

正泰电器（601877）：实施股权激励，启动新一轮增长期 增持（维持）

电气设备

2010年11月22日

陈龙

021-58824282-839

chenlong@txsec.com

事件描述：

2010年11月20日，公司发布股票期权激励计划和股票增值权激励计划，公司拟向激励对象授予1,823.22万份股票期权，占公司总股本1.81%，其中首次授予1,640.90万份，激励对象主要包括公司董事、高级管理人员以及主要技术人员共208人，预留182.32万份，预留部分的授予激励对象由董事会提出；同时公司拟授予20万份股票增值权，激励对象为公司董事、副总裁刘时祯。股票期权有效期为自股票期权授予日起7年，等待期为2年，股票期权的行权价格为22.43元。我们从以下几个方面对公司股权激励计划做出解读。

评论：

- 1. 行权条件。**此次公司授予的股票期权（包括预留部分）在行权期的四个会计年度中，分年度进行绩效考核并行权，行权条件为每年净资产收益率不低于10%，四年净利润复合增长率不低于10%，营业收入复合增长率不低于10%，从公司行权条件看，公司行权条件相对宽松，公司若要达到行权的业绩要求较为容易，我们认为公司设定较低行权条件的主要目的是通过授予股权激励对象公司股票期权，保留住公司管理层以及主要技术骨干力量，维持公司运营稳定。从公司发展历史来看，公司也一直是通过分散公司股权留住公司管理层及主要技术骨干等中坚力量，而公司也是依靠这些中坚力量逐步发展壮大，此次公司授予激励对象股权，也是延续公司一直贯彻的发展方针，通过授予公司管理层以及主要技术骨干股票期权，充分激励他们的积极性，有利于公司保持稳定发展。
- 2. 激励对象。**公司此次股权激励对象共208人，包括公司董事、高级管理人员以及主要技术人员，激励对象范围几乎涵盖了公司经营管理的的所有中高层人员，这对于稳定公司经营管理团队、吸引与保留优秀管理人才和技术骨干、保证企业稳健发展都有重要意义。
- 3. 预留股权。**公司此次授予的股票期权包括首次授予股票期权与预留部分两部分组成，其中首次授予1,640.90万份，占拟授予股票期权总数的90%，预留182.32万份，占拟授予股票期权总数的10%。公司此次预留的股票期权将在未来一年内授予新引进及晋升的中高级管理人才及公司核心骨干，我们认为公司此举有利于激励公司目前尚未获得股票期权但具有较大潜力员工的积极性，提高公司经营效率，提升公司业绩，因实施股权激励所带来费用的增加将远低于因实施股权激励所带来的业绩提升，因此公司此举是收获人才与业绩的一举两得之举。
- 4. 行权价格。**公司此次行权价格为22.43元，而目前公司股票价格为21.71元，低于行权价格，彰显出管理层对公司未来发展充满信心，公司未来释放业绩的动能更加充分。
- 5. 即将启动新一轮增长期。**主要理由有两点：（1）公司是低压电器龙头企业，市场占有率达到10%以上，公司主营产品配电电器、控制电器等产品主要应用于城、农网输送的各个环节，产品需求与城农网投资密切相关，根据国家发改委与国家能源局规划，我国未来几年将启动新一轮城农网改造升级建设，城农网改造投资力度也将大幅增加，对于公司产品需求将持续增加，公司未来将充分受益农网改造，未来业绩增长有保障；（2）公司新业务取得突破，即将步入收获期。公司新产品研发与生产主要由公司子公司上海正泰电源系统有限公司与上海诺雅克电气有限公司进行，其中上海电源公司主要产品为光伏逆变器和风电逆变器等，诺雅克公司主要产品为智能控制电器及配电电器等，公司目前在大力推广该类产品，2010年上半年，电源公司与诺雅克公司实现收入1,110万元，取得初步成效，未来随着公司募投项目产能的逐步释放，公司新业务也将步入收获期。

6. **盈利预测及投资评级：**我们预计2010年-2012年每股收益分别为0.66元、0.82元、1.05元，按照11月19日的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为33倍、26倍、21倍，在电力工业快速发展，国家电网积极推进智能电网建设和城农网改造，以及国家加大新能源产业发展支持力度的大背景下，公司将长期受益，随着公司募投项目的逐步投产，解决公司产能瓶颈问题，公司未来将迎来新一轮快速增长期。我们看好公司的长期发展前景，维持公司“增持”的投资评级。
7. **风险提示：**1) 进一步开拓高端产品的风险；2) 国际业务拓展不利导致出口业务再次下滑的风险；3) 原材料价格大幅波动的风险；4) 大盘系统性风险。

图表 1：正泰电器盈利预测表（单位：万元）

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	444,209	480,152	612,654	802,142	1,048,776
营业收入增长率(%)	6.15%	8.09%	27.60%	30.93%	30.75%
综合毛利率(%)	25.17%	28.16%	26.82%	25.93%	25.62%
二、营业成本	332,382	344,929	448,313	594,107	780,066
营业税金及附加	2,667	3,144	3,676	4,813	6,293
资产减值损失	1,006	1,851	800	900	901
期间费用	49,510	60,127	71,680	94,252	125,329
其中：销售费用	23,595	24,238	31,552	40,107	51,390
管理费用	24,309	36,410	45,030	56,952	71,317
财务费用	1,606	-520	-4,901	-2,807	2,622
期间费用率(%)	11.15%	12.52%	11.70%	11.75%	11.95%
加：公允价值变动净收益	-5	5	10	10	10
投资净收益	513	-52	400	400	400
三、营业利润	59,153	70,052	88,594	108,480	136,598
营业利润增长率(%)	3.69%	18.43%	26.47%	22.45%	25.92%
营业利润率(%)	13.32%	14.59%	14.46%	13.52%	13.02%
加：营业外收入	448	7,917	450	550	650
减：营业外支出	2,412	8,988	1,000	1,000	1,000
四、利润总额	57,188	68,981	88,044	108,030	136,248
利润总额增长率(%)	1.26%	20.62%	27.64%	22.70%	26.12%
减：所得税	13,538	11,784	15,408	18,905	23,843
五、净利润	43,650	57,197	72,637	89,125	112,404
净利润增长率(%)	13.10%	31.03%	26.99%	22.70%	26.12%
其中：归属于母公司所有者净利润	38,846	52,234	66,826	82,886	105,660
归属于母公司所有者净利润增长率(%)	6.14%	34.46%	27.93%	24.03%	27.48%
少数股东损益	4,804	4,962	5,811	6,239	6,744
摊薄每股收益	0.39	0.52	0.66	0.82	1.05

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040