

股权激励的投资逻辑

报告要点

■ 股权激励的历程

06 年之前，股改中的股东对管理层的股份追送是较早的激励方式，这是一种管理层持股的激励方式。在 06 年之后，股权激励的方式多种多样，但是存在着的不规范也是很明显。2008 年，证监会连发 3 个备忘录，对于股权激励的细节进行了明确和重申，中国的股权激励由此变得相对规范。

■ 股权激励的业务流程

按照现有的激励标的来划分，股权激励可以划分为限制性股票、股票期权和股票增值权。这三种形式从预案到股东会、授予日、等待期、行权日、限售期等过程也有着一定的差别。股票增值权由于其特殊性，往往存在着一个特殊的行权窗口期。

■ 识别、业绩行为与股价模式

股权激励是产业资本与金融资本相结合的形式，其包含着产业资本与金融资本之间的博弈与融合。在初始特征上，潜在的激励公司具备一些共性；在业绩行为与股价模式上，产业资本与金融资本之间的博弈色彩浓厚。

■ 成功样本分析与模式总结

一个成功的股权激励不仅激发了经营层的热情，使得公司实现跨越式发展，同时，在市场角度，股东所获得的市值提升也是巨大的。我们选取 A 股过去 6 年中最成功的股权激励公司，并进行深入探讨，在此基础上我们得到了成功公司的一些共性。

■ 关于现金激励

激励基金激励方式最大的特征就在于激励基金如何形成，而授予、锁定、解禁等程序基本遵循惯常的股权激励方式。中国建筑作为央企也迈出了现金激励的一步，这对于国资背景公司展开多种形式的股权激励有着不小的推动。

■ 股权激励下的投资机会

在股权激励的逻辑框架下，我们选择了两大类公司作为潜在的投资机制发掘组：潜在激励类公司和已经披露方案后，增长更加明确的公司。

相关研究

《公司经济的年代—中小公司 2011 年中期投资策略》，苏雪晶，2011 年 6 月 30 日

分析师：

苏雪晶

(8621)68751691

suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120021

联系人：

陈开伟

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

前言	5
中国股权激励的发展历程	5
股权激励的政策脉络	5
资本市场领域的股权激励历程	8
股权激励的业务流程	9
不同的股权激励方式对比	11
核心关注点与股价运行模式	11
业绩标准	13
股价标准	15
初始特征：对于激励公司的识别	15
行业属性：更加偏重成长	15
股本属性：股价高弹性的温床	16
推出时间：把握增长的黄金阶段	17
体制驱动：“国”与“民”之辨	18
主导性原则：股权结构分布	19
业绩行为分析	20
两种考核方式的对比	20
行权条件的高低与公司业绩增长	21
激励成本对于业绩的影响	22
成功样本分析与模式总结	24
行业运行的影响	24
超越行业的增长：对于内因的挖掘	25
一点总结	27
公司行为与股价运行	27
产业资本与金融：行权收益的估算	30
关于现金激励	31
股票增值权	32
提取激励基金	32
股权激励下的投资机会	34
潜在的激励公司	34
已经实施或披露方案的公司	35

图表目录

图 1: 2005 年以来历年股权激励预案数 (截止到 2011 年 7 月上旬)	8
图 2: 已经实施的激励方式结构	9
图 3: 预案阶段的激励方式结构	9
图 4: 以股票期权为标的的股权激励流程	9
图 5: 以限制性股票为标的的股权激励流程	10
图 6: 以股票增值权为标的的股权激励流程	10
图 7: 股权激励的理想模式	12
图 8: 07 年之后存在着调整基准年业绩嫌疑的公司比重上升	13
图 9: 股权激励实施中的行业分布	15
图 10: 股权激励预案推出时的股本情况	16
图 11: 股权激励前后的股本扩张速度 (年均股本增长速度)	17
图 12: 股权激励推出时间分布	17
图 13: 上市之后预案推出时间累计分布	18
图 14: 所有制分布情况	18
图 15: 股权激励公司股权结构	19
图 16: 增长率平均值对比	21
图 17: 增长率中位值对比	21
图 18: 简单平均下的增长率对比	21
图 19: 中位值下的增长率对比	21
图 20: 2011 年实施公司费用摊销对 2010 年净利润占比	23
图 21: 前三年费用占比对比	23
图 22: 收入增长对比	26
图 23: 毛利率对比	26
图 24: 广州国光 2005 年收入区域构成 (%)	26
图 25: 广州国光 2008 年收入区域构成 (%)	26
图 26: 股权激励下的股价表现模式	28
图 27: 报喜鸟相对行业指数表现	28
图 28: 德美化工相对行业指数表现	28
图 29: 金螳螂相对行业走势	29
图 30: 卧龙电气相对行业走势	29
图 31: 浙江龙盛相对行业走势	29
图 32: 博瑞传播相对行业走势	29
图 33: 双鹭药业相对行业走势	29
图 34: 格力电器相对行业走势	29
图 35: 苏泊尔相对行业走势	30
图 36: 伟星股份相对行业走势	30
图 37: 现金激励占比情况 (所有预案)	31
图 38: 现金激励内部构成 (所有预案)	31
图 39: 股票增值权占比较小	32

表 1: 业绩异常较为明显的公司	13
表 2: 业绩异常原因分析	14
表 3: 授予日在 2011 年的股权激励公司费用摊销对比	22
表 4: 股权激励成功公司的增长情况（扣除非经常性损益后净利润增速%）	24
表 5: 成功样本所属行业增长情况.....	24
表 6: 样本公司的行权收益	30
表 7: 股权激励数量对比一览.....	31
表 8: 广电电气激励基金提取方式.....	33
表 9: 昆明制药激励基金提取方式.....	33
表 10: 潜在的股权激励上市公司	34
表 11: 已经实施或披露方案的部分公司.....	35

前言

在公司治理的发展脉络上，委托-代理问题是一个无法绕开的问题。在多种机制与策略选择上，股权激励成为了一种具备旺盛生命力的解决方式。上世纪 70 年代以来，伴随着新经济浪潮和资本市场的机会，股权激励获得了巨大的成功，并造就了像微软这类的公司。国内股权激励的开展相对比较晚，2005 年《公司法》的修订可以看做是一个标志，在此之后 A 股上市公司大量推出股权激励，并表现出跟随资本市场波动的特征。在 06 年之前，股改中的股东对管理层的股份追送对价是较早的激励方式（目前基本上没有），这是一种管理层持股的激励方式。在 06 年之后，股权激励的方式多种多样，但是存在着的不规范也是很明显的。2008 年，证监会连发 3 个备忘录，对于股权激励的细节进行了明确和重申，中国的股权激励由此变得相对规范。

股权激励是一种规则，在这个规则背后所体现出动机、策略甚至是博弈也是存在的。要想对股权激励的方方面面都进行深入的探究确实面临着不小的困难。在本篇报告中，我们尝试着从行为主体动机与模式的角度去解析股权激励，并从成功的股权激励案例中寻找一些共同的因素，并以此为基础去发掘潜在的股权激励背景下的优质股。

中国股权激励的发展历程

中国资本市场的发展与政策的驱动密不可分，股权激励也不例外。对原《公司法》的修订成为了中国股权激励的转折点，此后，伴随着《上市公司股权激励试点办法》出台，A 股的股权激励正式拉开了序幕。

股权激励的政策脉络

《公司法》

2005 年修订公司法，为股权激励扫清了法律上的障碍。新的《公司法》于 2006 年 1 月 1 日起正式实施。

原公司法第一百四十九条：公司不得收购本公司的股票，但为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股票的其他公司合并时除外。

公司依照前款规定收购本公司的股票后，必须在十日内注销该部分股份，依照法律、行政法规办理变更登记，并公告。

公司不得接受本公司的股票作为抵押权的标的。

修订后公司法第一百四十三条：公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：

- （一）减少公司注册资本；
- （二）与持有本公司股份的其他公司合并；
- （三）将股份奖励给本公司职工；
- （四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。

公司因前款第（一）项至第（三）项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销。

公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。

公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。

《上市公司股权激励试点办法》

如果说《公司法》中的规定还较为笼统的话，那么《试点办法》则是真正的特别法。《试点办法》于 2005 年 12 月 31 日颁布，2006 年 1 月 1 日起正式施行。该办法对上市公司股权激励的各个方面进行了较为详细的规定。该办法分为七章，总则、一般规定、限制性股票、股票期权、实施程序和信息披露、监管处罚和附则。该办法对于股权激励的合规性、对象、构成要件、程序、信息披露以及违规处罚等方面进行了详细的规定。

《国有控股上市公司境内实施股权激励试行办法》

国资委于 2006 年 10 月印发该办法，这为国有控股上市公司实施股权激励提供了指导。该文件对国有控股上市公司展开股权激励的方式和程序进行了特别的规定。在程序上，与一般的企业相比，获取履行国有资产出资人职责机构的批准成为了一道必须的程序。

三个备忘录

虽然《办法》对股权激励的众多方面都作出了规范，但仍有很多领域存在着不规范，如直接赠送股份的问题、监事参与激励的问题等。2008 年 5 月开始，证监会连发了 3 个备忘录，对这些不当行为进行了叫停。

