

二重重装 (601268.SH) 重型机械行业**评级：买入 上调评级****公司点评****董亚光**分析师 SAC 执业编号：S1130206110212
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

公布有进攻性的股权激励方案

事件

公司公布了股票期权激励方案，其主要内容如下：

1、首期计划拟授予的股票期权数量为 796 万份，对应标的股份占公司当前 16.9 亿股总股本的 0.47%，行权价格为 10.34 元/股。

2、激励对象共计 124 人，包括公司董事长、总经理在内的 8 位高管、56 位核心技术人员和 59 位核心管理人员，授予份数从 14 万至 4 万份不等。股票来源为公司向激励对象定向发行的 A 股股票。股权激励计划实施后激励对象缴纳的股权认购款项，用于补充公司的流动资金。

3、首期计划的行权限制期为 2 年，从授权日（自股东大会审议通过该股票期权激励计划起 30 日内，公司应当按相关规定召开董事会对激励对象进行首次授予）起计算，行权限制期内激励对象不可行权。首期计划的行权有效期为 3 年，从首期授权日开始起计算第 3 年至第 5 年。

4、激励对象行权采取匀速分批行权方式，所授予的股票期权自股票期权授权日满两年后，在满足行权条件的前提下，激励对象可对获授的股票分 3 年（期）行权。前 2 年每年可以行权不超过获授期权总量 33% 的股票期权，第 3 年可以行权不超过获授期权总量 34% 的股票期权。

5、首期计划各行权期条件：每个行权期的上一年度，营业收入增长率均不低于 20%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润增长率均不低于 25%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净资产收益率分别不低于 10%、10.5% 和 11%；同时以上三项指标均应不低于近 3 年公司对应指标平均值及对标企业平均水平（及 75 分位值）。

6、首期股票期权激励计划有效期内，所有激励对象承诺：股票期权激励收益最高不超过该期股票期权授予时薪酬总水平（含股票期权激励收益）的 40%，超过部分归公司所有。

7、该股票期权激励计划有效期为自首期授权日起 10 年。该股票期权激励计划有效期内全部有效的股票期权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过本公司股本总额的 10%。

评论

行权条件具有挑战性，彰显公司未来发展信心：根据该激励计划的授权条件，2010 年公司可实施股票期权授权，2012-2014 年即可开始行权；若要满足行权条件，以营业收入为例，则 2011-2013 年每年同比增长不能低于 20%，2010 年公司的营业收入若达到目标 90 亿元，则需 2011 年达到 108 亿元、2012 年达到 129.6 亿元、2013 年达到 155.5 亿元，激励对象方可到期行权，而该收入增长率是高于我们预测值的。

首期激励计划带有试验性，但意义重大：首期计划涉及的股权期权数量虽并不算多，但公司作为央企，应是在和国资委沟通的前提下提出该方案的，因此意义重大，而且获批的可能性较大；由于整个股票期权激励计划有效期有 10 年，所涉及的标的股票总数累计不超过总股本的 10%，因此不排除公司在首期计划实施效果良好的基础上，实施规模更大的第 2 期激励计划，有利于公司长期发展。

维持盈利预测，上调评级至买入：我们维持对公司的盈利预测，鉴于公司提出有进攻性的股票期权激励方案，并且股价已低于我们认为合理的 10.20-12.00 元区间，我们上调公司评级至买入。

