

高行权价格彰显公司对于股价的信心


东方证券
ORIENT SECURITIES

公司评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2011 年 8 月 2 日)	40.76 元
目标价	68.00 元
行业	计算机硬件
报告发布日期	2011 年 8 月 4 日 星期四

王天一	军工行业高级分析师 执业证书编号: S0860210060001
联系人	张乐 8621-63325888-6098 zhangle@orientsec.com.cn

事件:

科大讯飞发布股权激励方案, 拟向包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员、公司核心技术(业务)人员在内的共计 370 人授予 2520 万份股票期权, 行权价格为 40.76 元。行权条件包括以 2008—2010 年净利润均值 6970 万元为基数, 2012 年至 2014 年的净利润三年定基增长率目标值分别为 40%, 80%, 120%; 2012 年至 2014 年的加权平均净资产收益率目标值分别为 7%, 8%, 9%, 以及发明专利数量增长率、研发投入增长率、部门层面考核、员工层面考核等指标。

我们的观点

较高的行权价格和较大的股权激励范围彰显了公司上下对于股价的信心。本次股权激励行权价格为 40.76 元, 高于公司去年定向增发价格, 同时授权人数高达 370 人, 占当前科大讯飞员工总数 1616 人的 22.90%, 反映了公司上下对于股价具有很强的信心。同时, 对于讯飞这样的软件公司来说, 人才是最核心的资产, 较大的股权激励范围也有利于吸引和保留优秀人才, 提升核心技术和管理人员的稳定性和积极性, 利于公司的长远发展。

期权成本对于公司利润影响较大。假设授权日价格比行权价格 40.76 元上涨 10% 为 44.84 元, 期权有效期加权平均值为 4.05 年, 预期波动率 30.46%, 标的股票股息率 0.74%, 无风险收益率 4.75%, 首次授予的期权行权数量为 988.3 万份计算, 假定所有激励对象全部行权, 则单位期权的公允价值为 15.01 元, 988.3 万份股票期权的理论总价值为 14835.01 万元。将在股票期权激励计划等待期内根据相关会计规定在等待期内分别计入成本费用, 同时计入资本公积。2011 年—2015 年期权成本摊销情况见下表:

表 1 2011 年-2015 年期权成本摊销情况预测

	2011	2012	2013	2014	2015
期权成本 (百万元)	4.33	51.92	50.07	28.43	13.60
东方预测净利润 (百万元)	151.84	221.46	364.39	—	—
成本占比	2.85%	23.44%	13.74%	—	—

资料来源: 公司股权激励方案, 东方证券研究所

从表中可以看出, 激励成本的高峰体现在 2012 年和 2013 年, 相对我们的预测, 期权成本的最大占比达到 23.44%, 可见行权成本在净利润中的占比较大, 考虑到实际中行权成本还高于预测值的可能性较大, 期权成本会对公司净利润产生较大的影响, 我们预期公司未来几年保持 50% 以上的增长速度, 且 2013 年后业绩爆发的可能性较大, 因此期权激励成本不会改变公司的发展趋势。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

净利润增速目标要求较低，但全面的行权考核指标有利于公司的长远发展。行权条件中的净利润增长目标为：以 2008—2010 年净利润均值 6970 万元为基数，2012 年至 2014 年的净利润三年定基增长率目标值分别为 40%，80%，120%，即 2012—2014 年的净利润不低于 9758 万元、12546 万元和 15334 万元，扣除行权成本的影响，增速要求相对于公司过去的成长性、以及市场对于公司未来的成长预期而言也很低，只是相当于设置了业绩增长的安全底线。

另一方面，除了净资产收益率和净利润增速指标外，公司还设置了发明专利数量增长率、研发投入增长率、部门层面考核、员工层面考核等指标，前两个指标对于以技术创新为公司核心驱动力的讯飞来说至关重要，是长期可持续发展的重要保证，后两个指标则将股权激励条件精确到部门和个人，避免了受激励人员在获取高额激励后丧失斗志，强化了激励效果。

