

出售证券业务股权，不改主业经营前景

泸州老窖（000568）跟踪点评报告

行业分类：食品饮料

2011.12.02

研究员：张绍坤（执业证书编号：S0640511010008）

联系人：刁志学, 李润平

电话：0755-83520492/83692762 Email: diaozhixue@163.com

当前股价 41.66 元 6 个月目标价 58.00 元 投资评级 买入

公司事件：

公司近日发布重大资产出售暨关联交易预案的公告。公司拟将持有的华西证券 12% 的股权转让给公司的控股股东泸州老窖集团，转让完成后，公司所持有的华西证券股权比例将下降到 12.99%，不再是其第一大股东。泸州老窖集团是公司的控股股东，且公司的董事长和总经理也都是老窖集团的董事局主席和总裁，此交易构成关联交易。此次交易以华西证券 2011 年 9 月 30 日的资产负债表为评估基准，参考了同类上市公司的主要资产指标并进行了相应的调整和折价，初步确定的转让价格为 10.85 亿元，预估增值率约为 50.49%。此股权出售预案尚需公司股东会、国资委及证监会批准。

事件点评：

此次公司转让持有的 12% 华西证券股权给控股股东老窖集团，这在 2010 年 11 月份华西证券增资时公司让渡增资权利给老窖集团已有伏笔，公司也在多个场合表明要集中主业发展白酒业务。因此，此次资产出售应属意料之中。我们将涉及此次股权转让的几个问题略作分析。

首先，此次股权转让对公司经营的影响。如同公司所言，此次转让有利于公司集中主业、平抑业绩波动。公司主业是白酒业务，而且近年来公司白酒业务发展迅速，超高端、高端白酒、中低端白酒齐头并进均取得了较好的业绩，市场所知道的泸州老窖也大多因为其白酒业务而非证券业务。当初在白酒行业发展受阻的情况下公司进入金融行业，而此次在白酒行业发展顺畅的情况下公司推出金融行业，也应算是重新回归到了主业经营的轨道，公司的资源将更为集中。公司白酒业务近年来发展平稳，而证券业务受宏观环境影响明显，业绩波动较大，公司虽能享受证券业务快速成长的效益，但在证券经营不好的情况下其业绩也容易受到影响。此次转让股权后，公司对华西证券的长期股权投资将从权益法转为成本法，有利于平抑此种波动。

其次，此次股权转让的价格虽非最优，但也基本反映了股权价值。华西证券注册资本 141,311.37 万元，本次评估公司价值 90.44 亿元，折合每股本次股权转让价格折合每股 6.4 元，拟合账面 PB 倍数为 1.5 倍，拟合账面 PE 倍数为 13.39 倍。公司此次评估参考了国元证券、宏源证券和长江证券，三家公司目前的 PB 倍数分别为 1.27、2.77 和 1.69 倍，PE (TTM) 倍数分别为 26.23、23.58 和 28.74 倍。A 股券商的平均 PB 倍数为 2.01 倍，平均 PE 倍数为 25.92 倍。若完全以上市公司作为参考，则目前股权出售的价格并非是最优的价格，但考虑到非上市公司存在一定的折价率，而之前公司的增资扩股每股价格为 4 元，四川明星电力的股权转让价格每股 5.19 元算，则目前的价格尚属公允。

第三，此次股权转让对公司盈利的影响。公司在第三季度由于放弃了对华西证券的增资，股权比例由 34.86% 下降到 24.99%，根据证监会发布的《上市公司执行企业会计准则监管问题解答（2011 年第一期）》意见，参照新的会计处理方法，公司在第三季度计提了 1.6 亿元的投资损失。华西证券 3 季度盈利较少，以公司在 2011 年中报中披露的华西证券投资账面值为 19.57 亿元，减去计提的投资损失，则账面值约为 17.97 亿元，占华西证券 24.99% 的股权。此次转让 12% 的股权，则账面值为 8.63 亿元，此次转让价格为 10.85 亿元，则可实现投资收益 2.22 亿元，影响每股收益 0.16 元。此次影响应该会在明年。

第四，此次股权转让对公司价值的影响。过往对公司的估值通常会分为白酒主业和证券业务两块进行，而此次转让只会影响证券业务部分的估值。按照此次评估，公司所持有的华西证券股权价值约为 22.6 亿元，折合每股价值 1.62 元，此次转让与否并不会影响证券业务的价值，只是影响了价值的实现时间。我们在对公司过往的估值中，给予证券业务的估值约为每股 1.3 元，则此次转让还略有溢价。我们认为公司的主业价值并未受到影响，在实际收益实现前，公司的估值还应包含证券业务价值。

据媒体报道，公司在上周调整了国窖 1573 计划外的出厂价从 689 元提高到 889 元，提价幅度接近 30%。我们依然看好公司的管理层经营能力、产品结构、品牌以及市场营销能力。我们认为公司的经营情况依然非常健康，成长性良好。

我们继续维持前期预测并给予公司“买入”评级。预测公司 2011-2013 年主业 EPS 分别为 1.89、2.42 和 3.10 元，我们给予公司 2011 年 30 倍的市盈率水平，另外证券业务每股价值 1.6 元，则公司合理价格在 58 元左右。我们认为公司具备长期投资价值，建议积极买入并长期持有。

风险因素：白酒行业发展速度放缓、老窖特曲市场发展不如预期。



AVIC

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。