



**买入** **40% ↑**  
目标价格: 人民币 55.00

# 泸州老窖

000568.SZ

价格: 人民币 39.40

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 增持

## 本报告要点

- 聚焦主业, 转让华西证券部分股权
- 调整盈利预测

## 我们的观点有何不同?

- 调高 2012-2013 盈利预测
- 维持买入评级

## 主要催化剂/事件

- 未来业绩确定性逐步明朗。

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4)	(5)	(9)	
相对新华富时 A50 指数	12	0	(3)	

发行股数(百万)	1,394
流通股(%)	51.31
流通股市值(人民币 百万)	28,181.3
3个月日均交易额(人民币 百万)	175
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
泸州老窖集团	21.52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2011 年 12 月 12 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 食品及饮料

刘都\*

(8621) 2032 8510

Du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

苏毓为本报告重要贡献者

## 进一步聚焦主业, 转让所持华西证券股权近半

公司拟向老窖集团转让其持有的华西证券 12% 股权。以 2011 年 9 月 30 日为评估基准日, 华西证券所有者权益账面值 60.11 亿元, 评估市场价值为 90.42 亿元, 评估值较账面净资产溢价 50.43%, 相当于 1.5 倍市净率, 基本合理; 上述评估结果已经国有资产监督管理机构评估备案无异议。本次交易中, 公司拟转让华西证券 12% 股权对应的市场价值为 10.85 亿元, 交易预计 2012 年上半年完成, 增厚 2012 年每股收益约 0.075 元。

## 支撑评级的要点

- 公司聚焦主业的思路得到延续, 剥离部分华西证券股权回笼大量资金, 该部分资金相当于 2011 年 9 月底公司账面货币资金的 80%, 有助于主业发展。
- 公司业绩受证券市场景气波动的影响将大幅减弱, 华西证券或获得更好发展, 公司未来仍有可能获得华西证券 IPO 增值收益。
- 公司主业增长态势良好, 估值便宜, 具有高安全边际。

## 评级面临的主要风险

- 经济增长减速导致高端白酒消费下滑。
- 不利于白酒行业的政策颁布。

## 估值

- 我们上调 2011-13 每股收益预测为 2.07 元、2.87 元和 3.59 元, 目前市价相当于 2012 年 14 倍市盈率, 维持目标价 55.00 元, 相当于 2012 年 19 倍左右市盈率, 维持**买入**评级。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,370	5,371	8,001	10,521	13,280
变动(%)	15.1	22.9	49.0	31.5	26.2
净利润(人民币 百万)	1,673	2,205	2,883	4,005	5,004
全面摊薄每股收益(人民币)	1.20	1.58	2.07	2.87	3.59
变动(%)	32.2	31.8	30.7	38.9	25.0
市场预期每股收益(人民币)			2.06	2.75	3.46
先前预测每股收益(人民币)			1.97	2.67	3.30
调整幅度(%)	-	-	5.0	7.6	8.8
核心每股收益(人民币)	0.94	1.33	2.05	2.71	3.48
变动(%)	32.2	40.8	53.9	32.3	28.6
全面摊薄市盈率(倍)	32.8	24.9	19.1	13.7	11.0
核心市盈率(倍)	41.7	29.6	19.3	14.6	11.3
每股现金流量(人民币)	0.77	0.97	2.40	3.69	4.21
价格/每股现金流量(倍)	51.5	40.7	16.4	10.7	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.0	17.9	13.0	9.0	6.8
每股股息(人民币)	0.75	1.00	1.19	1.80	2.25
股息率(%)	1.90	2.54	3.03	4.58	5.72

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 协议转让华西证券近半持股

泸州老窖公司日前公告第六届董事会二十次会议（通讯形式召开）决议，会议通过《重大资产出售暨关联交易（草案）》，公司拟向老窖集团转让所持华西证券有限责任公司12%股份。公司同时公告了《华西证券有限责任公司审计报告》、《财务顾问报告书》等备查文件。

截至2010年底，公司持有华西证券34.85%股份，2011年7月华西证券增资扩股，公司让渡优先认购权给老窖集团，公司持股比例下降至24.99%。公司本次转让所持12%华西股份给老窖集团，占公司持有华西证券近半股份，转让完成后，剩余持股比例为12.99%。