坚定看好公司的发展前景。公司在电信、金融、电力、社保、手机、导航等行业的市场份额高达 80% 以上，具有全球最全面的中文语音数据资源，再结合国家的支持和公司的技术领先优势，共同打造了公司难以逾越的护城河。公司已经在布局移动互联网、教育和声纹识别三大百亿级业务。短期内语音教具产品在安徽省外推广和英语学习平台用户数的上升；电信增值业务、金融呼叫中心的快速发展，以及嵌入式产品在智能电视、车载控制系统中的应用将驱动公司业绩的快速增长。

由于公司的股权激励方案还需等待证监会批准，我们维持公司 2011—2013 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 0.60、0.88、1.45 元，维持公司“买入”评级，目标价 68 元。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	547	1,134	1,043	1,476	营业收入	436	590	823	1,240
现金	306	801	604	846	营业成本	188	227	289	375
应收账款	178	239	329	490	营业税金及附加	8	11	16	24
其它应收款	15	20	31	44	营业费用	62	84	116	176
预付账款	11	32	33	40	管理费用	94	133	189	295
存货	37	40	46	57	财务费用	-2	-2	-3	-3
其他	0	-	-	-	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	318	261	607	578	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	15	15	15	15	投资净收益	1	-	-	-
固定资产	186	178	527	499	营业利润	85	135	213	371
无形资产	68	67	66	64	营业外收入	29	35	35	35
其他	48	1	0	-0	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	865	1,395	1,650	2,054	利润总额	112	169	246	405
流动负债	170	158	193	232	所得税	11	17	25	40
短期借款	20	29	24	27	净利润	101	152	221	364
应付账款	78	79	100	120	少数股东损益	-0	-	-	-
其他	72	50	69	86	归属于母公司净利润	101	152	221	364
非流动负债	34	-	-	-	EBITDA	110	144	230	398
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.63	0.60	0.88	1.45
其他	34	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	204	158	193	232	会计年度	2010E	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	9	9	9	9	成长能力				
股本	161	252	252	252	营业收入	42.0%	35.3%	39.5%	50.7%
资本公积	265	597	597	597	营业利润	58.8%	59.6%	57.2%	74.7%
留存收益	227	379	600	965	净利润	26.0%	50.1%	45.9%	64.5%
归属母公司股东权益合计	653	1,228	1,449	1,813	获利能力				
负债和股东权益	865	1,395	1,650	2,054	毛利率	56.9%	61.6%	64.9%	69.8%
现金流量表					净利率	14.0%	23.2%	25.7%	26.9%
单位:百万元					ROE	15.5%	12.4%	15.3%	20.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.9%	9.5%	12.7%	17.9%
经营活动现金流	89	25	171	237	偿债能力				
净利润	101	152	221	364	资产负债率	23.5%	11.4%	11.7%	11.3%
折旧摊销	27	11	20	29	净负债比率				
财务费用	-3	-2	-3	-3	流动比率	322.6%	715.6%	541.2%	636.1%
投资损失	1	-	-	-	速动比率	301.1%	690.2%	517.2%	611.6%
营运资金变动	-35	-135	-67	-154	营运能力				
其它	-3	-1	-	-	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.7
投资活动现金流	-99	36	-367	-0	应收账款周转率	2.8	2.8	2.9	3.0
资本支出	-97	36	-367	-0	应付账款周转率	3.3	2.9	3.2	3.4
长期投资	-1	-	-	-	每股指标 (元)				
其他	-1	-	-	-	每股收益	0.40	0.60	0.88	1.45
筹资活动现金流	-51	434	-1	6	每股经营现金流	0.35	0.10	0.68	0.94
短期借款	-18	9	-5	2	每股净资产	2.59	4.87	5.75	7.19
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	91	-	-	P/E	101.6	67.7	46.4	28.2
资本公积增加	-	332	-	-	P/B	15.7	8.4	7.1	5.7
其他	-32	2	3	3	EV/EBITDA	91.2	69.3	43.5	25.1
现金净增加额	-60	495	-197	242					

资料来源：东方证券研究所整理

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn