

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

数码视讯 (300079)

股权激励方案点评

推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 23 日

期权激励，奠定长期增长的基石

证券分析师： 陈财茂 010-88005322 chencm@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120040

事项：

数码视讯披露股权激励草案，授予公司核心员工 216 人共计 1363 万份股票期权，行权价 25.56 元。

评论：

■ 期权激励：低行权价和低行权条件显示方案非常务实

数码视讯股权激励方案的核心内容为：(1) 期权对应的股票估计 1363 万股，占总股本 6.08%，首次授予 1227 万股，预留 136 万股。(2) 行权价为 25.56 元。(3) 激励对象为核心管理和技术人员 216 人，占到 2010 年底员工总数的 36.5%。(4) 行权调价为 2011-2013 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 15%、32.25%、52.08%，净资产收益率分别不低于 7.43%、7.87%、8.30%。我们对方案的点评如下：

(1) 期权总数：不至于过多稀释第一大股东的控股比例。数码视讯的原有股权结构相对分散，第一大股东为公司董事长郑海涛先生，持股 4132 万股，占到总股本的 18.4%，若全部期权行权后，第一大股东的持股比例仍为 17.4%。

(2) 25.56 元的行权价代表公司对长期价值底线的理解。公司选择低价进行股权激励，非常务实。

(3) 激励对象覆盖了 36.5% 的员工，均为核心技术和管理人员，有利于稳定团队，提高团队的凝聚力和战斗力。

(4) 行权条件相对较低，证监会很可能要求提高这一行权条件。

总体来看，数码视讯的激励方案为，低行权价和低行权条件，非常务实，选择在上市前所激励员工股票解禁后进行激励，有利于团队稳定和激发其工作热情。

■ 股价博弈：授权日之前股价上涨利好内部人

市场对于股权激励方案的解读一直存在一定的分歧，焦点在于：股权激励对短期股价的影响。多数人认为，在股权激励草案披露日至授权日，内部人并不希望股价上涨，我们认为，并不尽然如此。

如果短期股价上涨，对内部人的不利影响为：将增加期权激励成本，从而使得行权条件有可能无法达到。但是有利影响则包括：(1) 期权成本的增加并不带来现金流的流出，而这一部分成本抵扣所得税则体现为现金净流入，对企业价值其实是利好。(2) 股价处于行权价之上有利于激励内部员工。

因此，价格上涨唯一影响的是期权成本，但是因为公司的行权条件不高，因此，价格上涨对内部人影响不大。在原方案下，扣除期权成本之前的增长要求为：相对于 2010 年净利润，2011-13 年分别增长 18%、49%和 61%，如果股价上涨至 32 元（我们之前给予公司 6-12 月目标价），则增长要求分别为 21%、66%和 70%（以 2010 年为基数）。

■ 维持“推荐”评级

因股权激励方案还需要证监会备案、股东大会批准，我们暂时维持公司的盈利预测，即 2011-13 年 EPS 分别为 0.94 元、1.13 元和 1.33 元，对应的 PE 分别为 27、23、19 倍，目前账上净现金为 16.1 亿元，折成每股为 7.2 元，占到了市价的 28%，扣除净现金，对应 2011-13 年的 PE 分别为 19/16/14 倍，价值仍被低估，维持“推荐”评级。12 个月目标价 32 元（核心业务价值 24.8，相当于 11 年 26 倍 PE，每股净现金 7.2 元）。股价表现的催化剂为：（1）业绩超出预期；（2）获得区域性的大客户和订单；（3）超光网业务取得订单；（4）海外市场获得更大的增长，目前仅收入的 4.2%；（5）增值税退税有望增厚业绩 10-15%；（6）利用超募资金进行收购。而投资风险在于：数字化整转对业绩支撑的时间期限可能低于预期（预期支撑到 2015 年）。