股权激励有关事项备忘录 1 号

出台时间：2008 年 5 月 7 日

主要内容：对激励基金的提取问题，主要股东、实际控制人成为激励对象问题，限制性股票授予价格的折扣问题，分期授予问题，行权指标设定问题，授予日问题，激励对象资格问题，股东大会投票方式问题进行的分别说明，对《上市公司股权激励试点办法》中所提到的内容进行了进一步的细化。

上述问题的提出主要是基于当时上市公司中股权激励方案存在的问题而进行的。将《上市公司股权激励试点办法》进一步明确的地方主要在于：

- 提取的激励基金不得用于资助激励对象购买限制性股票或者行使股票期权。
- 持股 5% 以上的主要股东或实际控制人原则上不得成为激励对象。除非经股东大会表决通过。持股 5% 以上的主要股东或实际控制人原则上不得成为激励对象。除非经股东大会表决通过，且股东大会对该事项进行投票表决时，关联股东须回避表决。股东大会对上述事项进行投票表决时，关联股东须回避表决。
- 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 50%（原来是不低于前一交易日和前 30 个交易日平均价的最高者）。自股票授予日起十二个月内不得转让，激励对象为控股股东、实际控制人的，自股票授予日起三十六个月内不得转让。
- 如股权激励计划的方式是限制性股票，授予价格定价原则遵循首次授予价格原则，若以后各期的授予价格定价原则与首次不一致的，则应重新履行申报程序。
- 公司设定的行权指标须考虑公司的业绩情况，原则上实行股权激励后的业绩指标（如：

每股收益、加权净资产收益率和净利润增长率等) 不低于历史水平。

- 公司的股权激励计划中须明确股票期权或者限制性股票的具体授予日期或授予日的确定方式、等待期或锁定期的起止日。若激励计划有授予条件，则授予日须确定在授权条件成就之后。
- 激励对象不能同时参加两个或以上上市公司的股权激励计划。

股权激励有关事项备忘录 2 号

出台时间：2008 年 3 月 17 日

主要内容：激励对象问题，股权激励与重大事项间隔期问题，股份来源问题等。具体内容上，备忘录 2 对原有试行方案的具体化或修改如下：

- 明确了监事会的职责，并强调监事不能成为激励对象（在试行办法中监事是可以成为激励对象的），要充分披露激励对象的具体信息。
- 重大事项动议至实施完毕后 30 日内，上市公司不得提出股权激励计划草案。公司披露股权激励计划草案至股权激励计划经股东大会审议通过后 30 日内，上市公司不得进行增发新股、资产注入、发行可转债等重大事项。
- 股东不得直接向激励对象赠予（或转让）股份。股东拟提供股份的，应当先将股份赠予（或转让）上市公司，并视为上市公司以零价格（或特定价格）向这部分股东定向回购股份，然后上市公司再将股份授予激励对象。（国企二股东赠与股票）。
- 绩效考核指标应包含财务指标和非财务指标。绩效考核指标如涉及会计利润，应采用按新会计准则计算、扣除非经常性损益后的净利润。同时，期权成本应在经常性损益中列支。
- 上市公司应当在股权激励计划中明确规定，自公司股东大会审议通过股权激励计划之日起 30 日内，公司应当按相关规定召开董事会对激励对象进行授权，并完成登记、公告等相关程序。

股权激励有关事项备忘录 3 号

出台时间：2008 年 9 月 16 日

主要内容：股权激励方案的严肃性、股权激励的会计处理、行权或解锁调节问题、行权或解锁条件的业绩限定、行权安排问题、复合激励的处理、附条件授予的处理、激励对象范围的合理性情况。具体内容如下：

- 股权激励计划备案过程中，上市公司不可随意提出修改权益价格或激励方式。上市公司如拟修改权益价格或激励方式，应由董事会审议通过并公告撤销原股权激励计划的决议，同时上市公司应向中国证监会提交终止原股权激励计划备案的申请。上市公司董事会审议通过撤销实施股权激励计划决议或股东大会审议未通过股权激励计划的，自决议公告之日起 6 个月内，上市公司董事会不得再次审议和披露股权激励计划草案。
- 上市公司应根据股权激励计划设定的条件，采用恰当的估值技术，分别计算各期期权的单位公允价值；在每个资产负债表日，根据最新取得的可行权人数变动、业绩指标完成情况等后续信息，修正预计可行权的股票期权数量，并以此为依据确认各期应分摊的费用。上市公司应在股权激励计划中明确说明股权激励会计处理方法，测算并列明实施股

权激励计划对各期业绩的影响。

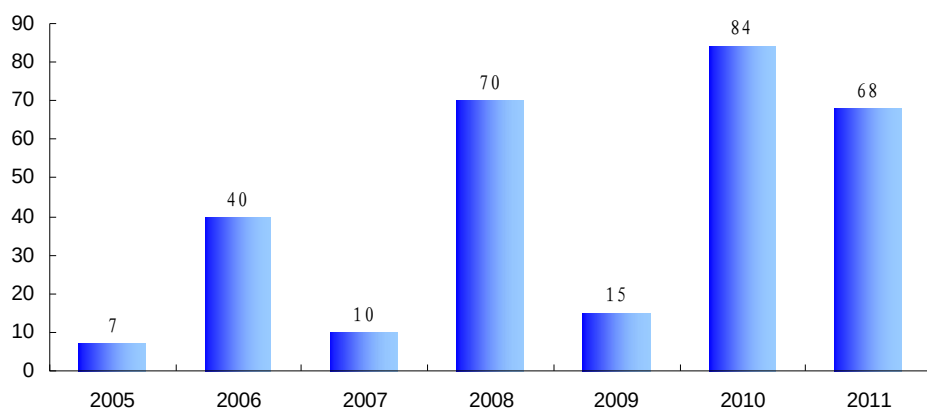
- 股票期权等待期或限制性股票锁定期内,各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的所有者权益的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。
- 股权激励计划中不得设置上市公司发生控制权变更、合并、分立等情况下激励对象可以加速行权或提前解锁的条款。
- 同时采用股票期权和限制性股票两种激励方式的上市公司,应当聘请独立财务顾问对其方案发表意见。
- 股权激励计划中明确规定授予权益条件的,上市公司应当在授予条件成就后 30 日内完成权益授权、登记、公告等相关程序。
- 董事、高级管理人员、核心技术(业务)人员以外人员成为激励对象的,上市公司应在股权激励计划备案材料中逐一分析其与上市公司业务或业绩的关联程度,说明其作为激励对象的合理性。

经过上述三次备忘录调整,上市公司股权激励办法基本上进入一个相对较为成熟的阶段,不良的股权激励方案得到较好的抑制。

资本市场领域的股权激励历程

在资本市场上,上市公司的股权激励方案也有随着市场而动的特性。在《上市公司股权激励试点办法》公布前的 2005 年,有 7 家公司公布股权激励预案,分别是金发科技、农产品、中信证券、士兰微、新大陆、宁波韵升、格力电器。在试行办法正式实施的 2006 年,上市公司的热情被打开,预案数窜升。但上市公司公布股权激励的时点明显与资本市场的波动存在着相关性,上市公司更愿意在市场价格低的时候推出股权激励方案,而在市场价格高的时候选择等待。于是 2008 年、2010 年以及 2011 年出现了较多的股权激励方案。

图 1: 2005 年以来历年股权激励预案数(截止到 2011 年 7 月上旬)



资料来源: wind, 长江证券研究部

在股权激励的形式上,上市公司也经历了一个从单一到丰富、不规范到规范的过程。虽然理论上的激励形式有 10 多种,但在 A 股市场上,更多的还是以权益结算的激励方式(股票期

