

买入 维持

海隆软件 (002195)

2011 年 9 月 21 日

限制性股票激励提升业绩释放意愿

计算机与通信行业首席分析师：陈美凤
SAC 执业证书编号：S0850209080672

chenmf@htsec.com

021-23219409

联系人：蒋科

jiangk@htsec.com

021-23219474

9 月 20 日收盘价：16.86 元 6 个月目标价：25.50 元

事件：

公司今日公布限制性股票激励草案。限制性股票数量：本次计划拟授予的股票数量不超过 225 万股，占公告时公司股本总额的 2.01%，其中预留部分为 22 万股，占拟授予总量的 9.78%，预留股份在首期授予日次日起的 12 个月内进行授予，到期未授予的额度将不再授予。激励对象：公司董事、高层管理人员和核心员工共 52 人。授予价格：8.95 元，为前 20 个交易日收盘价均价（17.89 元/股）的 50%。股票解锁的业绩条件：（1）净资产收益率：公司 2011 年至 2013 年的加权平均净资产收益率分别不低于 16%，17%，18%；（2）净利润增长率：以 2010 年归属于母公司所有者的净利润为基准，2011 年至 2013 年的净利润增长率分别不低于 50%，70%，90%，净利润指标均以扣除非经常性损益的净利润与不扣除非经常性损益的净利润二者孰低者作为计算依据。解锁期：第一解锁期为自授予日起 12 个月后的首个交易日起 12 个月，可解锁 30%；第二解锁期为自授予日起 24 个月后的首个交易日起 12 个月，可解锁 30%；第三解锁期为自授予日起 36 个月后的首个交易日起 12 个月，可解锁 40%。

点评：

激励方案旨在保持公司核心员工的稳定性，业绩条件并不具备对未来真实业绩的指引性。我们认为公司本次的限制性股票激励方案有三个特点：第一，激励对象范围较小，以中层骨干为主，52 位激励对象仅占员工总数的 4.5%，其中 50 位激励对象为公司中层管理人员和核心技术人员，占比高达 96.2%；第二，股票授予价格折让幅度较高，为公告前 20 个交易日收盘价均价的 50%；第三，公司设定的净利润增长条件不高，以 2010 年归属于母公司所有者的扣非后净利润 3742 万元为基数，2011~2013 年扣非后净利分别不低于 5613 万、6361 万和 7110 万，对应 EPS 分别为 0.50 元、0.57 元和 0.64 元，2011~2013 年的扣非后净利润复合增长率将不低于 23.9%。综合考虑以上三个特点，我们判断公司本次激励方案旨在保持公司核心员工特别是中层骨干员工的积极性，其股票解锁的业绩条件并不具备对公司未来真实业绩的指引性，在不考虑激励费用的情况下我们维持公司未来三年净利润 CAGR 约为 43.6% 的预测。

依现价激励费用影响不大，方案推出提升公司业绩释放意愿。考虑到激励方案的审批流程问题，我们判断限制性股票的正式授予日可能会在 2012 年初。不考虑因激励方案实施带来的收入加速增长可能，我们认为激励方案对公司业绩的最终影响尚难以确定。首先，若假定公司股价在授权日价格为 17.18 元，则本次激励方案对应的会计成本合计约为 1852 万，2012 年~2014 年的激励费用分别为 556 万、556 万和 741 万，对应 EPS（考虑所得税因素）分别为 0.045 元、0.045 元和 0.06 元。公司的费用上升压力并不大，但若公司股价在正式授予日之前出现较大幅度上升，激励费用则会有大幅增加的可能；其次，通过股权激励，公司可以适当降低被激励对象的工资增幅，从而降低公司期间费用增速。此外，市场担忧公司对股价没有诉求，股权激励的推出可以提升公司业绩释放意愿，从而使公司管理层利益与投资者利益更加一致。

不考虑激励费用业绩有超预期可能，维持“买入”评级。由于激励方案能否实施、具体实施时点和授权日价格存在较大不确定性，我们暂不考虑激励费用影响，维持公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.61 元、0.85 元和 1.20 元的预测。近期由于市场担忧海外经济环境而导致公司股价调整，我们认为即使日本宏观经济出现放缓，来自野村、瑞穗等主要客户的外包业务持续放量可以保障公司今后三年业绩的快速成长。目前公司股价对应 2011 年动态市盈率约为 28 倍，考虑到公司今后几年业绩增速较高且确定性高，估值较具吸引力，同时公司业绩仍有超出我们预期的可能，我们维持“买入”投资评级，

6 个月目标价维持为 25.50 元，对应约 30 倍 2012 年市盈率。公司股价可能的催化剂包括定期报表显示业绩保持快速增长态势和移动互联网等国内业务取得明显进展。

主要不确定性。股票价格上涨导致激励费用增加的风险；人力成本上涨压力；日元汇率波动风险。

表 1 海隆软件利润表预测（万元）

	2009	2010	2011E	YoY(%)	2012E	2013E
收入细分（万元）						
金融信息服务业	7827	16032	22445	40.0	31423	43992
制造业（嵌入式软件等）	4890	4922	7137	45.0	8921	11151
移动电话内容服务及相关软件	2654	3908	4886	25.0	6107	7634
流通行业软件及系统集成	1454	2861	3433	20.0	4291	5364
电子商务及其他	2472	1664	2247	35.0	3033	4095
毛利率						
证券、银行、保险软件	37.9	43.2	44.2	1.0	43.2	42.2
嵌入式软件	31.3	34.3	39.3	5.0	39.3	39.3
移动电话内容服务及相关软件	41.4	40.0	40.5	0.5	40.2	40.2
物流、流通行业软件	35.5	40.0	38.0	-2.0	37.8	37.8
电子商务及其他	27.5	30.2	30.7	0.5	32.7	34.7
营业总收入	19296	29425	40146	36.4	53774	72234
营业成本	12502	17576	23451	33.4	31629	42776
毛利	6794	11849	16695	40.9	22145	29459
毛利率	35.2	40.3	41.6	1.3	41.2	40.8
营业税金及附加	12	41	56	36.4	76	102
销售费用	1112	1369	2409	75.9	3011	3756
销售费用/收入	5.8	4.7	6.0	1.3	5.6	5.2
管理费用	4320	6152	7387	20.1	9142	11196
管理费用/收入	22.4	20.9	18.4	-2.5	17.0	15.5
财务费用	-306	-189	-337	78.9	-405	-486
资产减值损失	49	-6	49		65	87
投资收益	60	0	0		0	0
营业利润	1666	4481	7132	59.1	10257	14803
营业外收入	691	962	962	0.0	962	962
减：营业外支出	13	51	51	0.0	51	51
利润总额	2344	5393	8043	49.2	11168	15714
减：所得税	246	658	965	46.7	1340	1886
净利润	2098	4735	7078	49.5	9828	13829
归属于母公司所有者的净利润	2120	4520	6821	50.9	9493	13394
少数股东权益	-22	214	257	20.0	334	435
EPS(元)	0.18	0.40	0.61	50.9	0.85	1.20

资料来源：公司公告，海通证券研究所预测

注：EPS 均按最新股本摊薄计算。

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机与通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、远光软件、华胜天成、宝信软件、石基信息、长城电脑、长城开发

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。