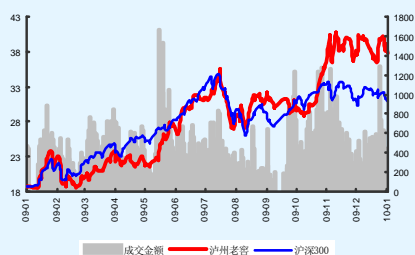


## 泸州老窖（000568）点评

——股权激励计划重启，未来增长有保障

基本数据	2010-01-22
收盘价（元）	36.97
市盈率	31
市净率	13.5
股息率（分红/股价）	-
每股净资产（元）	2.74
资产负债率%	29.46%
总股本（亿股）	13.94
流通A股（亿股）	7.15
流通A股市值（亿元）	515.36

一年内股价走势：



相关研究：

《泸州老窖三季报点评：白酒增长较缓，华西证券贡献较大》2009-10-15

研究员：陈荣新

电话：020-37865152

EMAIL：chenrx@wlzq.com.cn

报告日期：2010-01-25

**事件：**公司1月23日公告：泸州老窖第六届董监事会四次会议，审议通过了《关于修订〈泸州老窖股份有限公司股票期权激励计划〉的议案》。

**点评：**

- **1. 股权激励大大提高了公司的核心队伍的积极性。** 搁置近四年的股权激励计划如今再度开启，大大提高了公司的核心队伍的积极性，有利于激发管理层的进取心，将对公司的经营业绩产生极大的促进作用。
- **2. 股权激励计划变化更为合理，预计股东大会通过的可能性较大。** 从公布股票期权激励计划修改来看，更为合理，预计股东大会通过的可能性较大。其修改主要变化有：（1）激励数量减少较大；（2）高管激励份额大为减少，高管和骨干员工的激励数量比更为倾向于骨干员工；（3）行权条件更易达成。
- **3. 对业绩的影响。** 假设股权激励计划顺利获得通过，我们估算，公司的激励计划中间所涉及的期间费用对业绩影响较小，而所带来的业绩提升较大，可较大程度上提高2011年及其后的业绩。
- **盈利预测：** 根据激励计划的公布，我们调整了公司的盈利预测。预测公司09-11年的每股收益分别为1.18元、1.31元和1.51元，对应市盈率为31倍、28倍和24倍。维持“增持”评级。

表1: 股票期权激励计划修改摘录

项目	修改前	修改后
1. 对激励对象的确定依据及其范围的修改	本计划激励对象目前担任公司的董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员和核心技术（业务）相关职务。其中核心技术（业务）人员占 0.92%。	本计划激励对象目前担任公司的董事（不含独立董事）、高级管理人员及骨干员工。其中骨干员工占 0.64%。
2. 对股权激励计划所涉及的股票来源和股票数量的修订	本计划拟授予激励对象 2,400 万份股票期权，每份股票期权拥有在可行权日以行权价格和行权条件购买一股公司人民币普通股的权利； 本计划授予给激励对象的股票期权为 2,400 万份，对应的标的股份数量为 2,400 万股，占当前公司总股本 841,399,673 股的 2.85%。	本计划拟授予激励对象 1,344 万份股票期权，每份股票期权拥有在可行权日以行权价格和行权条件购买一股公司人民币普通股的权利； 本计划授予给激励对象的股票期权为 1,344 万份，对应的标的股份数量为 1,344 万股，占当前公司总股本 1,394,239,476 股的 0.96%。
4. 对股权激励计划的有效期期的修订	本计划有效期为自股票期权授权日起 10 年时间	本计划有效期为自股票期权授权日起 5 年时间
8. 对股票期权的行权条件的修订	扣除非经常性损益后的净利润比上年增长不低于 30%，且净资产收益率（扣除非经常性损益）不低于 10%。	（1）扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于 12%；（2）净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值。

资料来源：公司公告

### 点评：

#### 1. 股权激励大大提高了公司的核心队伍的积极性。

搁置近四年的股权激励计划如今再度开启，大大提高了公司的核心队伍的积极性，有利于激发管理层的进取心，将对公司的经营业绩产生极大的促进作用。虽然公司属于国有企业，但引进核心人员激励计划后有利于更好的做到将管理层的切身利益和公司股东的利益结合起来，从而在白酒业这个竞争较为激励的行业中保持领先地位。

