成，11-13 年公司 EPS 分别为 2.13、3.10 和 3.91 元，同比分别增 35%、46%和 26%，PE 为 20、13 和 11 倍，“强烈推荐”。

■ 风险提示：宏观经济下行可能导致白酒需求疲软

图表 1 估计出售华西证券股权可增厚2012年EPS0.11元

单位：百万元、倍、元/股

华西证券估值	9,044
市净率（3Q11）	1.5
市盈率(2011E)	14
老窖出售华西股权比率	12.00%
老窖出售股权价值	1,085
老窖出售股权账面成本	879
出售华西税前利润	207
税后所得（税率为 25%）	154.9
折合每股收益(2012，不考虑行权)	0.11

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 1 预计泸州老窖集团将成为华西证券第一大股东，持股22.58%

单位：百万股

老窖出售股权前（2011年7月28日增资扩股后）		
公司	持股数量	占比
泸州老窖股份有限公司	353	24.99%
泸州老窖集团有限责任公司	150	10.58%
四川华能太平驿水电有限责任公司	130	9.20%
都江堰蜀电投资有限责任公司	121	8.53%
四川剑南春（集团）有限责任公司	120	8.49%
老窖出售股权后		
公司	持股数量	占比
泸州老窖集团有限责任公司	319	22.58%
泸州老窖股份有限公司	184	12.99%
四川华能太平驿水电有限责任公司	130	9.20%
都江堰蜀电投资有限责任公司	121	8.53%
四川剑南春（集团）有限责任公司	120	8.49%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

附注：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,371	8,099	10,485	13,207	净利润	2,281	3,114	4,535	5,710
YoY	22.9%	50.8%	29.5%	26.0%	折旧摊销	92	103	105	107
营业成本	1,643	2,564	3,131	3,814	营运资金投资	-755	-1,060	-506	-680
毛利率	69.4%	68.3%	70.1%	71.1%	经营活动现金净流量	1,351	2,426	4,295	5,254
营业税金及附加	438	663	862	1,089	资本开支	-188	-125	-126	-128
股权激励费用	109	119	72	37	投资活动现金净流量	-222	-125	-126	-128
销售费用	323	300	388	489	债务融资	0	0	0	0
管理费用	390	338	389	447	股权融资	0	0	42	34
财务费用	8	0	-24	-60	支付红利	-1,046	-1,394	-1,881	-2,745
投资净收益	351	10	238	91	融资活动现金净流量	-987	-1,402	-1,815	-2,651
营业利润	2,917	4,124	5,904	7,483	当年现金净流量	143	900	2,354	2,475
加：营业外收入	18	0	0	0					
减：营业外支出	16	0	0	0					
利润总额	2,919	4,124	5,904	7,483					
减：所得税	638	1,010	1,369	1,773					
净利润	2,281	3,114	4,535	5,710					
减：少数股东损益	75	140	193	225					
归属母公司所有者净利	2,205	2,974	4,341	5,485					
YoY	31.8%	34.9%	46.0%	26.4%					
销售净利率	42.3%	35.5%	42.4%	42.5%					
EPS（当年股本）	1.58	2.13	3.10	3.91					
EPS（最新股本摊薄）	1.58	2.13	3.10	3.91					

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE(P=41.66)	26.3	19.5	13.4	10.7
PEG	0.7	0.8	0.9	1.1
PB	10.5	10.9	8.3	6.4
PS	10.8	7.2	5.6	4.4
EV/EBITDA	21.6	13.7	10.1	7.9
股息收益率	2.4%	3.2%	4.7%	5.9%
经营回报率				
ROE	45.2%	54.8%	70.1%	67.8%
ROA	28.0%	33.3%	33.7%	33.4%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	30.7%	48.9%	49.4%	48.1%
速动比率	1.3	1.0	1.2	1.3
运营效率				
存货周转率	1.23	1.39	1.26	1.25
流动资产周转率	1.41	1.36	1.13	1.00
固定资产周转率	5.85	8.25	10.48	12.96

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,079	1,979	4,333	6,807
应收款项	1,846	2,899	3,757	4,730
预付款项	116	202	234	292
存货	1,486	2,211	2,765	3,328
其他流动资产	62	70	105	123
流动资产合计	4,589	7,359	11,194	15,281
长期股权投资	1,984	1,984	1,984	1,984
固定资产	972	991	1,010	1,028
无形资产	352	354	357	359
其他非流动资产	129	116	122	119
非流动资产合计	3,437	3,445	3,473	3,490
资产总计	8,026	10,805	14,667	18,771
短期借款	0	0	0	0
应付款项	294	459	561	683
预收款项	1,057	1,407	1,942	2,371
应付股利	0	1,881	2,745	3,468
其他流动负债	1,104	1,536	1,993	2,511
流动负债合计	2,455	5,283	7,241	9,032
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	9	2	2	2
非流动负债合计	9	2	2	2
负债合计	2,464	5,284	7,243	9,034
归属母公司所有者权益	5,517	5,336	7,046	9,135
其中：实收资本	1,394	1,394	1,398	1,402
少数股东权益	45	185	378	603
股东权益合计	5,562	5,520	7,424	9,737
负债及股东权益总计	8,026	10,805	14,667	18,771

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257