表1：数码视讯股权激励成本对授权日价格的敏感性分析（单位：元/份，万份，万元）

单位价值	期权份数	25.56	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
第一个行权期	368	3.57	3.81	4.42	5.08	5.78	6.51	7.28	8.07	8.89	9.73	10.59
第二个行权期	368	4.38	4.62	5.25	5.91	6.61	7.33	8.08	8.85	9.64	10.46	11.29
第三个行权期	491	5.07	5.30	5.94	6.61	7.30	8.02	8.76	9.53	10.31	11.11	11.93
公允价值												
第一个行权期	368	1,313	1,401	1,628	1,871	2,128	2,398	2,679	2,971	3,272	3,581	3,898
第二个行权期	368	1,613	1,702	1,933	2,177	2,432	2,697	2,973	3,257	3,549	3,849	4,156
第三个行权期	491	2,489	2,603	2,916	3,243	3,583	3,936	4,300	4,675	5,059	5,452	5,854
合计	1,227	5,414	5,705	6,477	7,291	8,143	9,031	9,952	10,903	11,880	12,883	13,908
期权成本摊销												
2011 年成本		491	520	594	673	756	843	933	1,026	1,122	1,221	1,321
2012 年成本		2,730	2,886	3,295	3,729	4,184	4,659	5,152	5,663	6,188	6,726	7,278
2013 年成本		1,502	1,577	1,777	1,988	2,208	2,436	2,672	2,915	3,165	3,421	3,683
2014 年成本		691	723	810	901	995	1,093	1,195	1,299	1,405	1,515	1,626
占 2010 年净利	2010 年净利											
2011 年	14,917	3.0%	3.1%	3.6%	4.1%	4.6%	5.1%	5.6%	6.2%	6.8%	7.4%	8.0%
2012 年	14,917	16.5%	17.4%	19.9%	22.5%	25.2%	28.1%	31.1%	34.2%	37.3%	40.6%	43.9%
2013 年	14,917	9.1%	9.5%	10.7%	12.0%	13.3%	14.7%	16.1%	17.6%	19.1%	20.6%	22.2%
2014 年	14,917	4.2%	4.4%	4.9%	5.4%	6.0%	6.6%	7.2%	7.8%	8.5%	9.1%	9.8%
行权条件	原始条件	扣除期权成本前的净利润相对 2010 年增长率										
2011 年	15%	18%	18%	19%	19%	20%	20%	21%	21%	22%	22%	23%
2012 年	32%	49%	50%	52%	55%	57%	60%	63%	66%	70%	73%	76%
2013 年	52%	61%	62%	63%	64%	65%	67%	68%	70%	71%	73%	74%

资料来源：公司公告，wind 资讯、国信证券经济研究所整理

表2：数码视讯股权激励对象分布

职务	激励人数	职务	激励人数	职务	激励人数
部门副经理	15	副所长	1	事业部总经理	2
部门副总监	3	副院长	1	证券事务代表	1
部门经理	36	副总裁	2	总工程师	29
部门总监	8	副总经理	5	总经理	4
财务总监	1	技术经理	36	总经理助理	5
董事、副总裁	2	技术总监	1	组长	62
副经理	1	人力资源总监	1	合计	216

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3: 数码视讯盈利预测与估值表

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1740	1861	1969	2120
应收款项	189	208	230	254
存货净额	62	43	46	49
其他流动资产	18	1	2	2
流动资产合计	2009	2112	2246	2425
固定资产	103	142	171	196
无形资产及其他	44	40	35	31
投资性房地产	19	19	19	19
长期股权投资	102	102	102	102
资产总计	2278	2416	2574	2774
短期借款及交易性金融负债	0	20	10	10
应付款项	70	77	87	98
其他流动负债	61	46	53	62
流动负债合计	131	143	150	170
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	6	6	6	6
负债合计	138	149	156	177
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益	2139	2264	2416	2595
负债和股东权益总计	2278	2416	2574	2774

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.67	0.94	1.13	1.33
每股红利	0.50	0.37	0.45	0.53
每股净资产	19.10	10.11	10.78	11.59
ROIC	9%	12%	38%	43%
ROE	7%	9%	10%	12%
毛利率	69%	71%	71%	72%
EBIT Margin	31%	34%	34%	35%
EBITDA Margin	33%	35%	37%	38%
收入增长	23%	35%	18%	18%
净利润增长率	52%	41%	20%	19%
资产负债率	6%	6%	6%	6%
息率	2.0%	1.5%	1.8%	2.1%
P/E	38.4	27	23	19
P/B	2.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	48.8	33.4	27.4	22.7

资料来源: 公司资料和国信证券预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	350	474	560	663
营业成本	110	140	160	183
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	50	61	73	89
管理费用	77	109	128	150
财务费用	(10)	(30)	(32)	(34)
投资收益	3	4	4	5
资产减值及公允价值变动	(12)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	111	191	226	270
营业外净收支	47	32	42	48
利润总额	158	223	268	318
所得税费用	9	13	16	19
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	149	210	252	299

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	149	210	252	299
资产减值准备	9	(5)	1	1
折旧摊销	6	9	12	16
公允价值变动损失	12	2	2	2
财务费用	(10)	(30)	(32)	(34)
营运资本变动	(62)	4	(7)	(6)
其它	(9)	5	(1)	(1)
经营活动现金流	106	224	259	310
资本开支	(3)	(40)	(40)	(40)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(103)	(40)	(40)	(40)
权益性融资	1609	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(56)	(84)	(101)	(120)
其它融资现金流	55	20	(10)	0
融资活动现金流	1552	(64)	(111)	(120)
现金净变动	1556	120	108	151
货币资金的期初余额	185	1740	1861	1969
货币资金的期末余额	1740	1861	1969	2120
企业自由现金流	45	122	146	188
权益自由现金流	100	170	165	220

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 %之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。