

泸州老窖：重启股权激励方案

泸州老窖股票期权激励计划点评

报告关键点：

- 重启股权激励方案，骨干员工占比大幅提升；
- 行权条件严格，但达标无忧；
- 前三年将摊销较大的期权费用

报告摘要：

- 重启股权激励方案，骨干员工占比大幅提升：**根据四川省国资委的要求，在对公司股票期权激励计划进行适当修订后，泸州老窖昨日发布公告，公布了新的股权激励计划。公司将授予高管和骨干员工143人共1344万份股票期权，行权价格为不低于12.78元。对比3年前的方案，新方案授予股票期权的份额由2400万份减至1344万份，骨干员工在激励方案的股权占比由原来的32.29%大幅提升至63.91%。历经3年又经过多次与相关部门协调沟通（对比原方案有16处修改），我们认为该方案成功的概率较大。尽管此前关于泸州老窖股权激励方案获批已在市场的普遍预期之内，而且第一次行权在2012年，但此次重启股权激励方案仍会引起市场的普遍关注。
- 行权条件严格，但达标无忧：**新方案对公司业绩考核的要求为2011-2013年的3个分年度进行考核，每年在扣除非经常性损益后净利润比上年增长不低于12%，净资产收益率不得低于30%，而且不得低于同行业上市公司75位值。另外，此次股权激励有效期也从10年缩短至5年。参照公司近几年的经营业绩以及对公司未来成长趋势的分析，我们认为：作为我国一线白酒的代表公司，泸州老窖攻守兼备发展策略以及行业领先的公司治理水平，使其达到方案的考核要求基本无忧。
- 具有示范作用：**由于一线白酒上市公司基本为国资控股，此次公司股权激励计划的实施将对国资白酒类上市公司的股权激励起到示范作用。近年，一些二线白酒上市公司通过改制间接解决股权激励的问题，而作为一线白酒上市公司在国资控股的股权结构不改变的情况下，各地国资部门会参照泸州老窖此次股权激励的经验，针对公司高管和骨干员工采取股权激励政策，以激发其为公司的发展和发挥最大的创造力和主观能动性。
- 前三年将摊销较大的期权费用：**根据新方案的说明，公司前三年将摊销近90%的期权费用，以当前的股价我们大致测算10和11年每年大约为1.2-1.3亿元，2012年大约为7000万左右。结合期权费用的摊销，我们预测公司09-11年的EPS分别为1.15、1.38和1.65元。其中白酒业务的EPS分别为0.95、1.2和1.51元。对于2010年，我们给予公司白酒业务 30X PE，证券业务 15X PE，6个月的目标价为41元，维持增持-A 的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **41.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 41.00 元

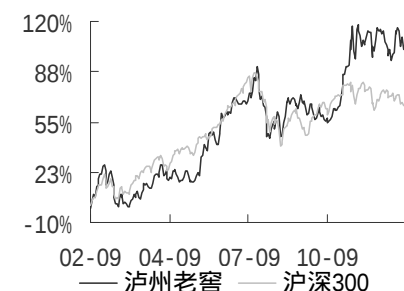
现价： 36.97 元

报告日期： **2010-01-24**

市场数据

总市值(百万元)	51,545.03
流通市值(百万元)	26,445.52
总股本(百万股)	1,394.24
流通股本(百万股)	715.32
12 个月最高/最低	18.22/40.39 元
十大流通股东(%)	27.11%
股东户数	49,618

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.41)	27.90	36.69
绝对收益	(6.52)	26.52	102.29

研究员

李铁
行业分析师

010-66581633

litie2@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,926.9	3,798.4	4,530.6	6,116.1	7,508.6
Growth(%)	51.9%	29.8%	19.3%	35.0%	22.8%
净利润	771.8	1,267.0	1,604.8	1,932.8	2,311.6
Growth(%)	139.8%	63.7%	26.5%	20.4%	19.6%
毛利率(%)	56.9%	66.1%	65.1%	63.5%	63.3%
净利率(%)	26.4%	33.3%	35.3%	31.5%	30.7%
每股收益(元)	0.55	0.91	1.15	1.38	1.65
每股净资产(元)	1.94	2.51	2.85	3.27	3.77
市盈率	66.7	40.7	32.2	26.7	22.4
市净率	19.0	14.8	13.0	11.3	9.8
净资产收益率(%)	28.5%	36.3%	40.4%	42.4%	44.0%
ROIC(%)	42.0%	51.3%	32.9%	42.1%	49.8%
EV/EBITDA	28.1	30.1	24.2	19.3	16.1

