

食品饮料行业

报告原因: 公司公告

泸州老窖 (000568)

买入

股权激励计划点评

首次评级

2010年1月27日

公司研究/点评报告

市场数据: 2010年1月27日

收盘价(元)	34.5
一年内最高/最低(元)	40.39/18.22
市净率	12.6
市盈率(2009E)	29.9
流通A股市值(百万元)	24,679

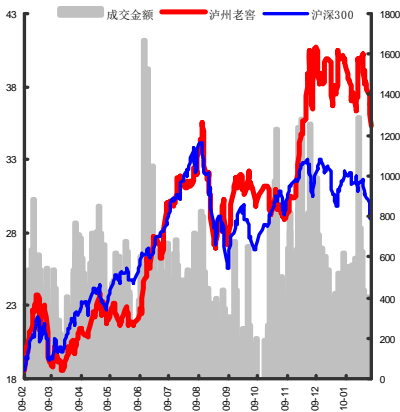
盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	销售利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	3,798	29.8	1,267	63.7	0.91	33.4	36.3	37.9
2009E	4,403	15.9	1,608	27.0	1.15	36.6	31.5	29.9
2010E	5,492	24.7	2,034	26.5	1.46	37.1	28.5	23.6
2011E	6,673	21.5	2,492	22.5	1.79	37.4	25.9	19.3

注: “市盈率”是指目前股价除以各年业绩

公司近期市场表现(最近一年):



执笔人

罗胤

Tel: 010-82190365

Email: luoyin@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

重要事件:

公司公告《股票期权激励计划(修订稿)》,并定于2月9日召开临时股东大会审议相关方案。

投资要点:

● **方案修订稿出台,获通过概率较高。**2006年6月公司启动股权激励计划,公告股权激励计划草案并获股东大会通过,后因国资委06年9月出台新规《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,使得原草案部分内容需重新修订,计划被暂时搁置。2008年起,相关股权激励计划再启,目前修订稿出炉,与2006年的方案相比,公司重启的股权激励计划做出了较大调整:(1)拟授予的股票期权数量由2400万份降至1344万份,相应所占公司可比股本总额比例由2.85%降至0.96%(1%以下);(2)等待期由1年延至2年;(3)授予高管的期权分配比例由67.71%降至36.09%,相应核心骨干分配比例由32.29%上升至63.91%;(4)对各期行权数量、比例做出了具体安排。本次股权激励修订稿基本符合《试行办法》的各项要求,并加大了对技术、销售等核心骨干人员的激励力度,有助于公司长远发展,预计方案获股东大会审议通过并启动实施概率较高。

● **行权条件较为宽松,约束重点转向。**考虑到与06年草案出台时相比,目前白酒行业的经营环境有所不同,公司自身的发展阶段与经营状况也存在一定变化,公司在行权条件中放松了对净利润增长的要求,将原有的30%的净利润增速降至12%水平,但提高了对净资产收益率的要求,将其由10%提高至30%,业绩考核重点转向了对自有资本运用效率的考察。总体来讲,对比公司近5年的业绩情况来看,本次方案行权条件较为宽松,未来公司可行权概率较高。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

● **股票期权预计摊销费用 2.91 亿元。**由于股权激励草案与修订案之间相隔时间较远，市场环境有所变化，公司股票二级市场价格与行权价格存在一定差距。假设股权激励的行权条件全部满足且激励对象全额行权，预计则需公司摊销股权激励费用 2.91 亿元。不过，相对于公司较强的盈利能力来讲，激励费用的摊销对其业绩影响有限，预计对 2010 年业绩影响不足 5%。

● **投资建议：**公司此次股权激励计划重在增强骨干员工归属感，有助于调动员工积极性，利好公司长远发展。且随着宏观经济的逐步向好，高端产品 1573 有望表现出较强的增长弹性。我们预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.15、1.46、1.79 元，对应动态市盈率分别为 29.9、23.6、19.3 倍，以 2010 年业绩来看具有较强的估值提升空间，首次给予“买入”评级。