图表1：财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,593	7,498	7,555	9,097	10,848	12,681	货币资金	1,895	3,439	3,284	3,500	4,300	5,100
增长率		34.0%	0.8%	20.4%	19.3%	16.9%	应收款项	1,470	2,648	3,680	3,685	4,160	4,587
主营业务成本	-4,458	-6,158	-6,159	-7,356	-8,612	-9,908	存货	2,902	4,347	4,048	4,434	5,191	5,972
% 销售收入	79.7%	82.1%	81.5%	80.9%	79.4%	78.1%	其他流动资产	299	572	741	738	863	993
毛利	1,136	1,340	1,396	1,741	2,237	2,774	流动资产	6,566	11,005	11,753	12,356	14,513	16,652
% 销售收入	20.3%	17.9%	18.5%	19.1%	20.6%	21.9%	% 总资产	65.1%	72.1%	66.1%	65.3%	67.8%	70.7%
营业税金及附加	-32	-32	-47	-57	-65	-76	长期投资	59	2	6	7	6	6
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,907	3,748	5,510	6,114	6,526	6,557
营业费用	-112	-126	-130	-155	-184	-216	% 总资产	28.8%	24.6%	31.0%	32.3%	30.5%	27.9%
% 销售收入	2.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	无形资产	530	492	459	432	372	321
管理费用	-467	-527	-581	-664	-770	-888	非流动资产	3,519	4,259	6,015	6,554	6,905	6,886
% 销售收入	8.4%	7.0%	7.7%	7.3%	7.1%	7.0%	% 总资产	34.9%	27.9%	33.9%	34.7%	32.2%	29.3%
息税前利润 (EBIT)	525	655	638	866	1,217	1,594	资产总计	10,085	15,265	17,768	18,911	21,419	23,538
% 销售收入	9.4%	8.7%	8.4%	9.5%	11.2%	12.6%	短期借款	1,760	2,740	3,453	2,451	3,630	4,075
财务费用	-140	-212	-278	-265	-322	-409	应付款项	4,543	6,678	6,558	6,896	7,527	8,156
% 销售收入	2.5%	2.8%	3.7%	2.9%	3.0%	3.2%	其他流动负债	67	46	227	215	245	277
资产减值损失	-20	-5	-64	-29	-3	-3	流动负债	6,371	9,465	10,238	9,563	11,402	12,507
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,410	2,056	3,144	2,644	2,644	2,645
投资收益	37	-2	0	0	0	0	其他长期负债	8	1,242	1,493	791	791	791
% 税前利润	9.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	7,788	12,763	14,875	12,998	14,838	15,943
营业利润	401	436	297	572	891	1,183	普通股股东权益	2,293	2,452	2,835	5,855	6,524	7,537
营业利润率	7.2%	5.8%	3.9%	6.3%	8.2%	9.3%	少数股东权益	4	50	58	58	58	58
营业外收支	5	-81	60	30	10	0	负债股东权益合计	10,085	15,265	17,768	18,911	21,419	23,538
税前利润	405	355	357	602	901	1,183	比率分析						
利润率	7.2%	4.7%	4.7%	6.6%	8.3%	9.3%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-7	-8	23	-30	-90	-118	每股指标						
所得税率	1.6%	2.3%	-6.5%	5.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.287	0.249	0.274	0.338	0.480	0.630
净利润	399	347	380	572	811	1,064	每股净资产	1.650	1.764	2.039	3.465	3.860	4.460
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	每股经营现金流	0.266	0.035	0.075	0.674	0.572	0.841
归属于母公司的净利润	398	347	380	572	811	1,064	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.030	0.030	0.030
净利率	7.1%	4.6%	5.0%	6.3%	7.5%	8.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.37%	14.14%	13.41%	9.77%	12.44%	14.12%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	3.95%	2.27%	2.14%	3.03%	3.79%	4.52%
净利润	0	0	380	572	811	1,064	投入资本收益率	9.44%	7.92%	6.61%	6.97%	8.03%	9.50%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	0	394	363	461	532	主营业务收入增长率	27.51%	34.05%	0.76%	20.41%	19.26%	16.89%
非经营收益	0	0	278	343	393	506	EBIT增长率	117.36%	24.88%	-2.57%	35.66%	40.55%	31.01%
营运资金变动	0	0	-948	-139	-699	-681	净利润增长率	254.30%	-12.96%	9.69%	50.44%	41.83%	31.18%
经营活动现金净流	0	0	104	1,139	966	1,421	总资产增长率	42.67%	51.36%	16.40%	6.43%	13.26%	9.89%
资本开支	-508	-926	-2,131	-883	-799	-510	资产管理能力						
投资	23	6	-54	-1	0	0	应收账款周转天数	48.8	71.8	119.2	115.0	107.0	99.0
其他	0	213	130	0	0	0	存货周转天数	201.8	214.8	248.8	220.0	220.0	220.0
投资活动现金净流	-486	-707	-2,055	-884	-799	-510	应付账款周转天数	77.5	117.4	157.3	130.0	115.0	105.0
股权募资	71	0	58	2,499	-92	0	固定资产周转天数	138.8	132.8	176.1	182.5	187.1	172.4
债权募资	820	2,362	1,913	-2,203	1,179	446	偿债能力						
其他	-258	-248	-192	-335	-454	-557	净负债/股东权益	55.52%	85.80%	141.90%	40.36%	42.02%	31.75%
筹资活动现金净流	632	2,114	1,779	-39	633	-111	EBIT利息保障倍数	3.7	3.1	2.3	3.3	3.8	3.9
现金净流量	147	1,406	-172	216	800	800	资产负债率	77.22%	83.61%	83.72%	68.73%	69.27%	67.73%

来源：公司年报，国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-21	持有	10.72	10.20 ~ 12.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室