

证券研究报告

食品饮料

强烈推荐 (维持)

证券分析师

文 献

CFA 食品饮料首席研究员
投资咨询资格编号
S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

泸州老窖 (000568)

12%华西股权转让再进一步 , 2012 年 PE 仅 12 倍

近日, 我们参加了泸州老窖的股东大会, 平安观点如下:

■ **12%华西股权转让再进一步。**2011 年第一次临时股东大会通过了《公司重大资产出售暨关联交易方案》等六项议案, 此前泸州市国资委已通过公司重大资产重组方案。这意味着泸州老窖出售华西证券 12%的股权转还需获得证监会审批通过重大资产重组事项、证监会审批通过华西证券变更持有 5%以上股东。我们预计交易完成于 2012 年上半年。

■ **12%的华西股权转让增厚 2012 年 EPS 为 0.05 元。**根据我国现行企业所得税法规定, 企业转让股权时, 应按该部分股权取得时的成本和出售价格之差计算所得税。据此, 我们将出售华西证券增厚泸州老窖 2012 年 EPS 从 0.11 元下调至 0.05 元。

■ **厚积薄发, 老窖已进入新一轮快速增长期。**我们认为, 泸州老窖从 2011 年开始已进入新一轮快速增长期, 展望 2012 年, 增长主要来自: 高档产品 1573 仍有涨价空间, 在 12 月 1 日计划外产品提价基础上, 我们判断计划内产品 2012 年亦将提价, 预计幅度约为 20%; 中档特曲系列在 2011 年翻倍增长基础上, 仍有望快速增长, 主要是受益于 200-600 元/瓶价格带市场打开, 和泸州老窖品牌影响力、营销架构、经销商资源等多年的积累开始发力; 低档在博大营销公司深度分销推动下, 也将继续快速增长。

■ **2012 年 PE 仅 12 倍, 维持“强烈推荐”评级。**我们预计老窖 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、2.99 和 3.85 元, 同比分别增 35%、41%和 29%, PE 为 17、12 和 10 倍, “强烈推荐”。

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。

图表1 估计出售华西证券股权可增厚2012年EPS0.05元 单位：百万元、倍、元/股

华西证券估值	9,042
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
本次交易应纳所得税	131
税后所得	75.1
折合每股收益(2012，行权摊薄后)	0.05

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 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1：2011年第一次临时股东大会通过议案要点小结

图表3 2011年第一次临时股东大会通过各项议案要点小结

1. 审议通过了《关于公司符合重大资产重组条件的议案》

1. 审议通过了《公司重大资产出售暨关联交易方案》

同意审议通过了“本次重大资产重组的方式、交易标
”的子议案 州老窖集团，交易标的为华西证券 12%的股权

同意审议通过了“交易价格”子议 为 10.85 亿元

同意审议通过了“定价方式及定价依据”子议案 2%股权的价值约为 10.85 亿元，增值率约为 50.49%。

同意审议通过了“交易标的自 11 年 9 月 30 日）起至产权交易完成日止期间内，华西证券有限责任公司的权益按如下
交割日期间损益的归属”子 基于华西证券有限责任公司股东资格而享有的获取经济利益权利（资产受益、分配红利、
利）由泸州老窖集团有限责任公司享有；(2)基于华西证券有限责任公司股东资格而享有
券管理权利（重大决策、选择管理者、出席股东会等权利）仍由股份公司享有。

同意审议通过了“本次重大资 重组所涉及的协议书，由公司、泸州老窖集团有限责任公司法定代表人或授权代表签字
协议书的生效条件和生效时 成立，满足如下条件后，协议书方生效：(1)公司股东大会批准本次股权转让事项；(2)中
公司本次重大资产重组事项；(3)中国证监会批准华西证券变更持有 5%以上股权的股东、
项；(4)国有资产监督管理部门批准本次股权协议转让事项。

同意审议通过了“办理权属转 产重组所涉及协议书约定的生效条件满足后，且泸州老窖集团有限责任公司向公司支付
和违约责任”子议案 转让价款后七个工作日内，公司应向泸州老窖集团有限责任公司提供完毕本次股权转让
所需的全部资料 and 文件。如因公司原因致使本次股权转让不能办理工商变更登记，或者
集团有限责任公司不能实现协议之目的，公司一次性向泸州老窖集团有限责任公司支付
1%的违约金；若泸州老窖集团有限责任公司逾期支付股权转让价款，则每逾期一天，泸
州老窖集团有限责任公司向公司按照未支付价款的 0.3%支付违约金。

司意审议通过了“决议有效期” 过之日起 12 个月内有效，至 2012 年 12 月 25 日

%同意审议通过了附条件生效的《华西证券有限责任公司股权转让协议》

%同意审议通过了《公司重大资产出售暨关联交易报告书（草案）》及摘要

%同意审议通过了《公司重大资产重组暨关联交易符合〈关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定〉第四条规定

%同意审议通过了《关于提请股东大会授权董事会全权办理本次重大资产出售暨关联交易相关事宜的议案》

资料来源：公司公告、平安证券研究所

损益表（百万元，元/股）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5,371	8,099	10,485	13,207
YoY	22.9%	50.8%	29.5%	26.0%
营业成本	1,643	2,564	3,131	3,814
毛利率	69.4%	68.3%	70.1%	71.1%
营业税金及附加	438	663	862	1,089
股权激励费用	109	119	72	37
销售费用	323	300	388	489
管理费用	390	338	389	447
财务费用	8	0	-22	-57
投资净收益	351	10	75	0
营业利润	2,917	4,124	5,740	7,389
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	5,740	7,389
减：所得税	638	1,010	1,369	1,772
净利润	2,281	3,114	4,371	5,617
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	4,178	5,393
YoY	31.8%	34.9%	40.5%	29.1%
销售净利润率	42.3%	37.5%	41.7%	42.5%
EPS（当年股本）	1.58	2.13	2.99	3.85
EPS（最新股本摊薄）	1.58	2.13	2.99	3.85

重要指标速览	2010A	2011E	2012E	2013E
估值				
PE	23.3	17.3	12.3	9.6
PEG	0.7	0.8	0.8	1.0
PB	9.3	9.6	7.4	5.7
P/S	9.6	6.3	4.9	3.9
EV/EBITDA	19.1	12.1	8.9	7.0
股息收益率	2.7%	3.7%	5.1%	6.6%
经营回报率				
ROE	45.2%	54.8%	67.8%	67.3%
ROA	28.0%	33.3%	34.0%	33.7%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	30.7%	48.9%	49.2%	48.2%
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	1.14	1.01
固定资产周转率	5.85	8.25	10.48	12.96

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	2,281	3,114	4,371	5,617
折旧摊销	92	103	105	107
营运资金投资	-755	-1,060	-506	-680
经营活动现金净流量	1,351	2,426	4,133	5,163
资本开支	-188	-125	-126	-128
投资活动现金净流量	-222	-125	-126	-128
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	42	34
支付红利	-1,046	-1,394	-1,881	-2,641
融资活动现金净流量	-987	-1,402	-1,816	-2,550
当年现金净流量	143	900	2,190	2,485

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,079	1,979	4,169	6,654
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	11,031	15,128
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	14,504	18,618
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	2,641	3,409
其他流动负债	1,104	1,536	1,993	2,510
流动负债合计	2,455	5,283	7,138	8,973
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	7,139	8,975
归属母公司所有者权益	5,517	5,336	6,986	9,041
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	7,364	9,643
负债及股东权益总计	8,026	10,805	14,504	18,618

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