● **风险提示：**股权激励方案尚需股东大会审议并报证监会备案。

表 1：泸州老窖股权激励修订方案解析

	试行办法新规	2006 年方案	本次方案
拟授予期 权数		2400 万份	1344 万份
占股本总 额比例	上市公司首次实施股权激励计划授予的股权数量原则上应控制在上市公司股本总额的 1% 以内。	占激励计划签署时泸州老窖股本总额 841,399,673 股的 2.85%	占激励计划签署时泸州老窖股本总额 1,394,239,476 股的 0.96%
行权价格		12.78 元	12.78 元
激励计划 有效期		10 年	5 年
等待期	行权限制期原则上不得少于 2 年	1 年	2 年
高级管理 人员期权 分配数量 及占比	高级管理人员个人股权激励预期收益水平，应控制在其薪酬总水平（含预期的期权或股权收益）的 30% 以内	1625 万份，占计划授予总量的 67.71%，占总股本的 1.93%	485 万份，占计划授予总量的 26.09%，占总股本的 0.32%
骨干员工 期权分配 数量占比		775 万份，占计划授予总量的 32.29%，占总股本的 0.92%	859 万份，占计划授予总量的 63.91%，占总股本的 0.64%
行权条件		2006 年 扣除非经常性损益后、以总股本 841,399,673 股计算的每股收益不低于 0.2 元/股，且净资产收益率（扣除非经常性损益）不低于 10%。	2011 年 (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

	2007年	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%。	2012年	(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
	2008年	度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%。	2013年	(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
行权安排	<p>1、在股权激励计划有效期内，应采取分次实施的方式，每期股权授予方案的间隔期应在一个完整的会计年度以上。</p> <p>2、在股权激励计划有效期内，每期授予的股票期权，均应设置行权限制期和行权有效期，并按设定的时间表分批行权。</p>		<p>在2006——2008年的3个会计年度中，分年度进行绩效考核并行权，每个会计年度考核一次，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。</p> <p>1、激励对象首个考核年度考核达标，在等待期满至计划有效期结束止，可行权数量为获授股票期权总额的30%。</p> <p>2、激励对象第二个考核年度考核达标，在等待期满一年后至计划有效期结束止，可行权数量为获授股票期权总额的30%。</p> <p>3、激励对象第三个考核年度考核达标，在等待期满两年后至计划有效期结束止，可行权数量为获授股票期权总额的40%。</p>	

资料来源：证监会 公司公告 山西证券研究所

表2：近5年泸州老窖净利润增速及净资产收益率

	2005	2006	2007	2008	2009Q3
净利润增速（扣除非经常性损益后）	3.08	16.94	27.68	40.77	34.50
净资产收益率（扣除非经常性损益）	21.77	576.90	123.66	84.46	16.40

资料来源：山西证券研究所

表3：泸州老窖股权激励费用摊销（假设股东大会日为授予日）

	2010	2011	2012	2013	2014
预计可行权股票期权数量（万份）	0	0	403.2	403.2	537.6
预计可行权股票期权数量占授予总数的比例	0	0	30%	30%	40%
预计需摊销的期权份数	418.8	470.4	290.9	149.1	14.7
当前股票价格	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5

预计需摊销的期权费用 (万元)	9059.71	10174.75	6292.02	3225.66	318.58
对当期业绩的影响(%)	4.39	3.90	1.97		

资料来源：山西证券研究所

## ► 盈利预测

表 4：盈利预测表

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
<b>一、营业总收入</b>	<b>3,798.38</b>	<b>4,403.27</b>	<b>5,491.59</b>	<b>6,672.76</b>
营业收入	3,798.38	4,403.27	5,491.59	6,672.76
<b>二、营业总成本</b>	<b>2,294.05</b>	<b>2,526.80</b>	<b>3,084.13</b>	<b>3,693.44</b>
营业成本	1,288.93	1,458.56	1,762.85	2,101.32
营业税金及附加	263.44	273.00	329.50	387.02
销售费用	512.79	484.36	604.07	734.00
管理费用	227.30	308.23	384.41	467.09
财务费用	2.21	2.64	3.29	4.00
资产减值损失	-0.61	0.00	0.00	0.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>171.91</b>	<b>189.10</b>	<b>204.22</b>	<b>220.56</b>
投资净收益	171.91	189.10	204.22	220.56
<b>四、营业利润</b>	<b>1,676.23</b>	<b>2,065.57</b>	<b>2,611.69</b>	<b>3,199.89</b>
加：营业外收入	11.43	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	34.10	6.00	6.00	6.00
<b>五、利润总额</b>	<b>1,653.56</b>	<b>2,063.57</b>	<b>2,609.69</b>	<b>3,197.89</b>
减：所得税	386.52	453.99	574.13	703.54
<b>六、净利润</b>	<b>1,267.04</b>	<b>1,609.59</b>	<b>2,035.56</b>	<b>2,494.35</b>
减：少数股东损益	1.05	1.29	1.63	2.00
归属于母公司所有者的净利润	<b>1,265.99</b>	<b>1,608.30</b>	<b>2,033.93</b>	<b>2,492.36</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.91</b>	<b>1.15</b>	<b>1.46</b>	<b>1.79</b>
净利润增长率(%)	<b>63.70</b>	<b>27.04</b>	<b>26.46</b>	<b>22.54</b>

资料来源：山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。