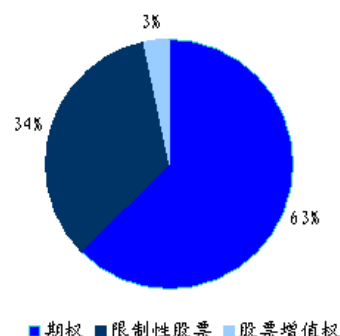
权、限制性股票), 以现金结算的方式相对较少(股票增值权等)。

图 2: 已经实施的激励方式结构



资料来源: 长江证券研究所

图 3: 预案阶段的激励方式结构



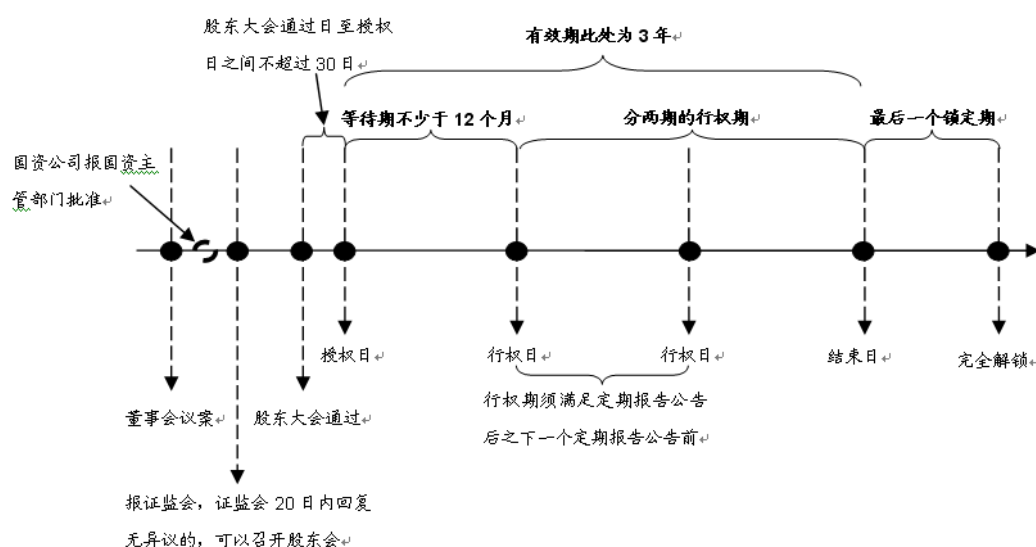
资料来源: 长江证券研究所

股权激励的业务流程

对于一份股权激励, 首先应当了解的是其法律流程。这里我们以一个较为标准的股票期权为例说明之。限制性股票和股票增值权与此类似, 并相对比较简单。

对于一个标准的股票期权, 预案公告日是一个起点。预案公告之后, 国资公司必须上报国资主管部门, 此后才是报证监会备案。证监会会在 20 个工作日内予以回复, 如果无异议, 则可以召开股东大会。在股东大会通过之后的 30 日内, 激励方案必须授权。授权日是一个重要的时间节点, 因为, 期权费用的计算、等待期的开始均是以此为始的。等待期不少于 12 个月; 在行权之后, 一般仍会有一个锁定期, 一般为 6 个月左右。分期行权也是一个要求, 于是真正的完全解锁则会延续到结束日之后。

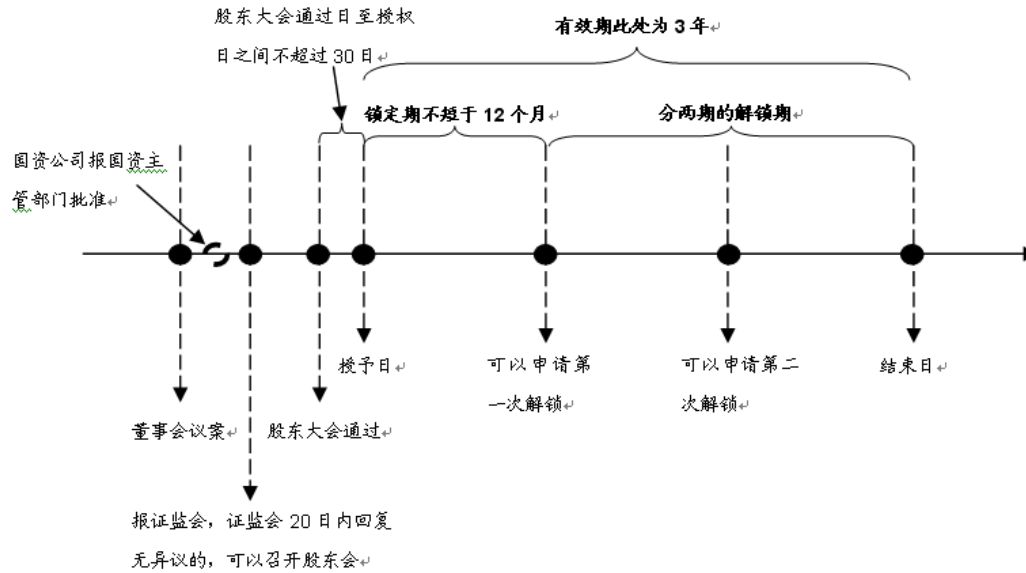
图 4: 以股票期权为标的的股权激励流程



资料来源: 长江证券研究部

限制性股票的程序相对比较简单，授予日之后的时间即为锁定期，锁定期结束即可以进入分批解锁程序。

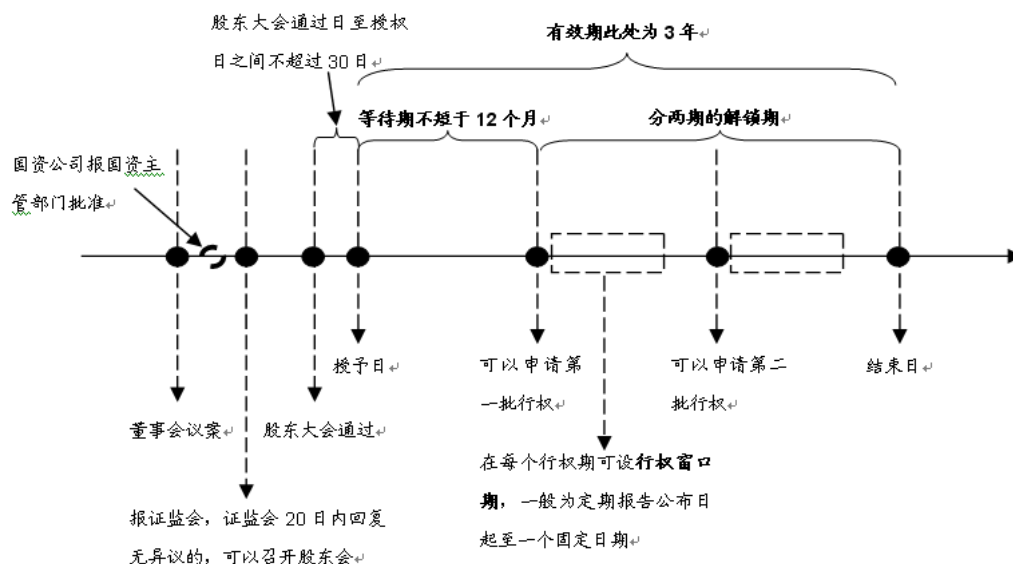
图 5：以限制性股票为标的的股权激励流程



资料来源：长江证券研究部

股票增值权的一个不同之处在于，其一般会设定一个行权窗口期。在行权窗口期，将会进行集中行权。

图 6：以股票增值权为标的的股权激励流程



资料来源：长江证券研究部

不同的股权激励方式对比

对于上述三种激励方式，在收益与成本上也有着不同。

在权益结算方式与现金结算方式的对比上，现金结算方式直接会对上市公司的现金流产生影响，这对于上市公司而言具备一定的不利。而权益结算方式同时也具备融资功能，激励成本则由全体股东承担。正是由于这种现金结算方式可能对上市公司带来的不利，其使用范围也相对较窄。

此外，现金结算方式存在着受益一次性转让，并不存在着权益计算方式所存在的冲击成本，应该说，对于被激励方而言，这是一种便利。

在权益结算方式中，股票期权与限制性股票存在着风险与收益分布的不一致。

从成本上讲，股票期权对于激励对象而言是零成本的，如果说行权条件未能实现，那么激励对象不会有任何损失。于是，在激励有效性上，期权方式可能存在着动力不足。而限制性股票是激励对象掏出的真金白银，如果说股价没有达到一个认可的收益程度的话，激励对象是有损失的。因此，限制性股票的约束性也是相对较强的，风险也相对较高。

正是由于这种风险上的不对等，行权价上的差异就有必要了，一般而言，限制性股票的行权价要低于股票期权行权价，这也将最终影响激励收益。

核心关注点与股价运行模式

股权激励的内容可以分为一般内容和核心内容，我们这里主要关注的是核心内容。一般内容在《上市公司股权激励办法》中有着明确的规定，如股权激励的目的、激励对象的确定依据和范围等。具体而言，《办法》中要求对股权激励的以下方面做出明确规定：

（一）股权激励计划的目的；

（二）激励对象的确定依据和范围；

（三）股权激励计划拟授予的权益数量、所涉及的标的股票种类、来源、数量及占上市公司股本总额的百分比；若分次实施的，每次拟授予的权益数量、所涉及的标的股票种类、来源、数量及占上市公司股本总额的百分比；

（四）激励对象为董事、监事、高级管理人员的，其各自可获授的权益数量、占股权激励计划拟授予权益总量的百分比；其他激励对象（各自或按适当分类）可获授的权益数量及占股权激励计划拟授予权益总量的百分比；

（五）股权激励计划的有效期、授权日、可行权日、标的股票的禁售期；（六）限制性股票的授予价格或授予价格的确定方法，股票期权的行权价格或行权价格的确定方法；（七）激励对象获授权益、行权的条件，绩效考核体系如和考核办法，以绩效考核指标为实施股权激励计划的条件；

（八）股权激励计划所涉及的权益数量、标的股票数量、授予价格或行权价格的调整方法和程序；（九）公司授予权益及激励对象行权的程序；

（十）公司与激励对象各自的权利义务；

（十一）公司发生控制权变更、合并、分立、激励对象发生职务变更、离职、死亡等事项时如何实施股权激励计划；

(十二) 股权激励计划的变更、终止;

