

评级：强烈推荐（维持）

食品饮料

公司点评报告

证券研究报告

分析师：李镜池 S1030209080561

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

“转让华西证券12%股权”事件点评：集中白酒主业，增加2012年EPS 0.08元**事件：**

事件：根据《华西证券有限责任公司股权转让框架协议》，泸州老窖拟向老窖集团协议转让公司持有的华西证券12%股权。截至本预案签署日，相关的评估工作尚未完成，经初步预估，标的股权的预估值约为10.85亿元。最终交易价格将在《重大资产出售暨关联交易报告书》中予以披露。

报告要点：

- **下降为华西证券第二大股东。**2011年7月8日，该次增资扩股工商登记完成，公司持有华西证券股权比例由34.85%下降至24.99%。本次交易完成后，公司持有华西证券持有比例将由24.99%进一步下降为12.99%，不再为其第一大股东。泸州老窖集团股权比例从10.58%上升到22.58%，成为华西证券新第一大股东。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定，上述12个月内对同一资产的出售行为应累计计算，两次交易中公司持有华西证券的股权比例合计下降了21.86%。
- **为华西证券的上市做准备。**泸州老窖作为上市公司，股份公司从第一大股东下降为第二大股东，实质上清除了华西证券上市的法律障碍。
- **增厚当年的EPS为0.08元。**截至2011年6月30日，泸州老窖持有华西证券账面价值为19.57亿，按转让的12%股权计算，对应的转让股权的账面价值约为9.40亿，股权转让价为10.85亿，**交易价格相当于1.5PB**（ $10.85/7.21$ ，7.21亿为转让部分的华西证券权益价值 $60*12%$ ），对应的股权交易的投资收益约为1.45亿，增厚当年的EPS为0.20元（ $1.45*(1-25\%)/13.9=0.08$ 元）。
- **交易完成后，投资收益对公司的影响下降，主业更加清晰，资产的盈利能力增强、业绩波动性下降，有望提升估值水平。**之前泸州老窖持有华西证券24.99%的股权，对公司经营业绩的稳定造成了一定的影响。同时，证券行业整体收益水平低于白酒产业，泸州老窖转让华西证券股权后，其盈利能力和资产运转效率将得到提高。本次交易将稳定和提高了上市公司的盈利能力，目前泸州老窖在白酒板块中估值最低，有望提升估值水平。
- **预计交易2012年完成，调整2012、13年EPS元。**预计评估工作最终完成之后，还将提交股东大会、国资委等审核，交易很可能将在2012年完成。继五粮液提价之后，公司内部已经完成提价，对于提价后的市场反应保持观察，我们暂时不调整白酒主业的业绩预测，预计11-13年白酒主业业绩分别为2.01、2.55、3.25，假定股权转让2012年完成，公司11-13年业绩分别为2.06、2.69、3.31。公司估值有安全边际，提价后业绩表现有望超预期，**维持“强烈推荐”**。



资产负债表

单位:百万元

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4589	6110	8084	10591
现金	1079	1614	2383	3119
应收账款	47	82	104	132
其他应收款	26	74	91	117
预付账款	116	192	228	299
存货	1486	2216	2699	3527
其他流动资产	1834	1933	2579	3397
非流动资产	3437	4010	4496	4907
长期投资	1984	2391	2791	3191
固定资产	855	1019	1130	1177
无形资产	352	343	334	325
其他非流动资产	246	256	240	213
资产总计	8026	10120	12579	15498
流动负债	2455	2919	3430	4096
短期借款	0	0	0	0
应付账款	294	428	532	687
其他流动负债	2161	2490	2898	3408
非流动负债	9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	0	0	0
负债合计	2464	2919	3430	4096
少数股东权益	45	206	414	673
股本	1394	1394	1394	1394
资本公积	463	463	463	463
留存收益	3660	5138	6878	8871
归属母公司股东权益	5517	6996	8735	10729
负债和股东权益	8026	10120	12579	15498

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1351	2540	3164	3784
净利润	2281	3034	3959	4878
折旧摊销	92	116	144	169
财务费用	8	-34	-50	-69
投资损失	-351	-75	-196	-88
营运资金变动	-653	-452	-693	-1106
其他经营现金流	-25	-49	0	0
投资活动现金流	-222	-570	-434	-492
资本支出	257	280	230	180
长期投资	0	400	400	400
其他投资现金流	36	110	196	88
筹资活动现金流	-987	-1435	-1961	-2556
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	110	0	0	0
其他筹资现金流	-1097	-1435	-1961	-2556
现金净增加额	142	535	769	735

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5371	7943	9932	12735
营业成本	1643	2520	3075	3996
营业税金及附加	438	635	795	1019
营业费用	323	357	447	573
管理费用	390	516	646	828
财务费用	8	-34	-50	-69
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	351	75	196	88
营业利润	2917	4020	5213	6474
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	2919	4020	5213	6474
所得税	638	986	1254	1597
净利润	2281	3034	3959	4878
少数股东损益	75	161	209	259
归属母公司净利润	2205	2873	3750	4619
EBITDA	3016	4102	5308	6574
EPS (元)	1.58	2.06	2.69	3.31

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.9%	47.9%	25.0%	28.2%
营业利润	35.4%	37.8%	29.7%	24.2%
归属于母公司净利润	31.8%	30.3%	30.6%	23.2%
获利能力				
毛利率(%)	69.4%	68.3%	69.0%	68.6%
净利率(%)	41.1%	36.2%	37.8%	36.3%
ROE(%)	40.0%	41.1%	42.9%	43.0%
ROIC(%)	94.9%	98.1%	102.0%	97.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	30.7%	28.8%	27.3%	26.4%
净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.87	2.09	2.36	2.59
速动比率	1.26	1.33	1.57	1.72
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.88	0.88	0.91
应收账款周转率	109.15	113.99	107.25	108.01
应付账款周转率	6.38	6.97	6.40	6.55
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.58	2.06	2.69	3.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.82	2.27	2.71
每股净资产(最新摊薄)	3.96	5.02	6.27	7.69
估值比率				
P/E	26.4	20.3	15.5	12.6
P/B	10.6	8.3	6.7	5.4
EV/EBITDA	18.3	13.5	10.4	8.4

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120