



食品饮料/必需消费

泸州老窖 (000568)

转让华西 专注主业

——转让华西证券股权点评

胡春霞
021-38676186
huchunxia@gtjas.com
编号 S0880511010015

本报告导读:

泸州老窖拟转让华西证券 12% 股权, 我们对此解读正面, 此举利于减轻公司业绩波动幅度, 推升现有估值水平。

投资要点:

- 泸州老窖公告将向老窖集团转让华西证券 12% 股权, 标的股权转让预估值为 10.85 亿元。此次股权转让完成后, 公司持有华西证券股权比例下降至 12.99%。转让对价基本合理, 我们对此解读正面。
- 07 年以来公司投资华西证券获益颇丰: 公司于 07 年大规模入股华西证券, 本次转让前合计持有华西 3.53 亿股, 累计出资 11.2 亿元, 入股均价 3.18 元。此次转让股权每股作价 6.40 元, 较入股价增值 100%。
- 转让对价对应华西证券 1.5 倍 PB: 参考可比上市券商 PB 水平, 此次股权转让对价基本合理, 虽然该转让价格并未对存在上市预期的华西证券给予更高幅度转让溢价, 但我们认为剥离券商业务对公司进一步专注主业、减小业绩波动、提升估值水平等方面有着更为积极的意义。
- 本次股权转让贡献一次性投资收益 2.03 亿, 影响 Eps0.12 元: 预计股权转让将于 2012 年完成, 贡献当期投资收益 2.03 亿, 公司投资华西证券大部分收益已根据权益法核算投资收益计入历史各期利润表。
- 专注主业, 大幅提价可保明年增长: 国窖 1573 已将计划外出厂价由 718 元提高至 889 元, 幅度 24%, 终端指导价将由 959 元上调至 1389 元, 如果计划外价格也提高 24% 左右将略超预期。如此大幅提价后, 短期内可能会以牺牲销量为代价, 但跟紧一线品牌应该是 1573 提价的主要考虑。如果新的终端价格标杆得以确立, 依靠团购扩大销量不失为一种好的策略, 我们看好泸州老窖明年白酒主业继续发力。
- 盈利预测与投资建议: 预测 11-12 年 Eps 为 2.05、2.92 元, 其中白酒主业 11-12 年 Eps 为 2.01、2.80 元, 目标价 59 元, 对应于 12 年白酒主业 21 倍 PE。转让华西证券有利于降低公司业绩波动幅度, 对公司估值提升具有非常积极的意义, 建议增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,370	5,371	7,776	10,341	13,103
(+/-)%	15%	23%	45%	33%	27%
经营利润 (EBIT)	1,799	2,576	3,844	5,338	6,990
(+/-)%	19%	43%	49%	39%	31%
净利润	1,673	2,205	2,854	4,076	5,169
(+/-)%	32%	32%	29%	43%	27%
每股净收益 (元)	1.20	1.58	2.05	2.92	3.71
每股股利 (元)	0.75	1.00	1.20	1.60	2.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	41.2%	48.0%	49.4%	51.6%	53.3%
净资产收益率 (%)	39.4%	40.0%	42.6%	47.7%	48.6%
投入资本回报率 (%)	55.2%	56.2%	53.3%	49.1%	50.0%
EV/EBITDA	30.2	21.4	14.4	10.0	7.5
市盈率	34.7	26.3	20.4	14.3	11.2
股息率 (%)	1.8%	2.4%	2.9%	3.8%	5.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 59.00

上次预测: 59.00

当前价格: 41.66

2011.12.05

交易数据

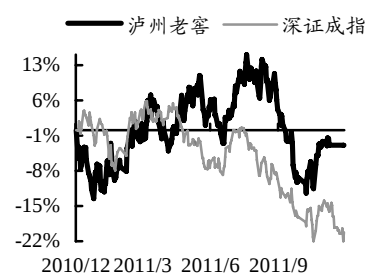
52 周内股价区间 (元)	36.76-50.08
总市值 (百万元)	58,084
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,394/715
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	51%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	166

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,242
每股净资产	4.48
市净率	9.3
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.49	0.64
Q2	0.26	0.37
Q3	0.39	0.42
Q4	0.45	0.61
全年	1.58	2.05

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-9%	-3%
相对指数	5%	4%	17%

相关报告

- 《前三季度白酒主业利润增长 50%》
2011.10.30
- 《白酒保持快速增长, 华西拖累业绩增速》
2011.08.19
- 《高档酒奢侈品化 多品牌打造中档酒》
2011.06.15
- 《收入增长再提速》
2011.04.17
- 《老窖焕发新活力 再次迎来超常规发展》
2011.03.27

