

泸州老窖(000568.sz)

股权激励方案推出，业绩有望提速

熊峰 研究员
电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

汤玮亮 研究助理
电话: 020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

事件

泸州老窖1月23日发布公告，拟授予公司董事、高级管理人员、骨干员工1344万份股票期权，行权价格为12.78元，有效期为5年。

投资分析要点

(1) 股权激励顺利推出将稳定军心，公司发展有望再次提速。公司是第一家实现股权激励的老名酒企业，激励机制好于茅台、五粮液、汾酒等。完成股权激励之后，靴子落地、军心稳定，公司管理层和骨干员工更可专注于公司的发展，未来几年内有望再次提速。公司有 859 万份的股权面向管理层以外的骨干员工，占比高达 63.91%，有助于调动全公司上下的积极性。(2) 激励方案略有调整，对 EPS 的摊薄效应较小。与 2006 年的股权激励草案相比，行权价格 12.78 元不变，期权数量从 2400 万份降至 1344 万份，占总股本的 0.96%，对 EPS 的摊薄效应较小。(3) 行权条件较宽松。此次股权激励行权条件较为宽松，2011-2013 年每年保持 12% 的净利润增长即可，我们认为公司可轻松完成考核目标，此次股权激励主要解决了高管和骨干人员的后顾之忧。(4) 期权费用摊销方式。参考最新的收盘价，1344 万股期权对应的期权费用为 3.25 亿元，2010、2012 年各需摊销期权费用为 1.14 亿元，影响 EPS 0.08 元。(5) 未来业绩增长动力强劲。双轮驱动，成长思路明晰；公司高端酒 1573 基数较小，远低于茅台、五粮液，1573 量可继续增长；老窖特曲品牌基础良好，先提价后放量，有望回归真实价值，成长潜力巨大。

关键假设

09-11 年 1573 销量增速为 3%、15%、15%。

盈利预测和投资评级

预计 09-11 年实现每股收益 1.153、1.299、1.616 元，分别同比增长 27%、13%、24%，给予“买入”的投资评级。

股价表现的催化剂

1573 销量增速加快，特曲持续提价，2010 年一季度销售好于预期。

风险提示

从激励方案看，管理层缺乏动力做高 2010 年的业绩。

公司评级

买入

当前价格(元)	36.97
目标价格(元)	45.20
前次评级	买入

股价走势

泸州老窖(000568)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.52%	26.52%	102.39%
上证综指	-.35%	7.04%	90.39%

股票数据

总股本(万股)	139,423.9
	5
流通 A 股 (万股)	71,532.38
主要股东:	
泸州老窖集团有限责任公司	
主要股东持股比例	21.52%
流通 A 股比例	51.31%

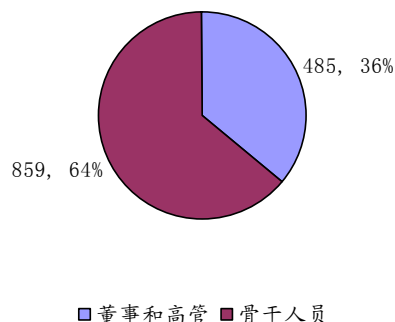
财务比率

ROE	36.40%
ROA	24.86%
资产负债率	31.42%
每股净资产(元)	2.49

2008 年报数据。

图 1: 激励对象股票期权分配

激励对象股票期权分配



数据来源: 公司公告

表 1: 股权激励方案的绩效考核目标

年度	行权条件
2011 年度	(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
2012 年度	(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
2013 年度	(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

数据来源: 公司公告

表 2: 期权费用摊销方式

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

数据来源: 公司公告

表 3: 三大报表预测 单位: 百万元

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2927	3798	4293	5478	6910
减: 营业成本	1261	1289	1457	1775	2205
营业税金及附加	217	263	386	603	760
营业费用	352	513	515	657	829

管理费用	168	227	279	394	498
财务费用	14	2	(8)	(19)	(30)
资产减值损失	12	(1)	0	0	0
加: 投资收益	159	172	360	260	260
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	(0)	(0)	0	0	0
营业利润	1063	1676	2023	2327	2908
加: 其他非经营损益	1	(23)	0	0	0
利润总额	1063	1654	2023	2327	2908
减: 所得税	291	387	416	517	662
净利润	772	1267	1607	1811	2246
减: 少数股东损益	(2)	1	0	0	0
归属母公司股东净利润	773	1266	1607	1811	2246
资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	186	322	751	1385	2177
应收和预付款项	822	640	726	778	981
存货	1239	1189	1344	1715	2163
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	789	1343	1343	1343	1343
投资性房地产	21	0	0	0	0
固定资产和在建工程	941	848	788	720	649
无形资产和开发支出	177	299	266	234	201
其他非流动资产	6	0	0	0	0
资产总计	4183	4640	5217	6174	7514
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	1470	1146	1279	1590	1967
长期借款	0	0	0	0	100
其他负债	2	2	2	2	2
负债合计	1472	1147	1280	1592	2069
股本	871	1394	1394	1394	1394
资本公积	703	351	351	351	351
留存收益	1130	1733	2537	3442	4565
归属母公司股东权益	2704	3478	4282	5187	6310
少数股东权益	6	15	15	15	15
股东权益合计	2711	3493	4297	5202	6325
负债和股东权益合计	4183	4640	5577	6794	8394
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	1230	815	1303	1599	1867
投资性现金净流量	(1256)	(67)	(83)	(83)	(88)
筹资性现金净流量	(306)	(487)	(792)	(881)	(986)
现金流量净额	(332)	261	428	634	792

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

泸州老窖(000568)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。