

激励力度较大，行权条件不高

——星宇股份（601799）股权激励方案点评

要点：

- **事件描述。**公司发布股权激励计划方案：拟采取定向发行新股方式向激励对象授予300万股限制性股票，其中首次授予126名激励对象280万股，有效期为首次限制性股票授予日起48个月，分4次解锁，每次25%；此外为首次授予后一年内新引进及晋升的中高级管理人才及公司核心骨干预留20万股，分3次解锁。
- **激励力度较大，利于核心团队稳定。**首次授予激励对象包括公司部分董事、高级管理人员、其他中高级管理人员、核心技术人员以及业务骨干，约占员工总数8.5%，覆盖面较广；我们认为此前公司管理层薪酬在可比零部件上市公司中偏低，此次授予价格定在9.61元，激励力度较大，同时激励对象解锁需满足前一年度绩效考核合格，因此有利于提升核心团队的稳定性和积极性，对公司经营带来正面影响。
- **行权业绩条件不高。**行权业绩条件为，以2010年业绩为基准年，2011年~2014年合并报表营收及净利润增长分别不低于15%、30%、50%、75%，4年营收和净利润CAGR约为15%；我们认为该业绩条件较保守，公司未来增长超出这一底线的难度不大。
- **方案对股本摊薄甚微，费用对业绩稀释有限。**此次激励方案累计摊薄股本仅1.27%，若摊到每个年度对公司影响更甚微；假设2012年1月1日授予，激励费用合计为2690.8万元，其中摊销至2012年~2015年的费用分别为1401.46、728.76、392.41、168.18万元，分别影响当年EPS约0.06、0.03、0.02、0.01元。
- **短期增长放缓不改中长期良好的成长性。**尽管短期来看，受乘用车行业景气下滑、日本地震以及主要原材料价格持续高企影响，预计公司2季度业绩增速有所放缓，但我们仍然坚定看好公司的中长期成长性，核心理由在于：公司近年客户、产品结构持续优化，综合竞争力日益提升；未来几年国内整车行业产能扩张、需求增速趋于平稳预期下，主机厂的成本节约要求将更加强烈，相对于国内以外企、合资企业为主的竞争对手，公司的成本、响应两大关键优势有助于加速挤占对手的份额，进而实现超越行业周期的成长。结合下游形势并考虑激励成本，调整公司2011~2013年每股收益预测分别为0.85（24X）、1.12（18X）、1.38（15X）元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示。**乘用车行业景气度下滑。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

报告日期：2011年07月14日

分析师

冉飞

☎0755-83516212 ✉ ranf@cgws.com

执业证书编号：S1070510120001

投资评级：强烈推荐（维持）

股本及行情数据 当前价格：20.00元

总市值（百万元）	4735.2
流通市值（百万元）	1200
股本（百万股）	236.76
流通股本（百万股）	60
12个月最高/最低（元）	24.69/17.7
十大流通股占总股本比	6.51%
大股东	周晓萍

公司盈利预测

	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1233	1561	1886
(+/-%)	42%	27%	21%
净利润(百万元)	201	265	327
(+/-%)	47%	32%	24%
摊薄 EPS(元)	0.85	1.12	1.38
市盈率（倍）	24	18	15

公司股价表现图



相关报告

- 《步入加速成长期，给予强烈推荐》 201102
- 《客户、产品结构持续优化，机遇大于挑战》 201104

201104

表 1: 公司首次授予的限制性股票解锁安排及业绩考核条件

批次	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
1	授予日 12 个月后	以 2010 年度为基准年, 2011 年营业收入增长率不低于 15%, 2011 年净利润增长率不低于 15%。	25%
2	授予日 24 个月后	以 2010 年度为基准年, 2012 年营业收入增长率不低于 30%, 2012 年净利润增长率不低于 30%。	25%
3	授予日 36 个月后	以 2010 年度为基准年, 2013 年营业收入增长率不低于 50%, 2014 年净利润增长率不低于 50%。	25%
4	授予日 48 个月后	以 2010 年度为基准年, 2014 年营业收入增长率不低于 75%, 2014 年净利润增长率不低于 75%。	25%

数据来源: 公司公告、长城证券研究所

表 2: 公司预留限制性股票解锁安排及业绩考核条件

批次	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
1	授予日 12 个月后且自首次授予日起 24 个月后	以 2010 年度为基准年, 2012 年营业收入增长率不低于 30%, 2012 年净利润增长率不低于 30%	40%
2	授予日 24 个月后且自首次授予日起 36 个月后	以 2010 年度为基准年, 2013 年营业收入增长率不低于 50%, 2013 年净利润增长率不低于 50%。	30%
3	授予日 36 个月后且自首次授予日起 48 个月后	以 2010 年度为基准年, 2014 年营业收入增长率不低于 75%, 2014 年净利润增长率不低于 75%。	30%

