

常发股份 (002413.SZ) 其它通用设备行业

评级：买入 上调评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

限制性股票激励方案彰显管理层进取心和信心

事件

常发股份 5 月 17 日公告限制性股票股权激励草案：（1）拟授予激励对象限制性股票 335 万股，占公司总股本的 2.28%，股票来源于定向发行。（2）激励对象为公司的副总经理、总经理助理、事业部经理、核心技术人员、部门负责人、主要业务骨干，目前确定 45 人。（3）首次授予股票价格为 11.53 元，为前 20 个交易日均价的 50%。（4）股权激励有效期 4 年，从第 2 年开始分 3 次解锁，解锁比例为 30%、30%和 40%。（5）解锁条件：以 2010 年净利润为基数，2011-2013 年的净利润增速不低于 30%、69%和 120%；2011-2013 年加权平均净资产收益率不低于 8%、9%和 10%。

评论

三年净利润复合增速 30%的解锁条件彰显公司积极进取的决心和信心：根据行权条件，公司未来三年净利润复合增速要达到 30%，这对于市场而言是一颗定心丸。常发股份是一家主动积极扩张规模的冰箱空调配件企业，发展战略是通过规模实现低成本，并以“低成本+好品质”树立竞争壁垒，在稳定现有客户的同时扩张市场份额。去年 5 月 IPO 不久便将超募资金全部投入扩产项目，IPO 募投项目与超募项目全部达产后预计收入将增加约 40 亿（图表 1），考虑部分铝箔和铜管用于自给自足的合并，2013 年收入规模也很有希望达到 40 亿以上。而且公司努力依靠技改提高生产效率，在不增加工人数的条件下增加产能，降低人工成本；加上铝箔项目达产后毛利率达到正常水平（去年毛利率仅为 1.88%，到今年年底有望毛利率提高到 6-8%）。因此，我们认为公司有条件达到行权条件所要求的增长率。

限制性股权激励有助于激发管理层积极性：首次授予股票价格为 11.53 元，为前 20 个交易日均价的 50%；意味着管理层已可预期 50%的收益，未来如果股价继续上涨，获益将更为丰厚，因此激励作用较大，令管理层利益与股东利益高度一致。本次股权激励授予的对象是直接影响公司业绩和持续发展的副总、核心技术人员和业务骨干，公司现任董事和监事均不参与，因此对激励对象而言收益和责任更为明确，激励作用也将更为明显。

无需担心股权激励成本增加管理费用：股权激励成本将在 2012-2014 年中按照解锁比例进行摊销，计入当期管理费用。假设授予日股票价格为 23.05 元，那么三年摊销额分别为 1158 万元、1158 万元、1544 万元，相当于 2010 年净利润的 13.6%、13.6%和 18.1%，2010 年管理费用的 32%、32%和 43%。虽然管理费用增加较多，但是已经计入考核标准，相信管理层将力保毛利增长快于费用增长，达到行权条件。

投资建议

盈利预测调整：我们认为该激励预案在证监会备案无异议的可能性较大，因此根据期权激励费用调整盈利预测，预计 2011 年-2013 年收入分别为 22.9、30.2 和 40.6 亿元，增速分别为 41%、32%和 34%，EPS 分别为 0.770、1.048 和 1.414 元，净利润增速分别为 33%、36%和 35%。

上调“持有”评级为“买入”：3 月 30 日我们将公司评级下调为“持有”，至今股价已向下调整 12%。尽管公司是上游配件企业，但在复合 30%的增长确定性较大的情况下，我们认为 6-12 个月合理估值为 $30 \times 11PE/25 \times 12PE$ ，即 23.1-26.2 元，距现价有 5-19%空间，本次上调评级为“买入”。

图1：IPO 募投项目与超募项目全部达产后预计收入增加约 40 亿（部分铝箔和铜管收入会被合并掉）

项目		总投资额 (万元)	产品	原有产能 (万套)	新增产能 (万套)	目的	建设开始时间	建设周期 (月)	预计收入	税后利润	税后利 润率
募 投 项 目	蒸发器、冷 凝器生产线 扩能改造项 目	15000	翅片式蒸发器	165	180	扩产	09 年底已付 设备款 2000 多万	24	69,490	3,867	5.6%
			丝管式蒸发器	350	250						
			丝管式冷凝器	155	150						
			粘结式蒸发器	315	140						
			空调两器	290	170						
年 产 3 万 吨 铝 箔 项 目	18000	铝箔	——	3 万吨	自用率在 23%左右	09 年底已开 始基建和购 买设备，已 使用 1.2 亿	24	52,500	3,518	6.7%	
小计	31000							121,990	7,385	6.1%	
超 募 项 目	铝箔二期项目（年产 3 万吨铝箔、4 万吨铝板项目）	29158	铝箔	——	3 万吨	延伸产业 链，扩大销 售，成为空 调铝箔龙头	2010 年底	16	113,673	4753.85	4.2%
			铝板	——	4 万吨						
	新建 30000 吨高性能精密铜管项目（分三期实施，先实施一期年产 10000 吨、投资 8500 万元）	39830	精密铜管	——	一期 1 万 吨，三期 全部 3 万 吨	延伸产业链	2010 年底	一期 14 个月	一期全部自用		
							二期三期有不确定性		167690	7500	4.5%
	小计	68988							281,363	12,254	4.4%

来源：国金证券研究所

图2：公司业绩考核条件较高

批次	解锁时间	公司业绩考核条件	解锁比例
第一批	授予日 12 个月后	2011 年加权平均净资产收益率不低于 8%，2011 年较 2010 年净利润增长率不低于 30%	30%
第二批	授予日 24 个月后	2012 年加权平均净资产收益率不低于 9%，2012 年较 2010 年净利润增长率不低于 69%	30%
第三批	授予日 36 个月后	2013 年加权平均净资产收益率不低于 10%，2013 年较 2010 年净利润增长率不低于 120%	40%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：董事监事不参与股权激励计划

序号	姓名	部门	职务	股票数量（万股）
1	于海丰	总经理办公室	副总经理	35
2	黄亚松	总经理办公室	副总经理、营销公司总经理	15
3	黄晓秋	总经理办公室	副总经理、铝箔事业部总经理	20
4	刘训雨	董事会秘书办公室	副总经理、董事会秘书	20
5	江俊杰	财务部	财务总监、总经理助理	20
6	刘亚明	营销公司	公司总经理助理、产品经理	20
7	单俊	营销公司	产品经理	15
8	顾立波	营销公司	产品经理	20
9	张晓光	新区事业部	事业部副总经理	10
10	陆华欧	新区事业部	新区二分厂厂长	4
11	胡茂军	冰箱两器事业部	事业部副总经理	10
12	王席昌	冰箱两器事业部	总经理助理兼资材部长	5
13-18	杨正兴等 6 人	冰箱两器事业部	二至八分厂厂长	29
19	朱红良	空调两器事业部	技术部长	4
20	黄汉东	设备管理部	副部长	4
21	黄立华	铝箔事业部	质量部长	4
22	糜红卫	技术工艺部	部长	5
23	蔡俊复	质量管理部	副部长	4
24	谈小良	工模具分厂	副厂长	4
25	周君	营销公司	信息计划部长	5
26-45	何惠中等 20 人	营销公司	销售经理	57
46	预留限制性股票			25
合 计				335