(十三) 其他重要事项。

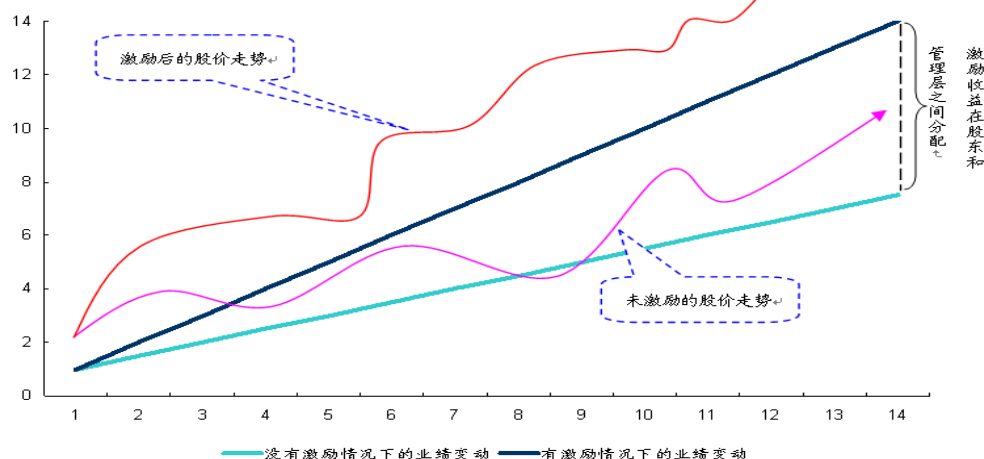
抛开上述方方面面的规定,我们想去思考一份股权激励的核心是什么,这需从股权激励的本质上去思考。股权激励实际上是一种产业资本与金融资本的互动,其基本路径则是通过激励管理层创造业绩进而为股东创造财富。两方面的利益趋于一致的情况下才有可能趋于解决委托代理问题。我们以一个治理完善的公司为例,并考虑完全的利己性,其激励的基本路径如下:

股东的行为目标: 归属股东的利润最大化、市值最大化。

管理层的行为目标: 通过有效的管理、运作使得激励有效,也就是说这种激励最终能增加自身的财富,如限制性股票高于授予价抛出,取票期权行权等。

从股东的行为目标上讲,归属股东的利润最大化和市值最大化之间存在着很大的一致性,利润可以直接分配,市值也可以直接化身为财富;这两方面可能都会是股东所希望的目标。但是对于管理而言,在利润和市值之间,市值(股价)显得更为重要,股东的利润目标充其量只能算是手段。

图 7: 股权激励的理想模式



资料来源: 长江证券研究部

由于股价直接影响到被激励方的直接收益,而影响股价的因素除了上市公司本身的主营业绩之外,还有其他多方面的因素,于是被激励方也就有可能通过其他方式影响股价。这在很大程度上会使激励效果大打折扣。股价涨而业绩不涨只会加剧未来股价的波动性,这种短期行为可能带来的结果就是对于中长期增长的影响。显然,对股东而言,中长期的增长更值得看重。要避免这种情况的出现,在股权激励的内容就必须对业绩条件进行限定。换句话说,必须让被激励方像关心股价一样关心业绩。因此,业绩条件就成为了一个必须的限定条件。最初的《办法》中对于业绩条件的关注并不明确,这让很多上市公司的被激励方钻了空;在三个备忘录出台之后情况有所改观。

在股权激励中,主动方是作为被激励方的管理层等;既然,业绩和股价两方面均会影响到其最终的收益,那么从利己的角度出发,被激励方一定是有动力去实现对自己最有利的情形。当然,我们这里并不是去批评或者说辩护什么,我们仅希望探求一种可能存在的行为路径。

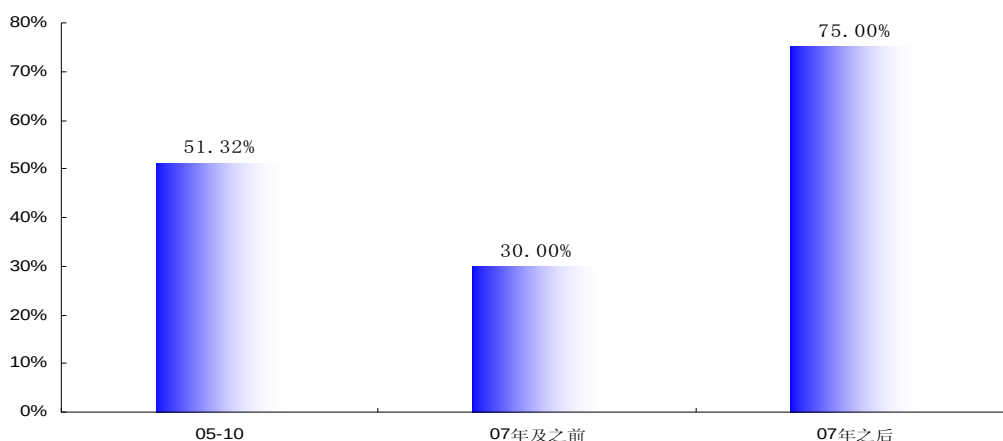
业绩标准

股权激励的业绩条件主要分为绝对值和相对量两种情况。绝对量主要有净资产收益率、净利润总额指标，相对量则主要考察增长情况。绝对量是一个静态的指标，静态指标不考虑增长情况，激励效果很难说，股价反映也存在着很大的不确定性。如果选择相对量的话，业绩基准期的选择就显得非常重要了。一个直观的理解是，为了保证授权日之后的高增长，低的业绩基准更为有利。那么上市公司是否存在着做低基准年的业绩情况呢？

以我们选取的已经实施了股权激励方案的 99 家公司为（截止 2011 年 3 月 31 日）样本量，并定义一个基准年业绩增长异常的情况：基准年业绩跟之前以及之后业绩增长明显偏低；基准年业绩增速虽然较高，但基准年前一年的业绩增速非常低甚至负增长。

通过对这近 100 家公司的分析，在整个 05-10 年的业绩增速中，存在着这种基准年业绩异常的占比为超过 50%，2007 年之后的比重迅速上升，达到了 75%。

图 8：07 年之后存在着调整基准年业绩嫌疑的公司比重上升



资料来源：长江证券研究部

我们似乎可以得到这样一个结论，上市公司越来越不淳朴了。但实际的运行情况又是怎样的呢？我们选取其中业绩异常最为明显的 9 家公司，其增长情况如下：

表 1：业绩异常较为明显的公司

证券简称	2006	2007	2008	2009	2010	业绩基准年	第一个考核年	第一考核期增长
美邦服饰	1563.80	180.65	109.48	-5.55		2009	2010	25
金发科技	86.01	41.63	-42.67	0.45	86.28	2009	2010	50
横店东磁	65.86	26.24	-13.17	9.52	129.59	2009	2010	25
南都电源			171.57	30.20	-53.14	2010	2012	100
东百集团	35.01	34.78	61.13	-14.64		2009	2010	20
华胜天成	50.81	18.98	60.23	-19.34	11.33	2009	2010	10
恒丰纸业	-47.85	-21.22	85.92	64.95	-20.30	2010	2011	18
华海药业	-9.64	12.34	27.41	-5.55	-52.76	2009	2010	15
名流置业	37.50	139.90	15.27	-31.63		2009	2010	25

资料来源：wind，长江证券研究部

上面的公司中业绩异常的年份大都出现在 2009 年，而 2009 年又是深受金融危机影响的一年。单纯从数据上来看，我们很难得出究竟是行业的影响还是公司自身因素的影响。但是具体分析这些公司业绩变动的原因，我们也会得到一些启发。

表 2：业绩异常原因分析

证券简称	公司收入			行业收入			下滑原因分析	恢复原因分析
	2008	2009	2010	2008	2009	2010		
美邦服饰	41.73	-16.63	44.00	23.95	3.38	27.44	经济危机影响，加盟店订货萎缩；MC 品牌大力推广导致费用率大幅上升。	行业恢复增长，品牌拓展收到成效，费用控制出现成效；所得税政策变动降低净利增速。
金发科技	11.60	-0.78	44.01	7.90	-8.92	28.75	4Q08 开始化工行业与改性塑料行业受金融危机影响，业绩明显下滑。09 年行业复苏缓慢，但研发投入等增加导致费用率上升。	10 年行业恢复增长。公司由于房地产跌价在 2010 年冲回。10 年营业外收益 1.0 亿元，公司营收超过行业增速。
横店东磁	2.49	-15.08	122.22	2.58	-3.31	23.41	09 年公司营收下滑主要由于 09 年行业普遍下滑。公司牺牲了营收增长但保持了利润率。	09 年 10 月，公司改变募投晶体硅太阳能电池片，并在 10 年转型成功，贡献收入 9.7 亿成为公司第一主营业务。高弹性太阳能板块业务，提高盈利能力。
南都电源	73.46	-16.77	11.41	14.25	8.18	23.76	09 年营收下滑，净利增 30%。下游受宏观影响较大。惟当年原材料成本较低	10 年则增收减利。铅价较 09 年大幅上涨。公司售价平均下滑 6.89%。
东百集团	22.31	-13.97		16.43	10.62	21.05	各门店调整业务、修路等理由，造成利润下降。低于行业增速。	宏观经济恢复促进行业恢复。公司增速与行业增速接近。没啥特别。
华胜天成	31.29	13.88	21.50	15.92	13.77	23.11	1H09 整个 3G 和通信行业受制于宏观经济，carpex 意愿下降下降造成公司的净利下滑。09 年 5 月公司现金收购了 ASL，形成当年营收增长的主要动力	10 年定向增发。11 年业绩公司预期上升 23%，刚好满足行权条件。接近行业增速。股权激励条件相当宽松。
恒丰纸业	22.61	4.04	4.97	8.25	-4.45	27.81	10 年铝箔衬纸的毛利率下降。导致净利增速为-20%。远低于行业增速。	N/A
华海药业	13.36	15.79	10.22	18.02	8.11	20.28	普利类产品销量下滑，且毛利率下滑。期间费用率上升 9.24%至 31.04%	公司 1Q11 预增 60%至 90%，房地产项目开始确认收入。
名流置业	-19.99	-13.73		5.32	25.63	35.44	09 年结算低。公司业务主要在二三线城市，房价上涨势头在 09 年不如一线城市明显。	10 年二三线城市房价上涨明显。全年营收必定增长。尤其是公司预收款项大幅提升，3Q10 已经超过 1bn。公司的资产负债率也远低于招保万