模型更新时间: 2011.12.02

股票研究

必需消费
食品饮料

泸州老窖 (000568)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **59.00**

上次预测: 59.00

当前价格: 41.66

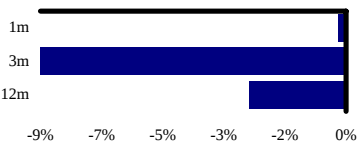
公司网址

www.lzlj.com.cn

公司简介

公司是具有 400 多年酿酒历史的国有控股上市公司。公司拥有我国建造最早（始建于公元 1573 年）、连续使用时间最长、保护最完整的老窖池群，1996 年经国务院批准为全国重点文物保护单位，被誉为“中国第一窖”。公司主导产品有国窖·1573、百年泸州老窖及泸州老窖特曲等。泸州老窖特曲是中国最古老的四大名酒，蝉联历届中国名酒称号，被誉为“浓香鼻祖”、“酒中泰斗”。公司持有 3.5 亿股华西证券股权，持股比例达到 34.86%，为控股股东，为公司带来了新的利润增长点。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

36.76-50.08

市值 (百万)

58,084

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,926	2,927	3,798	4,370	5,371	7,776	10,341	13,103	15,155	17,105
营业成本	841	1,261	1,289	1,458	1,643	2,565	3,292	4,026	4,635	5,215
税金及附加	153	217	263	324	438	634	843	1,068	1,235	1,394
销售费用	294	352	513	499	323	280	362	445	508	564
管理费用	134	168	227	290	390	453	506	574	609	676
EBIT	505	929	1,506	1,799	2,576	3,844	5,338	6,990	8,168	9,255
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-6	159	172	357	351	51	203	20	22	24
财务费用	11	14	2	0	8	-7	-18	-40	-58	-81
营业利润	493	1,063	1,676	2,155	2,917	3,900	5,558	7,049	8,248	9,360
所得税	170	291	387	460	638	853	1,207	1,530	1,790	2,032
少数股东损益	-1	-2	1	18	75	195	278	353	412	468
净利润	323	773	1,266	1,673	2,205	2,854	4,076	5,169	6,047	6,862
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	779	444	704	937	1,079	1,300	3,332	4,633	6,989	9,158
其他流动资产	0	0	0	0	35	0	0	0	0	0
长期投资	101	811	1,343	1,702	1,984	1,470	550	568	588	610
固定资产合计	708	941	848	866	972	1,135	1,327	1,540	1,724	1,878
无形及其他资产	192	183	299	308	352	363	373	383	392	401
资产合计	3,458	4,492	5,093	5,983	8,026	10,164	13,112	16,555	20,319	24,184
流动负债	1,207	1,779	1,599	1,717	2,455	3,223	4,048	5,037	5,827	6,544
非流动负债	6	2	2	1	9	3	3	3	3	3
股东权益	2,232	2,704	3,478	4,248	5,517	6,698	8,543	10,644	13,206	15,885
投入资本(IC)	2,423	1,900	2,150	2,562	3,578	5,637	8,511	10,947	13,901	17,027
现金流量表										
NOPLAT	330	675	1,154	1,414	2,013	3,003	4,180	5,473	6,395	7,247
折旧与摊销	84	73	84	94	92	105	128	156	186	216
流动资金增量	-28	410	58	-140	-723	-1,746	-641	-911	-404	-795
资本支出	-135	-280	-127	-118	-256	-277	-327	-377	-377	-377
自由现金流	251	877	1,169	1,251	1,125	1,085	3,339	4,340	5,800	6,291
经营现金流	357	1,229	814	1,067	1,351	1,523	3,641	4,744	6,217	6,726
投资现金流	-120	-1,256	-67	-115	-222	288	795	-375	-375	-375
融资现金流	244	-306	-487	-719	-987	-1,589	-2,404	-3,067	-3,486	-4,183
现金流净增加额	481	-333	260	234	143	221	2,032	1,301	2,357	2,168
财务指标										
成长性										
收入增长率	32.2%	51.9%	29.8%	15.1%	22.9%	44.8%	33.0%	26.7%	15.7%	12.9%
EBIT 增长率	208.5%	84.2%	62.0%	19.5%	43.2%	49.2%	38.9%	30.9%	16.9%	13.3%
净利润增长率	598.5%	139.8%	63.7%	32.2%	31.8%	29.4%	42.8%	26.8%	17.0%	13.5%
利润率										
毛利率	56.4%	56.9%	66.1%	66.6%	69.4%	67.0%	68.2%	69.3%	69.4%	69.5%
EBIT 率	26.2%	31.8%	39.6%	41.2%	48.0%	49.4%	51.6%	53.3%	53.9%	54.1%
净利润率	16.7%	26.4%	33.3%	38.3%	41.1%	36.7%	39.4%	39.4%	39.9%	40.1%
收益率										
净资产收益率(ROE)	14.5%	28.6%	36.4%	39.4%	40.0%	42.6%	47.7%	48.6%	45.8%	43.2%
总资产收益率(ROA)	9.3%	17.2%	24.9%	28.0%	27.5%	28.1%	31.1%	31.2%	29.8%	28.4%
投入资本回报率(ROIC)	13.6%	35.5%	53.7%	55.2%	56.2%	53.3%	49.1%	50.0%	46.0%	42.6%
运营能力										
存货周转天数	519	357	344	299	298	280	300	300	300	300
应收账款周转天数	7	7	4	2	3	3	4	4	4	4
总资产周转天数	579	496	461	463	476	427	411	413	444	475
净利润现金含量	1.11	1.59	0.64	0.64	0.61	0.53	0.89	0.92	1.03	0.98
资本支出/收入	7%	10%	3%	3%	5%	4%	3%	3%	2%	2%
偿债能力										
资产负债率	35.1%	39.7%	31.4%	28.7%	30.7%	31.7%	30.9%	30.4%	28.7%	27.1%
净负债率	-22.6%	-16.4%	-20.2%	-22.1%	-19.6%	-16.9%	-39.0%	-43.5%	-52.9%	-57.7%
估值比率										
PE	112.5	46.9	45.9	34.7	26.3	20.4	14.3	11.2	9.6	8.5
PB	16.3	13.4	16.7	13.7	10.5	8.7	6.8	5.5	4.4	3.7
EV/EBITDA	60.8	35.8	36.1	30.2	21.4	14.4	10.0	7.5	6.1	5.2
P/S	18.8	12.4	15.3	13.3	10.8	7.5	5.6	4.4	3.8	3.4
股息率	0.8%	1.3%	1.6%	1.8%	2.4%	2.9%	3.8%	5.3%	6.0%	7.2%