数据来源: 公司公告、长城证券研究所

表 3: 公司股权激励对象

序号	姓名	职务	获授股票数量 (万股)	占标的股票总数 比例	占公司股本总额 比例
1	张荣谦	董事	15.6	5.20%	0.07%
2	黄和发	董事、董秘、财务总监	7.87	2.62%	0.03%
3	徐惠仪	副总经理	12.38	4.13%	0.05%
4	俞志明	副总经理	10.96	3.65%	0.05%
以上公司董事、高管合计 4 人			46.81	15.60%	0.20%
公司其他中高级管理人员 15 人			96.07	32.02%	0.41%
技术及业务骨干 107 人			137.12	45.71%	0.58%
总计 126 人			280	93.33%	1.19%
预留股份数			20	6.67%	0.08%
合计			300	100.00%	1.27%

数据来源: 公司公告、长城证券研究所



附表 1: 公司盈利预测表

利润表 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	87077	123300	156138	188613	成长性				
营业总成本	71173	99742	124942	150073	营业收入增长	61.9%	41.6%	26.6%	20.8%
营业成本	62385	87270	108696	130963	营业成本增长	56.6%	39.9%	24.6%	20.5%
财务费用	-54	-296	-349	-423	营业利润增长	81.1%	48.1%	32.4%	23.5%
销售费用	5227	7151	8900	10562	利润总额增长	83.6%	47.0%	32.2%	23.4%
管理费用	3095	4685	6948	8110	净利润增长	72.5%	47.0%	32.3%	23.5%
投资净收益	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	15904	23559	31197	38539	毛利率	28.4%	29.2%	30.4%	30.6%
营业外收支	220	150	150	150	销售净利率	15.7%	16.3%	17.0%	17.4%
利润总额	16124	23709	31347	38689	ROE	32.3%	10.6%	12.3%	13.2%
所得税	2408	3556	4702	5803	ROIC	60.9%	47.5%	41.8%	45.2%
少数股东损益	80	101	123	141	营运效率				
净利润	13636	20052	26522	32745	销售费用/营业收入	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	3.6%	3.8%	4.5%	4.3%
货币资金	19283	141554	151989	182464	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	9086	13563	17175	20747	所得税/利润总额	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	6952	16029	20298	24520	应收帐款周转率	11.11	10.89	10.16	9.95
存货	26658	30544	38044	45837	存货周转率	3.20	3.05	3.17	3.12
流动资产合计	66694	208160	235590	283312	流动资产周转率	1.54	0.90	0.70	0.73
固定资产	17533	33954	45904	43360	总资产周转率	1.20	0.74	0.59	0.61
资产总计	87482	245297	284441	329244	偿债能力				
短期借款	2000	2000	2000	2000	资产负债率	51.8%	22.7%	24.0%	24.6%
应付款项	35878	45380	56522	68101	流动比率	1.65	4.11	3.72	3.73
流动负债合计	40310	50615	63344	75916	速动比率	0.99	3.51	3.12	3.13
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
负债合计	45291	55615	68344	80916	摊薄 EPS	0.77	0.85	1.12	1.38
股本	17676	23676	23676	23676	每股净资产	2.39	8.01	9.13	10.49
留存收益	23650	165040	191332	223421	每股经营现金流	0.46	0.64	1.21	1.53
少数股东权益	866	966	1089	1230	每股经营现金/EPS	0.6	0.8	1.1	1.1
权益合计	42191	189682	216097	248328	估值	2010A	2011E	2012E	2013E
负债和股东权益总计	87482	245297	284441	329244	PE	26.2	23.9	18.1	14.6
现金流量表 (万元)					PEG	0.77	0.86	0.77	-
经营活动现金流	8066	15158	28766	36129	PB	8.5	2.5	2.2	1.9
其中营运资本减少	-5722	-8890	-4265	-4676	EV/EBITDA	20.63	17.58	12.98	10.51
投资活动现金流	-11298	-19926	-17800	-5000	EV/SALES	4.19	3.94	3.11	2.58
其中资本支出	-11569	-20000	-18000	-5000	EV/IC	12.20	8.82	6.83	6.67
融资活动现金流	-825	127039	-530	-655	ROIC/WACC	5.71	4.46	3.92	4.24
净现金总变化	-4072	122271	10435	30475	REP	2.14	1.98	1.74	1.57

数据来源: wind、长城证券研究所

备注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润; 业绩预测中暂未调整股权激励所带来的股份变动。



研究员介绍:

冉飞: 汽车行业研究员, 2010年加入长城证券研究所。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

- 强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
- 推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
- 中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
- 回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

- 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
- 中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
- 回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>