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司三张报表及预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,051	966	1,623	2,291	3,022	4,058
增长率		-8.1%	68.0%	41.2%	31.9%	34.3%
主营业务成本	-913	-814	-1,430	-2,028	-2,680	-3,609
% 销售收入	86.9%	84.2%	88.1%	88.5%	88.7%	88.9%
毛利	138	153	192	263	342	449
% 销售收入	13.1%	15.8%	11.9%	11.5%	11.3%	11.1%
营业税金及附加	-5	-2	-3	-3	-5	-6
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-29	-32	-43	-60	-73	-89
% 销售收入	2.8%	3.4%	2.7%	2.6%	2.4%	2.2%
管理费用	-29	-24	-36	-53	-70	-93
% 销售收入	2.7%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润（EBIT）	75	94	110	148	195	261
% 销售收入	7.1%	9.8%	6.8%	6.4%	6.5%	6.4%
财务费用	-16	-3	-2	5	10	14
% 销售收入	1.6%	0.3%	0.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-9	-5	-4	-6	-6	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	49	86	104	146	198	268
营业利润率	4.7%	8.9%	6.4%	6.4%	6.6%	6.6%
营业外收支	2	2	12	5	7	9
税前利润	51	88	116	151	205	277
利润率	4.8%	9.1%	7.1%	6.6%	6.8%	6.8%
所得税	-13	-24	-30	-38	-51	-69
所得税率	26.6%	26.8%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	37	65	85	113	154	208
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	37	65	85	113	154	208
净利率	3.5%	6.7%	5.2%	4.9%	5.1%	5.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润			0	113	154	208
少数股东损益			0	0	0	0
非现金支出			0	51	73	94
非经营收益			0	1	-5	-10
营运资金变动			0	197	140	279
经营活动现金净流			0	363	362	571
资本开支			-167	-254	-152	-181
投资			0	-1	0	0
其他			0	0	0	0
投资活动现金净流			-167	-255	-152	-181
股权募资			655	0	0	0
债权募资			-17	67	-85	19
其他			-8	-2	-2	1
筹资活动现金净流			631	64	-86	20
现金净流量			464	172	124	410

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	95	189	496	668	791	1,201
应收款项	158	235	448	554	696	890
存货	85	116	237	250	330	445
其他流动资产	48	9	92	103	136	182
流动资产	387	549	1,272	1,575	1,954	2,718
% 总资产	61.1%	61.5%	76.2%	72.2%	73.6%	77.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	183	284	317	526	613	710
% 总资产	29.0%	31.8%	19.0%	24.1%	23.1%	20.2%
无形资产	58	56	75	78	85	91
非流动资产	246	344	397	608	700	803
% 总资产	38.9%	38.5%	23.8%	27.8%	26.4%	22.8%
资产总计	633	893	1,670	2,183	2,654	3,522
短期借款	80	18	0	67	-18	0
应付款项	268	508	551	902	1,297	1,931
其他流动负债	12	15	34	17	22	30
流动负债	360	541	585	985	1,302	1,961
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	360	541	585	985	1,302	1,962
普通股股东权益	273	352	1,085	1,198	1,352	1,560
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	633	893	1,670	2,183	2,654	3,522

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.338	0.587	0.579	0.770	1.048	1.414
每股净资产	2.485	3.199	7.378	8.147	9.195	10.610
每股经营现金净流	0.901	2.036	-1.066	2.468	2.464	3.884
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.59%	18.35%	7.85%	9.45%	11.40%	13.33%
总资产收益率	5.87%	7.23%	5.10%	5.18%	5.81%	5.90%
投入资本收益率	15.52%	18.66%	7.50%	8.75%	10.96%	12.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.30%	-8.06%	67.98%	41.17%	31.91%	34.29%
EBIT增长率	-22.66%	26.37%	17.01%	33.64%	32.12%	33.75%
净利润增长率	-28.68%	73.76%	31.79%	32.94%	36.23%	34.91%
总资产增长率	-13.57%	41.04%	86.96%	30.75%	21.56%	32.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.6	56.3	47.9	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	59.9	45.1	45.0	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	40.5	52.4	47.8	50.0	53.0	57.0
固定资产周转天数	60.6	61.4	62.9	69.8	69.4	57.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.75%	-48.51%	-45.71%	-50.18%	-59.90%	-76.95%
EBIT利息保障倍数	4.5	28.3	44.8	-32.6	-20.2	-18.0
资产负债率	56.83%	60.59%	35.04%	45.14%	49.06%	55.71%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-10-28	买入	22.46	23.40 ~ 24.70
2	2011-03-30	持有	24.74	23.70 ~ 26.90

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室