金的水平。扩张有望。

资料来源：长江证券研究部

行业的运行当然会影响到公司的经营，但能影响有多大确实也不是一个能一目了然的问题。但在上面的公司中，费用的变化业绩收入结转政策的变动带来的基准年业绩增速变化是值得深究的。

股价标准

被激励对象的收益=权益分数*（结算价-行权价）

权益分数事先约定，基本不会变动。行权价的确定和结算价的波动至关重要。行权价越低、结算价越高对被激励方越有利。

结算价的由市场确定，而行权期也基本在激励方案中确定，对于结算价的诉求在行权期会变得比较强烈。

对于行权价，太低了则会缩减激励效果，太高了则直接降低了被激励对象的可能获得的利益。行权价的确定，《方法》中有明确的规定：

2006年1月1日试行的《办法》中规定，行权价格不应低于下列价格较高者：（一）股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司标的股票收盘价；（二）股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司标的股票平均收盘价。

2008年的一号备忘录中规定：限制性股票的发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的50%。

授予限制性股票不存在行权问题，价格标准相对较低；股票期权、股票增值权等存在行权问题的，几个标准较高。

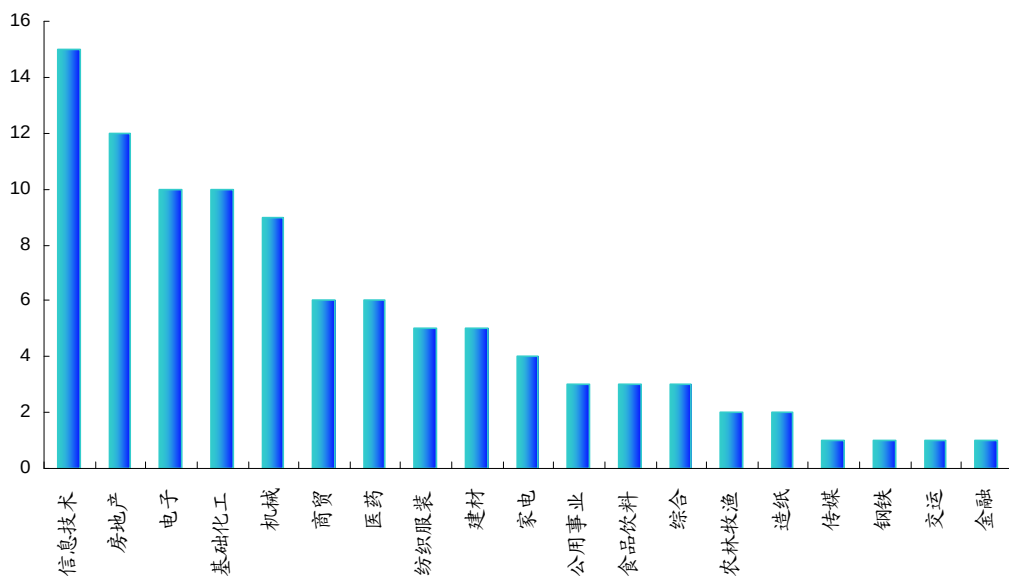
初始特征：对于激励公司的识别

对于这部分的内容，我们是想回答什么样的公司最可能推出股权激励。当然，上市公司心理层面的因素我们无法考量，我们仅从市场特征的角度进行刻画。

行业属性：更加偏重成长

从利益博弈角度来看，一个公司如果具备较高的业绩弹性，那么其激励的可实现性和吸引力将会增强。一个公司的业绩弹性与整个行业的属性是密不可分的。从行业属性上来看，新兴行业与周期性行业应当说最为具备条件。从实际情况来看，两市目前仍在实施股权激励的近100家公司的行业分布体现出了这一特征。信息技术和电子是新兴产业的典型代表；化工和机械是层次较多的行业，其中有众多的细分行业，很多公司面临大市场小公司的机会，业绩弹性相对较高。而房地产行业赫然前列的原因除了上一个增长时代的遗留影响外，自身的盈利模式所带来的业绩弹性也是重要原因。成熟性行业如金融、钢铁、交运、造纸等，其增长并不具备多大的爆发性，股权激励推出的吸引力相对较小。

图 9：股权激励实施中的行业分布

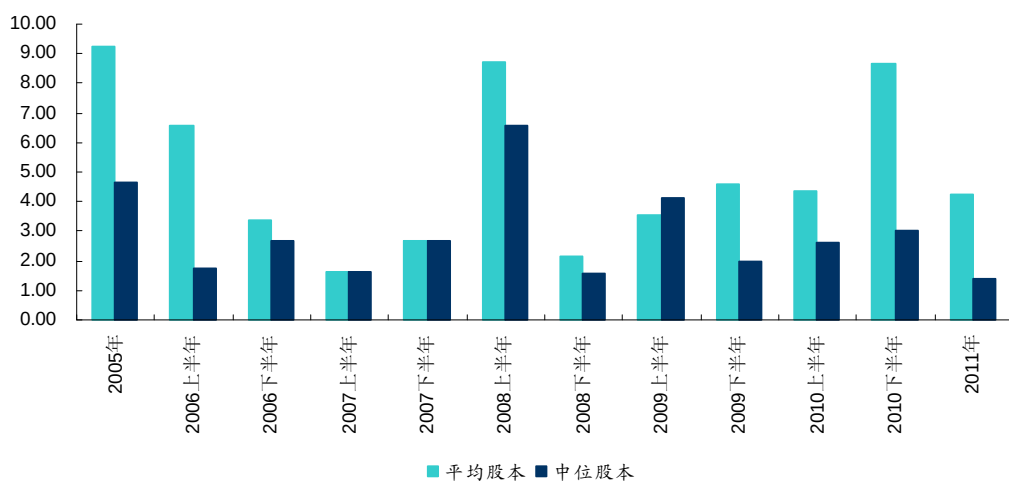


资料来源：长江证券研究部

股本属性：股价高弹性的温床

在实体上，小企业所具备的成长上的增速空间显然要大过大型企业；在市场上，股本的差异所决定的股价弹性差异也是显然的。但是并不是股本越小就越适宜进行股权激励。由于规则上存在着激励规模不能超过总股本 10% 的限制，因此过小的总股本会限制激励范围。那么，一个什么样的股本规模最为适宜呢？从市场的选择来看，推出股权激励公司的平均股本水平都低于 10 亿，剔除极值影响的中位水平更低。在市场行为上来看，2~3 亿的股本规模相对来说成为大多数的选择。

图 10：股权激励预案推出时的股本情况

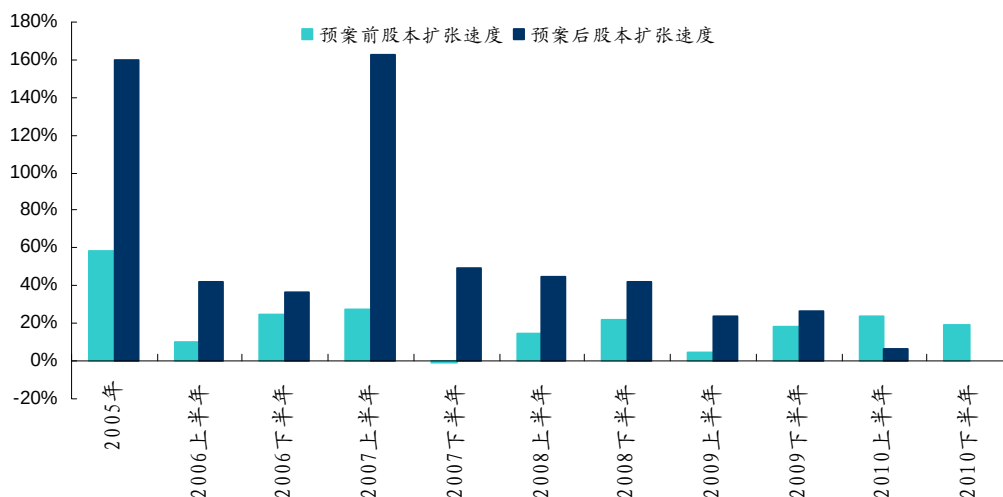


资料来源：wind，长江证券研究部

一个相对适宜的股本规模在未来也会有另外一个好处，那就是可以不断通过股本的扩张来摊

薄行权价。高送转是股本扩张的主要形式，而在二级市场上，高送转对于股价的刺激可能也成为了上市公司增强股价弹性的重要方式。

图 11: 股权激励前后的股本扩张速度 (年均股本增长速度)