图表 1. 华西证券此前前5名股东情况

序号	股东名称	持股数（股）	持股比例
1	泸州老窖股份有限公司	353,164,800	24.99%
2	泸州老窖集团有限责任公司	149,500,000	10.58%
3	四川华能太平驿水电有限责任公司	130,000,000	9.20%
4	都江堰蜀电投资有限责任公司	120,500,000	8.53%
5	四川剑南春（集团）有限责任公司	120,000,000	8.49%

资料来源：公司2011年7月30日公告

## 评估溢价50%，预计12年每股收益增厚约0.075元

本次转让以2011年9月30日为评估基准日，所有者权益账面值60.11亿元，评估市场价值为90.42亿元，评估值较账面净资产溢价50.43%，相当于1.5倍市净率，基本合理；上述评估结果已经国有资产监督管理机构评估备案无异议。本次交易中，公司拟转让华西证券12%股权对应的市场价值为10.85亿元。

公司实际持有华西证券股权成本约为5.57元/股（9月30日长期股权投资账面余额19.68亿元计），公司转让价格约为6.40元/股（以评估值10.85亿元计，转让1.70亿股），实际增值率约为15%，主要是此前年度均以权益法对华西证券盈利进行了投资收益科目的会计处理。

如按25%所得税率计算，折合每股收益0.075元，计算公式为 $(6.40-5.57) \times 14.13 \times 12\% \times (1-25\%) / 13.94$ 。

该项交易最终完成尚需四道手续，预计2012年上半年完成：

- 1) 公司股东大会批准本次股权转让事项；
- 2) 中国证监会批准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、实际控制人事项；
- 4) 国有资产监督管理部门批准本次股权协议转让事项。

## 转让股权是聚焦主业思路延续

公司此次转让持有的华西证券近半股份，是聚焦主业思路的延续，公司此前让渡华西证券增资扩股优先认购权以及湖南武陵酒引入联想投资等战略投资者稀释公司持股。

从战略和经营角度，对公司有如下几个方面的益处：

- 一、华西证券、武陵酒可能获得更好发展，公司虽然持股比例降低，但中长期看收益未必减少，正所谓舍得舍得，“舍即是得”。
- 二、估值提升。白酒公司持有金融股权，当下对提升公司估值没有明显帮助，由于证券市场景气度波动，反而对上市公司业绩稳定性造成负面影响。
- 三、获得大量现金，支撑主业发展。按评估转让价值 10.85 亿计，回笼现金占截至 9 月 30 日账面现金的 80%（截至 9 月 30 日，公司账面货币资金 13.88 亿元，预收账款 14.74 亿元，应收票据 26.55 亿元，应付账款 3.94 亿元，货币资金低于预收帐款，营收票据余额大，反映对经销商的帐期支持力度），公司账面资金规模是一线白酒当中最低的，也大幅低于洋河股份 (002304.SZ/人民币 138.00, 买入)。
- 四、保留部分股权，仍享收益。转让华西证券股权，公司不再是其第一大股东，这一做法或能为华西证券单独上市扫清或有障碍，目前上市公司旗下资产分拆上市争议较大，操作性不强，有必要改控股为参股；转让完成后，公司仍持有华西证券近 13% 股份，仍有机会于未来 IPO 当中增值获利。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,370	5,371	8,001	10,521	13,280
销售成本	(1,458)	(1,643)	(2,646)	(3,431)	(4,255)
经营费用	(759)	(803)	(1,392)	(1,635)	(2,163)
息税折旧前利润	2,248	3,016	4,032	5,536	6,950
折旧及摊销	(94)	(92)	(70)	(81)	(89)
经营利润(息税前利润)	2,154	2,924	3,962	5,455	6,861
净利息收入/(费用)	0	(8)	12	17	27
其他收益/(损失)	(3)	2	25	5	0
税前利润	2,152	2,919	3,999	5,477	6,888
所得税	(460)	(638)	(972)	(1,285)	(1,651)
少数股东权益	(18)	(75)	(143)	(186)	(233)
净利润	1,673	2,205	2,883	4,005	5,004
核心净利润	1,317	1,854	2,853	3,775	4,854
每股收益(人民币)	1.20	1.58	2.07	2.87	3.59
核心每股收益(人民币)	0.94	1.33	2.05	2.71	3.48
每股股息(人民币)	0.75	1.00	1.19	1.80	2.25
收入增长(%)	15.1	22.9	49.0	31.5	26.2
息税前利润增长(%)	28.4	35.7	35.5	37.7	25.8
息税折旧前利润增长(%)	27.6	34.2	33.7	37.3	25.6
每股收益增长(%)	32.2	31.8	30.7	38.9	25.0
核心每股收益增长(%)	32.2	40.8	53.9	32.3	28.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	2,152	2,919	3,999	5,477	6,888
折旧与摊销	94	92	70	81	89
净利息费用	(0)	8	(12)	(17)	(27)
运营资本变动	(719)	(1,024)	(439)	(24)	325
税金	(460)	(638)	(972)	(1,285)	(1,651)
其他经营现金流	2	(5)	703	917	238
经营活动产生的现金流	1,067	1,351	3,349	5,149	5,863
购买固定资产净值	(122)	(257)	(175)	(193)	(212)
投资减少/增加	7	36	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(115)	(222)	(175)	(193)	(212)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	13	14	30
支付股息	(1,046)	(1,394)	(1,664)	(2,515)	(3,142)
其他融资现金流	327	407	12	17	27
融资活动产生的现金流	(719)	(987)	(1,640)	(2,484)	(3,085)
现金变动	234	142	1,534	2,472	2,566
期初现金	704	937	1,079	2,613	5,084
公司自由现金流	952	1,130	3,174	4,956	5,651
权益自由现金流	952	1,130	3,186	4,970	5,681