前期研究成果

泸州老窖：攻守兼备

2009-12-16

泸州老窖：业绩符合预期，期待四季度绽放

2009-10-16

泸州老窖：上半年防守，下半年反击

2009-07-30

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2010-1-22**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,926.9	3,798.4	4,530.6	6,116.1	7,508.6	成长性					
减: 营业成本	1,260.6	1,288.9	1,582.7	2,234.9	2,754.7	营业收入增长率	51.9%	29.8%	19.3%	35.0%	22.8%
营业税费	216.6	263.4	344.3	477.1	585.7	营业利润增长率	115.6%	57.7%	24.8%	26.1%	18.9%
销售费用	352.4	512.8	543.7	700.3	863.5	净利润增长率	139.8%	63.7%	26.5%	20.4%	19.6%
管理费用	167.8	227.3	294.5	385.3	488.1	EBITDA 增长率	97.3%	54.1%	22.5%	24.3%	17.2%
财务费用	13.9	2.2	-34.4	-69.1	-119.0	EBIT 增长率	113.8%	55.9%	22.5%	24.9%	17.4%
资产减值损失	11.7	-0.6	-11.5	-	-	NOPLAT 增长率	137.5%	62.3%	24.4%	19.1%	18.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	33.0%	94.1%	-7.1%	0.0%	-10.3%
投资和汇兑收益	158.8	171.9	280.0	250.0	200.0	净资产增长率	20.8%	28.9%	13.9%	14.7%	15.3%
营业利润	1,062.6	1,676.2	2,091.3	2,637.7	3,135.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.7	-22.7	1.0	-121.0	-119.0	毛利率	56.9%	66.1%	65.1%	63.5%	63.3%
利润总额	1,063.3	1,653.6	2,092.3	2,516.7	3,016.6	营业利润率	36.3%	44.1%	46.2%	43.1%	41.8%
减: 所得税	291.5	386.5	487.5	583.9	705.0	净利率	26.4%	33.3%	35.3%	31.5%	30.7%
净利润	771.8	1,267.0	1,604.8	1,932.8	2,311.6	EBITDA/营业收入	38.9%	46.2%	47.5%	43.7%	41.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	36.8%	44.2%	45.4%	42.0%	40.2%
货币资金	444.3	703.6	2,401.2	3,822.1	5,710.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	67	62	66	53	46
应收帐款	93.2	49.2	72.7	98.2	120.5	流动营业资本周转天数	84	131	162	106	72
应收票据	160.7	529.4	631.4	852.4	1,046.5	流动资产周转天数	303	239	250	260	278
预付帐款	568.2	61.1	-561.5	-1,440.7	-2,524.4	应收帐款周转天数	7	4	3	3	3
存货	1,239.4	1,188.7	1,215.6	1,716.5	2,115.8	存货周转天数	152	116	96	86	92
其他流动资产	-0.0	0.0	6.9	23.9	38.8	总资产周转天数	489	454	456	416	408
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	267	345	368	263	203
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	789.4	1,342.6	1,342.0	1,342.0	1,342.0	ROE	28.5%	36.3%	40.4%	42.4%	44.0%
投资性房地产	21.5	-	-	-	-	ROA	17.2%	24.9%	25.1%	24.9%	24.9%
固定资产	518.5	790.6	859.3	930.9	1,005.5	ROIC	42.0%	51.3%	32.9%	42.1%	49.8%
在建工程	422.7	57.3	40.4	30.2	24.1	费用率					
无形资产	177.4	298.9	299.0	299.1	299.2	销售费用率	12.0%	13.5%	12.0%	11.5%	11.5%
其他非流动资产	56.6	71.7	82.7	86.3	88.4	管理费用率	5.7%	6.0%	6.5%	6.3%	6.5%
资产总额	4,491.9	5,093.1	6,389.6	7,760.7	9,266.7	财务费用率	0.5%	0.1%	-0.8%	-1.1%	-1.6%
短期债务	-	-	485.8	483.7	477.7	三费/营业收入	18.2%	19.5%	17.7%	16.6%	16.4%
应付帐款	600.4	281.4	170.5	240.7	296.7	偿债能力					
应付票据	397.1	155.6	191.0	269.7	332.5	资产负债率	39.7%	31.4%	37.8%	41.2%	43.3%
其他流动负债	781.3	1,161.7	1,564.4	2,206.8	2,903.9	负债权益比	65.7%	45.8%	60.7%	70.2%	76.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.41	1.58	1.56	1.58	1.62
其他非流动负债	2.3	1.6	1.0	-0.2	-1.4	速动比率	0.71	0.84	1.06	1.05	1.10
负债总额	1,781.1	1,600.2	2,412.7	3,200.7	4,009.3	利息保障倍数	77.31	760.71	-59.74	-37.17	-25.36
少数股东权益	6.4	14.8	18.6	23.3	28.8	分红指标					
股本	871.4	1,394.2	1,394.2	1,394.2	1,394.2	DPS(元)	0.22	0.35	0.80	0.97	1.16
留存收益	1,833.0	2,083.8	2,564.1	3,142.5	3,834.4	分红比率	39.4%	38.6%	70.0%	70.0%	70.0%
股东权益	2,710.8	3,492.8	3,977.0	4,560.0	5,257.4	股息收益率	0.6%	0.9%	2.2%	2.6%	3.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	771.8	1,267.0	1,604.8	1,932.8	2,311.6	EPS(元)	0.55	0.91	1.15	1.38	1.65
加: 折旧和摊销	72.6	84.0	93.7	104.1	115.4	BVPS(元)	1.94	2.51	2.85	3.27	3.77
资产减值准备	11.7	-0.6	-11.5	-	-	PE(X)	66.7	40.7	32.2	26.7	22.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.0	14.8	13.0	11.3	9.8
财务费用	10.9	13.9	2.2	-34.4	-69.1	P/FCF	-	-48.5	21.2	26.8	18.7
投资收益	-158.8	-171.9	-280.0	-250.0	-200.0	P/S	17.6	13.6	11.4	8.4	6.9
少数股东损益	-1.5	1.1	3.9	4.6	5.5	EV/EBITDA	28.1	30.1	24.2	19.3	16.1
营运资金的变动	665.4	-230.8	789.9	904.9	1,267.8	CAGR(%)	35.8%	22.2%	23.7%		
经营活动产生现金流量	1,228.8	814.0	2,166.4	2,627.3	3,381.4	PEG	1.9	1.8	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,255.7	-67.3	140.6	86.8	19.8	ROIC/WACC	5.3	6.5	4.1	5.3	6.3
融资活动产生现金流量	-306.5	-486.9	-600.5	-1,282.6	-1,501.3	REP	2.4	1.7	2.8	2.2	2.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李铁，食品饮料行业分析师。经济学学士，格拉斯哥大学 (Glasgow University) 会计和财务管理硕士，中国注册会计师、中国注册税务师。曾就职于德勤华永会计师事务所，2008 年 1 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034