#### 2. 股权激励计划变化更为合理，预计股东大会通过的可能性较大

从公布股票期权激励计划修改来看，更为合理，预计股东大会通过的可能性较大。

其修改主要变化有：

（1）激励数量减少较大。授予给激励对象的股票期权从之前的 2,400 万份（占当前公司总股本 841,399,673 股的 2.85%）调整到 1,344 万份（占当前公司总股本 1,394,239,476 股的 0.96%）。

（2）高管激励份额大为减少，高管和骨干员工的激励数量比更为倾向于骨干员工。激励计划减少了对领导层的激励数量比例，增加了高管以外的骨干员工的数量比例，高管和骨干员工占比从之前的 1.93：0.92 调整到 0.32：0.64。这种调整一方面符合国务院国资委等相关部门近几年对国有控股上市公司进行股权激励出台新规定，有利于更好地使得激励计划获得通过；另一方面，增加骨干员工的比例也有利于增加生产、营销和管理等中层员工的归属感和积极性。

(3) 行权条件更易达成。调整后的行权条件规定 2011-2013 年每年利润增长率达到 12%, 净资产收益率不得低于 30%且不得低于同行业上市公司 75 位值, 从当前公司发展状况来看并不难达成。

### 3. 对业绩的影响。

假设股权激励计划顺利获得通过, 我们估算, 公司的激励计划中间所涉及的期间费用对业绩影响较小, 而所带来的业绩提升较大, 可较大程度上提高 2011 年及其后的业绩。

表2: 预计授权后各年度的期权费用分摊

年度	预计可行权股票 期权数量 (万份)	预计可行权股票期权数 量占授予总数的比例	预计需摊销的期权费用
第1年	0	0%	470.4万份×每份期权在授予日的公允价值
第2年	0	0%	470.4万份×每份期权在授予日的公允价值
第3年	403.2	30%	268.8万份×每份期权在授予日的公允价值
第4年	403.2	30%	134.4万份×每份期权在授予日的公允价值
第5年	537.6	40%	0

**盈利预测:** 根据激励计划的公布, 我们调整了公司的盈利预测。预测公司 09-11 年的每股收益分别为 1.18 元、1.31 元和 1.51 元, 对应市盈率为 31 倍、28 倍和 24 倍。维持“增持”评级。

表3: 利润表预测

利润表预测						
(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	1,926.21	2,926.85	3,798.38	4,393.63	4,916.53	5,617.19
营业成本	840.73	1,260.63	1,288.93	1,368.81	1,505.69	1,675.60
营业税金及附加	152.72	216.58	263.44	307.55	344.16	393.20
销售费用	294.42	352.41	512.79	571.17	589.98	674.06
管理费用	133.65	167.80	227.30	263.62	294.99	365.12
财务费用	10.86	13.93	2.21	17.57	19.67	22.47
<b>营业利润</b>	492.76	1,062.63	1,676.23	2,184.91	2,546.04	2,947.54
加: 营业外收入	3.46	3.87	11.43	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	491.83	1,063.33	1,653.56	2,184.91	2,436.04	2,827.54
减: 所得税	169.76	291.48	386.52	546.23	609.01	706.89
<b>净利润</b>	322.06	771.84	1,267.04	1,638.68	1,827.03	2,120.66
减: 少数股东损益	-0.50	-1.52	1.05	-10.00	-4.00	10.00
归属于母公司的净利润	322.57	773.37	1,265.99	1,648.68	1,831.03	2,110.66
每股收益 (元)	0.23	0.55	0.91	1.18	1.31	1.51

资料来源: wind, 万联证券

表4: 盈利预测假设

盈利预测假设	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
酒业综合毛利率	57.03%	60.37%	65.70%	68.85%	69.38%	70.17%
营业税金及附加	152.72	216.58	263.44	307.55	344.16	393.20
销售费用	294.42	352.41	512.79	571.17	589.98	674.06
管理费用	133.65	167.80	227.30	263.62	294.99	365.12
净利润	323	773	1,266	1,649	1,831	2,111
净利润率	16.75%	26.42%	33.33%	37.52%	37.24%	37.57%

资料来源: wind, 万联证券

**风险提示:**

1. 股权激励计划未获通过;
2. 绩效考核从2011年开始, 可能不利于2010年业绩释放。

**投资评级说明:**

公司投资评级:

买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内, 股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级:

看好	报告日后六个月内, 行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内, 行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内, 行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您, 不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系, 表示投资的相对比重建议; 投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况, 比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数: 沪深300指数

**免责声明:**

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有, 未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式翻版、复制、刊登。