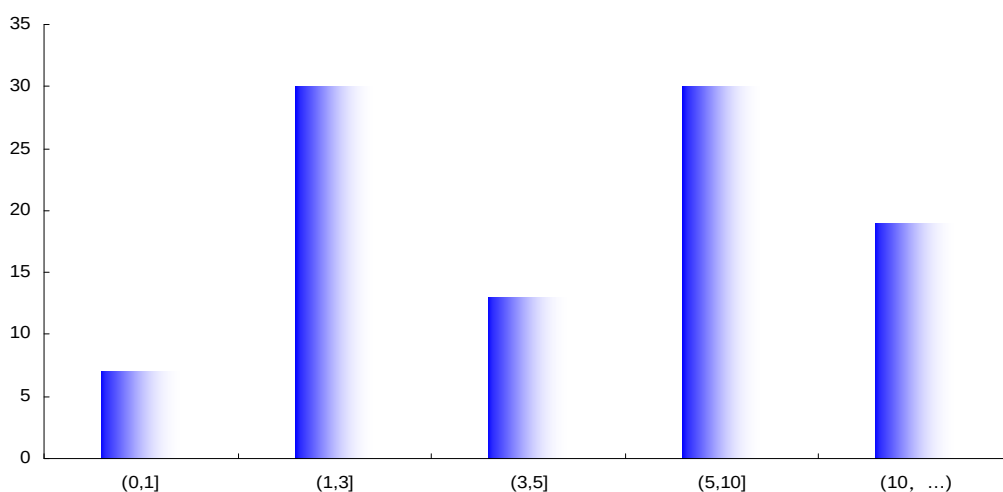


资料来源: 长江证券研究部

推出时间: 把握增长的黄金阶段

从推出时间上来看, 样本公司 1~3 年内推出的比重和 5~10 年内推出的比重相当。但一个 2 年的跨度和 5 年跨度相比, 显然在推出的密集性上 1~3 年更为显著。

图 12: 股权激励推出时间分布

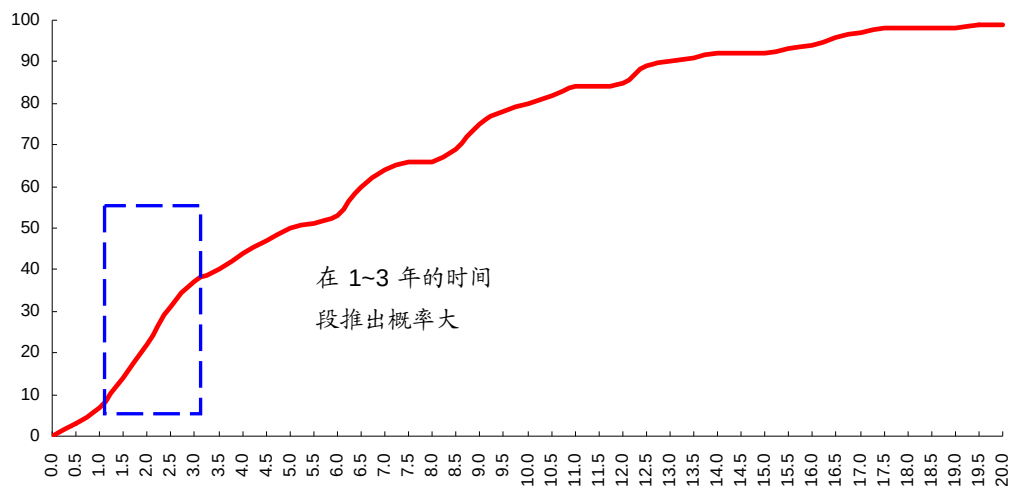


资料来源: 长江证券研究部

我们以随时间累计的方式进行统计, 推出股权激励方案公司数量随时间轴而形成三段走势。在 1 年之内, 推出数量对于时间来说相当于一个线性函数; 在 1~3 年时间段, 这个函数的斜率出现不断上升, 也就是说在这个时间段, 上市公司推出的股权激励数量是一个加速上升

的态势。在 3 年之后，减速上升格局形成，斜率越来越平，股权激励推出的边际增长量越来越小。

图 13：上市之后预案推出时间累计分布



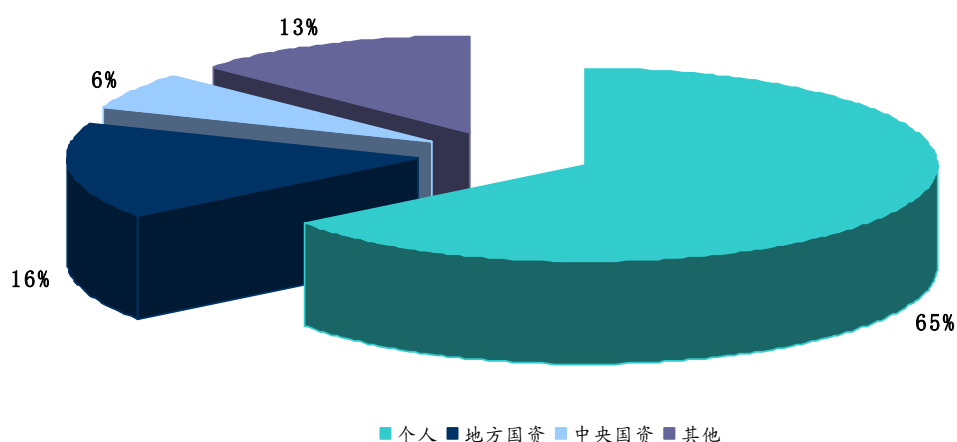
资料来源：长江证券研究部

这里也就提出了一个问题，为什么会是 1~3 年呢？其实这与一个企业的生命周期密切相关。对于 A 股的上市公司而言，募投项目建设期一般在 2 年左右，业绩释放期大概也就在 3~5 年左右。于是，上市公司的业绩高增长主要就体现在了募投项目所带来的增长。这个阶段的增长应当说是最有保证的，可实现性也最强。而在募投项目实现之后，一个公司的增长就要看新的驱动了。总体而言要实现上市初期那样的增长可能就很难了。

体制驱动：“国”与“民”之辨

从实际控制人的分布情况上看，“个人”所占的比重最大，这里体现出了民营背景公司在机制上的灵活性。而在国资系统，地方国资企业与央企系统企业相比运营也更加灵活。

图 14：所有制分布情况



资料来源：长江证券研究部

说明：其他类型包括社会控股、集体企业、境外资本、国民合作等。

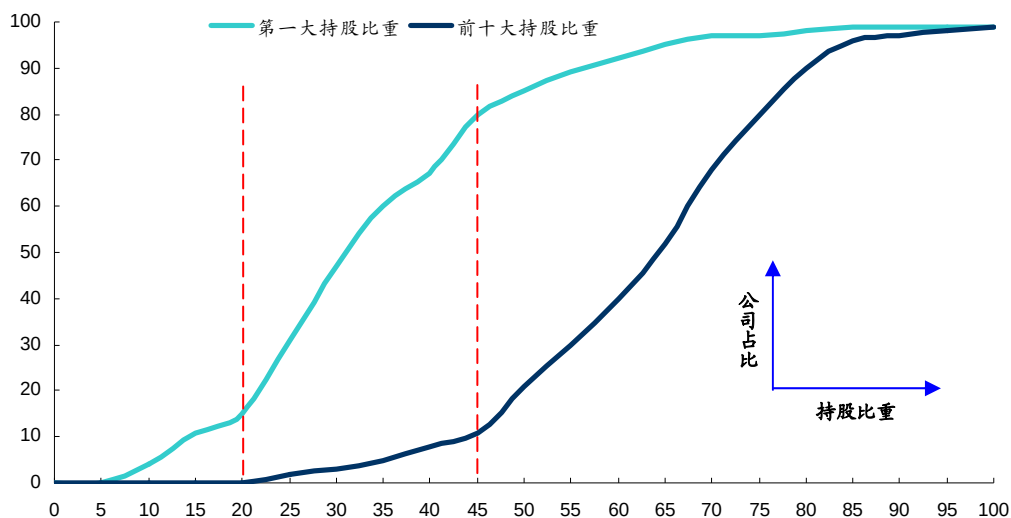
之所以国资系统公司推出的股权激励相对较少，一方面是因为程序比较复杂，另一方面则是国资体系对于薪酬的限制较为严格。比如，国资公司股权激励方案可能会设定激励受益不能超过公司薪酬总额的 1/3 之类的，这在一定程度上导致了激励吸引力的下滑。

主导性原则：股权结构分布

股权激励是股东对于管理层的激励，而且在行权的时候，大股东将会面临一定的股权摊薄。可以这样设想，如果大股东持股比例较小，有可能面临控制权变更的风险；此外，过于分散的股权结构在协商上可能也要耗费更多的精力和时间。因此，股权结构应该要有一定的集中。当然，过于集中所带来的治理问题也是显而易见的。那么一个什么样的股权结构会市场所选择呢？

以持股比重为横轴，以公司数量占比为纵轴的曲线上，第一大股东持股在 20%~45%之间，前十大股东在 45%~90%之间，股权激励推出数量迅速上升。我们可以认为这就是一个相对合理的股权结构。