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	937	1,079	2,613	5,084	7,650
应收帐款	721	1,846	3,200	4,208	5,312
库存	1,196	1,486	2,382	3,156	4,042
其他流动资产	151	178	275	348	405
流动资产总计	3,004	4,589	8,470	12,798	17,409
固定资产	808	855	1,046	1,127	1,228
无形资产	308	352	341	329	317
其他长期资产	1,863	2,230	2,153	2,193	2,224
长期资产总计	2,978	3,437	3,540	3,649	3,769
总资产	5,983	8,026	12,010	16,447	21,178
应付帐款	221	294	397	515	638
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,496	2,161	4,667	7,296	9,779
流动负债总计	1,717	2,455	5,064	7,811	10,418
长期借款	0	0	13	26	57
其他长期负债	1	9	9	9	9
股本	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
储备	2,854	4,123	5,342	6,832	8,694
股东权益	4,248	5,517	6,736	8,226	10,088
少数股东权益	16	45	188	375	608
总负债及权益	5,983	8,026	12,010	16,447	21,178
每股帐面价值(人民币)	3.05	3.96	4.83	5.90	7.24
每股有形资产(人民币)	2.83	3.70	4.59	5.66	7.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.67)	(0.77)	(1.86)	(3.63)	(5.45)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	51.45	56.16	50.40	52.62	52.34
息税前利润率(%)	49.29	54.45	49.52	51.85	51.67
税前利润率(%)	49.24	54.35	49.98	52.06	51.87
净利率(%)	38.29	41.06	36.03	38.07	37.68
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.75	1.87	1.67	1.64	1.67
利息覆盖率(倍)	(8,949.8)	386.6	(338.6)	(327.1)	(257.1)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.05	1.26	1.20	1.23	1.28
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	32.8	24.9	19.1	13.7	11.0
核心业务市盈率(倍)	41.7	29.6	19.3	14.6	11.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	45.8	34.8	26.6	19.1	15.3
市净率(倍)	12.9	9.9	7.9	6.4	5.1
价格/现金流(倍)	51.5	40.7	16.4	10.7	9.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.0	17.9	13.0	9.0	6.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	99.9	101.0	108.7	109.5	111.1
应收帐款周转天数	2.6	3.2	18.3	18.3	18.3
应付帐款周转天数	55.3	65.4	54.8	54.8	54.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	62.49	63.22	57.74	62.79	62.79
净资产收益率(%)	39.24	39.65	41.64	46.56	46.79
资产收益率(%)	27.97	27.48	24.01	24.35	23.63
已运用资本收益率(%)	37.89	39.43	42.84	47.42	47.86

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371