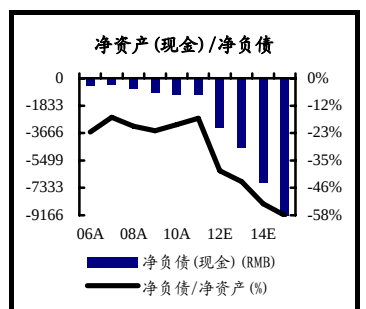
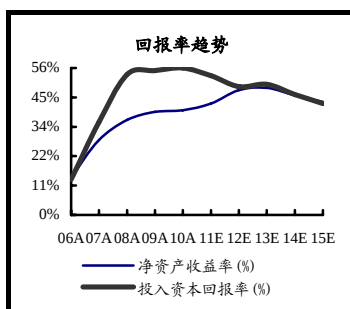
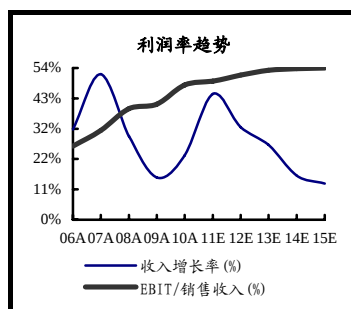


表 1: 泸州老窖参股华西证券股权变动时间表

日期	出资金额 (百万元)	股份数 (百万股)	股权变更完成后 持有华西股权比例	备注
2000-06	20.00	20.00	1.97%	华西证券成立, 注册资本 10.13 亿, 泸州老窖出资 2000 万参与入股, 入股均价 1 元/股
2007-08	604.80	180.00	19.74%	泸州老窖受让四川省国有资产经营投资管理公司持有华西证券 18000 万股股权, 受让价 3.36 元/股
2007-12	81.12	23.16	22.03%	泸州老窖对绵阳花园投资等五家公司所持华西证券 2316.48 万股股权行使股东优先受让权, 受让价 3.5 元/股
2008-01	416.00	130.00	34.86%	泸州老窖受让中国国航所持有华西证券 13000 万股股权, 受让价 3.20 元/股
2011-07	0	0	24.99%	华西证券增资扩股, 注册资本由 10.13 亿增加至 14.13 亿, 泸州老窖未参与增发, 持股比例由 34.86% 摊薄至 24.99%
合计	1,121.92	353.16	24.99%	公司持股华西证券每股成本均价 3.18 元
日期	出售金额 (百万元)	股份数 (百万股)	股权变更完成后 持有华西股权比例	备注
2011-12	1,085.00	169.57	12.99%	公告转让 12% 华西证券股权给老窖集团, 持股比例下降至 12.99%, 转让均价 6.40 元/股

数据来源: 国泰君安证券研究

作者简介:**胡春霞:**

执业资格证书编号: S0880511010015

电话: 021-38676186

邮箱: huchunxia@gtjas.com

张楷湔（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090037

电话: 021-38674752

邮箱: zhangkaixi008735@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		