图 15：股权激励公司股权结构



资料来源：长江证券研究部

业绩行为分析

对于上市公司业绩行为的分析，我们需要考虑不同的激励方式所带来的影响。在激励方式上可以分为三种：

- 无明确考核目标。这种形式主要存在与管理层持股形式，股改中非流通股东对于管理层的追送股份是这种形式。没有明确业绩考核激励方式对于管理层而言，股价就成为了最直接的刺激。
- 绝对考核方式。绝对考核方式并不设定增长率，而是以净资产收益率、净利润达到某一水平为目标。
- 相对考核方式。相对考核方式以设定的增长率为目标，典型的如扣除非经常性损益后的净利润增长率、销售收入增长率等。

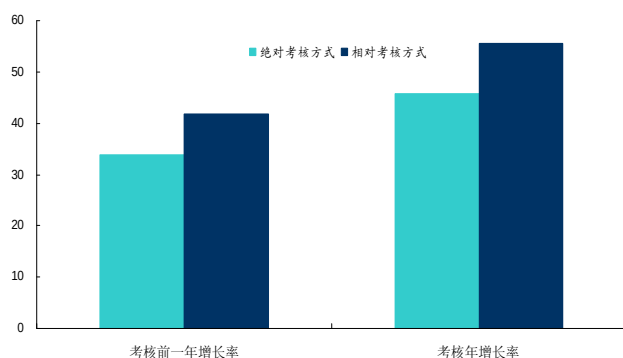
三种考核方式体现了三种不同的公司态度，这也将会体现到公司的业绩增长中。由于证监会已经叫停股东直接转让股份的激励方式，事实上叫停了无明确考核目标的激励方式。因此，我们将主要分析绝对考核方式和相对考核方式。

两种考核方式的对比

为了体现出业绩增长的可比性，业绩的比较期应当有一定的长度。但是由于众多公司第一个考核年设在了 2010 及以后，对于这部分我们暂不考虑。对于这两种考核方式，我们分别对比其考核前一年和考核当年扣除非经常性损益的净利润增长率。由于很多公司业绩存在着较大的波动性，比如考核前一年为很大的负数，考核年又为很大的正数，我们剔除这一类公司。具体而言，我们剔除以下两类公司：

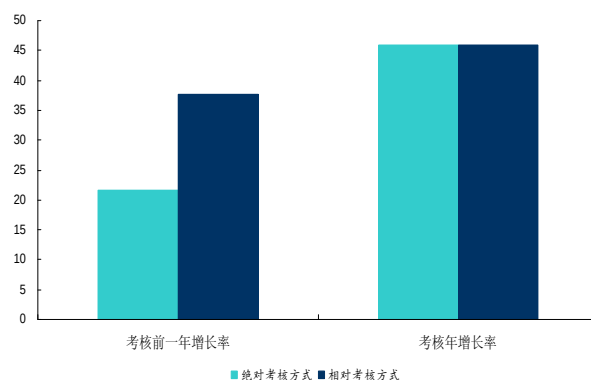
- 连续两年中任一年出现负增长。
- 连续两年中任一年出现异常的大幅增长，这个大幅增长值为超过 200% 的增长。

图 16: 增长率平均值对比



资料来源: 长江证券研究所

图 17: 增长率中位值对比



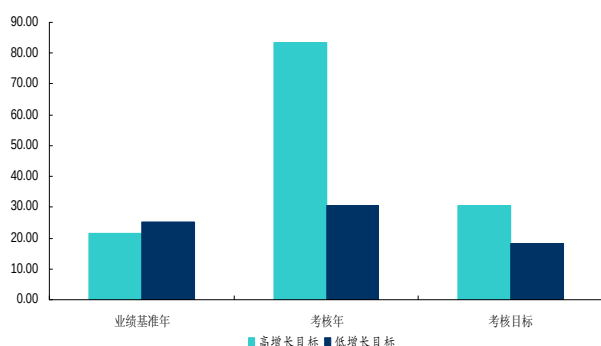
资料来源: 长江证券研究所

从平均增长率上来看, 以相对增长为考核方式的公司群体增长率要好于绝对增长考核方式。在增长率的稳定性上, 相对增长也要好于绝对增长。因此, 直观理解上动态模式优于静态模式得到了数据上的验证。

行权条件的高低与公司业绩增长

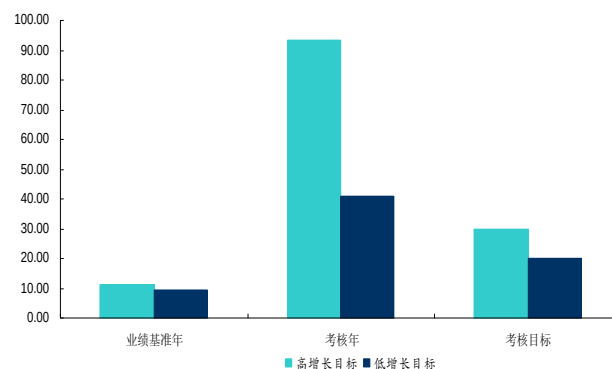
行权条件的高低可以彰显出公司对于未来发展的信心程度, 但是较高的增长率目标也可能蕴含着较高的激励风险。那么较高的增长率目标和较低的增长率目标对于公司后期的增长会带来实质的影响吗? 我们以 2009 年为业绩基准, 2010 年为第一个考核年的公司, 分别对低业绩目标和高业绩目标进行对比 (选取条件最高的 10 家和条件最低的 10 家)。

图 18: 简单平均下的增长率对比



资料来源: 长江证券研究所

图 19: 中位值下的增长率对比



资料来源: 长江证券研究所

从数据上来看, 在第一个考核年, 较高的行权目标确实对应着较高的增长率实现。同时, 这里也存在着另外一个问题, 就是目标的实现率。一个直观的理解是, 行权条件越苛刻, 达标的难度也就越大, 股权激励失败的概率也就越高。在我们分析的这 20 家公司中, 陷于样本的不足, 高目标公司中有 20% 公司未达标, 低目标公司中也有 20% 的公司未达标。在我们

所分析的样本公司中，业绩增长标准普遍不高，所以达标率相对较高。

激励成本对于业绩的影响

《企业会计准则第 11 号—股份支付》是对实施股权激励上市公司的财务处理的直接规范。在 11 号文件中设定的原则为应当为企业股权激励进行的股份支付进行财务上的对价处理。具体而言，股份支付分为以权益结算的股份支付和以现金结算的股份支付。以权益结算的股份支付以限制性股票、股票期权为主要形式，以现金结算的股份支付有股票增值权等。

具体而言，以权益结算的股份支付，又可以分为直接授予和存在可行权条件的类型：

- 授予日可立即行权：该种类型的会计处理在授予日完成，费用=可行权数量*授予日公允价值；行权日之后不再对已经确认的相关成本费用和所有者权益总额进行调整。
- 存在可行权条件：该种类型的不再授予日做会计处理，费用在等待期内分摊：累计费用=预计可行权数量*授予日公允价值。

虽然上述两种方式的费用处理日不同，但公允价值的基准日均在授予日。因此，对于一份股权激励计划，期权费用在授予日均可以确定，而不确定的则是存在可行权条件类型在每年中的可行权数量的调整。

以现金结算的股份支付费用处理与上述的情形类似，如股票增值权与股票期权类似。

以典型的股票期权为例，期权的费用的确定在处理细节上有不同的方法，这将对上市公司的业绩带来明显的影响。于是，对于上市公司而言，完全可能通过一些计量上的方法去影响最终的公司业绩。期权价值的确定要依靠标的股票价格、等待期、波动率、无风险利率等，这是一个必须要借助模型才能计算的价值；很多期权价值的计算是很复杂的，需要专家参与这个过程。事实上，股权激励费用的计算和分摊在授予日都会有一个明确的表述，因此，对于未来业绩的影响应该算一个既定的事实。

对于股权激励方案的对于净利润的影响，我们以在 2011 年刚刚事实的公司为例，以其授予日披露的费用为准，并将其与 2010 年的净利润情况进行对比以反映其对净利润的影响程度。

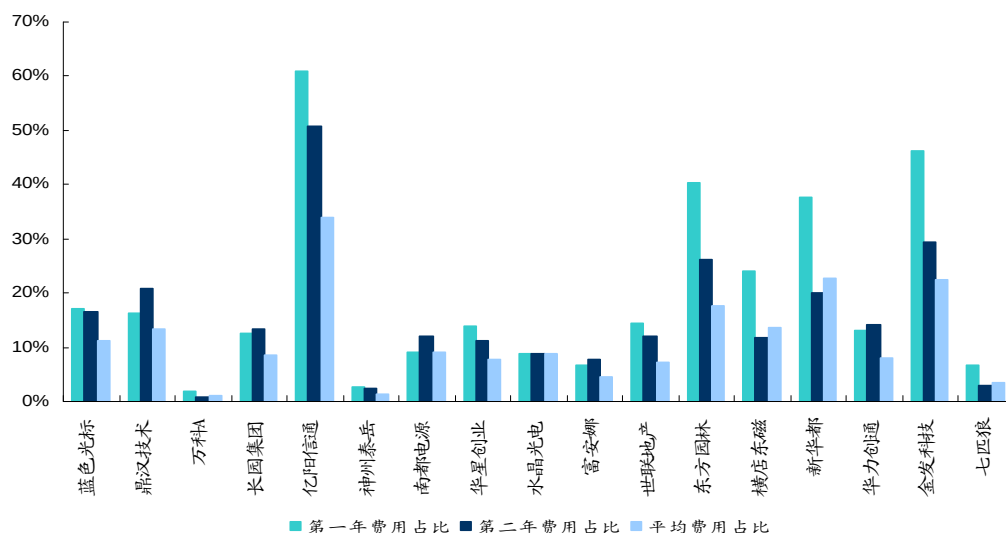
表 3：授予日在 2011 年的股权激励公司费用摊销对比

公司	2010 年净利润	摊销期限	2011	2012	2014	2014	2015	累计
蓝色光标	6272.28	2011-2014	1075.55	1040.63	599.71	124.11		2840.00
鼎汉技术	6931.12	2011-2014	1130.62	1443.03	769.21	332.54		3675.39
万科 A	883961.05	2011-2013	16418.74	7132.54	3062.4			26613.68
长园集团	23141.55	2011-2014	2914.63	3103.45	1602.86	389.89		8081.83
亿阳信通	8414.32	2011-2014	5136.48	4280.4	1712.16	285.36		11414.40
神州泰岳	32717.76	2011-2015	844.71	770.61	474.22	237.11	44.46	2371.11
南都电源	8163.08	2011-2014	738.73	984.97	859.06	360.99		2943.75
华星创业	4455.91	2011-2014	613.76	502.7	239.66	46.76		1402.88
水晶光电	9180.61	2011-2014	803.08	803.08	803.08	803.08		3212.32
富安娜	12775.78	2011-2015	846.7	998.27	670.39	364.69	48.66	2928.70
世联地产	24652.85	2011-2015	3526.04	2994.06	1638.32	741.97	55.92	8956.31
东方园林	25800.62	2011-2015	10,377.49	6,733.93	3,788.31	1742.25	131.43	22773.40
横店东磁	36298.46	2011-2013	8724	4237	1994			14955.00
新华都	6465.22	2011-2013	2436.09	1298.89	645.78			4380.76

华力创通	5035.84	2011-2015	655.52	715.11	434.18	221.34	17.03	2043.18
金发科技	56997.24	2011-2015	26417.2	16745.4	10990.9	6682.3	3093.8	63929.60
七匹狼	28909.96	2011-2013	1923.1	814.3	344.5			3081.90

资料来源：长江证券研究部

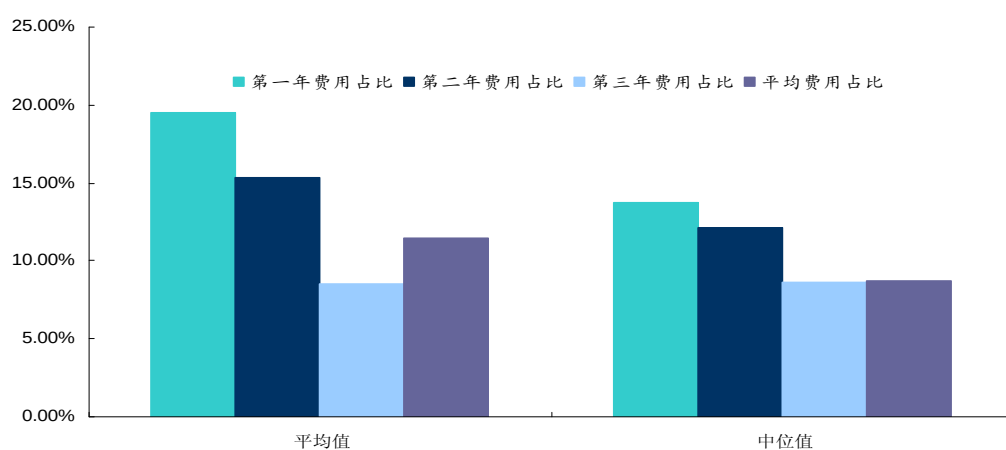
图 20：2011 年实施公司费用摊销对 2010 年净利润占比



资料来源：长江证券研究部

在上面的公司中，期权费用对 2010 年业绩的占比波动较大，第一年摊销最高的达到 60%，平均水平在 11% 左右。由于上述公司第一个摊销年基本是在 2011 年，而此后年份的摊销会呈下降态势，因此，2011 年的摊销压力将会比较大。

图 21：前三年费用占比对比



资料来源：长江证券研究部

假设 2011 年摊销的激励成本对 2010 年平均业绩占比为 10%，结合一个平均的考核增长目标 30%，激励成本将会拉低 2011 年业绩大约 7% 左右。由于分布的不均匀，在对具体公司

进行分析的时候要具体分析其激励成本对公司业绩的影响。

成功样本分析与模式总结

我们所希望找到的是一个成功的股权激励在各个环节都具备什么样的条件，他们是不是有着自己的共性。首先，我们应当去定义什么是成功的股权激励。一个成功的股权激励应当是这样的：股东的净利润、市值等目标得以实现；管理层成功行权并获取增值收益。从数据上来看，上市公司业绩的持续高增长和管理层成功行权可以作为两大筛选标准。按照此标准，我们选取了 16 家比较典型的公司作为分析对象，以期从它们的发展中获取某种启发性意义。这十六家公司的增长情况如下：

表 4：股权激励成功公司的增长情况（扣除非经常性损益后净利润增速%）

证券简称	所属行业	业绩基准	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
双鹭药业	生物制品 II	2005		5.59	38.57	102.41	148.96	0.22	8.36
华侨城 A	房地产开发 II	2005	48.22	44.69	20.59	36.98	21.64	32.74	158.00
伟星股份	服装 II	2005		43.62	80.50	66.80	38.20	6.69	
苏泊尔	白色家电	2005	-22.13	59.54	65.83	60.36	24.13	36.01	32.78
广州国光	其他电子器件 II	2005	9.33	-12.98	53.10	40.93	47.71	20.62	
辽宁成大	证券 II	2005	127.21	32.97	454.72	311.21	-54.61	34.45	
博瑞传播	传媒	2005	16.76	14.88	26.12	37.68	67.73	32.78	26.31
科达机电	专用设备	2007	18.57	-32.90	14.77	119.35	22.00	23.20	51.45
卧龙电气	电气设备	2007	58.93	33.06	19.33	31.88	24.53	58.17	7.91
金螳螂	建筑装饰	2006	54.54	17.31	32.87	25.91	56.89	52.92	92.51
德美化工	化学制品	2007	13.09	-24.80	34.46	42.03	24.60	64.01	
报喜鸟	服装 II	2007		-9.14	78.65	83.65	55.07	42.98	
远光软件	计算机应用	2007	16.29	18.26	45.98	45.58	76.65	49.57	67.12
格力电器	白色家电	2006（授予）	26.56	24.04	21.46	62.52	85.19	43.91	46.15
中兴通讯	通信设备	2007（考核）	37.73	22.22	-37.85	74.64	24.26	51.06	16.87
用友软件	计算机应用	2006（考核）	-9.67	39.22	44.56	108.89	6.79	28.16	0.30

资料来源：wind，长江证券研究部

对于一家公司的成功与否，我们可以从将两个维度相结合，行业所带来的影响以及公司在行业背景下的自身所释放出来的能量是最为重要的两个维度。我们将循着这个思路去看待上面的这 16 家公司。

行业运行的影响

上面的 16 家公司中，行业属性各异，但行业背景的影响可以得到很明显的反映。正如我们上面在分析业绩异常公司一样，在较好的行业增速背景下，公司的增长以及股权激励会面临天时地利的优势。

具体而言，我们以行业收入增长来反映这个行业的成长情况。

表 5：成功样本所属行业增长情况

板块名称	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
生物制品 II	21.64	13.38	10.69	7.06	7.00	6.90	27.45
房地产开发 II	18.39	-1.67	38.00	44.16	5.32	25.63	35.44

服装 II	19.31	1.99	19.13	15.59	23.95	3.38	27.44
白色家电	29.03	12.88	21.88	36.15	12.55	4.79	44.07
其他电子器件 II	46.52	21.01	10.01	9.74	2.58	-3.31	23.41
证券 II	29.89	23.76	22.50	278.57	-48.49	43.37	11.68
传媒	16.97	1.32	15.65	1.71	6.56	10.06	29.19
专用设备	20.37	15.29	36.83	30.66	15.82	9.31	28.55
电气设备	36.90	30.31	97.46	19.68	14.25	8.18	23.76
建筑装饰	29.41	21.71	35.99	15.44	27.58	37.69	29.99
化学制品	30.31	18.43	26.81	26.57	25.21	-7.36	15.89
计算机应用	14.42	16.07	22.36	19.26	15.92	13.77	23.11
通信设备	4.41	-6.44	26.93	2.77	6.92	16.60	16.02

资料来源：wind，长江证券研究部

应当说，在上面的 16 家公司中，绝大多数的高增长均是在行业高增长背景下实现的。典型的如房地产市场的黄金年代为华侨城的增长提供了基础，证券市场的牛市造就了辽宁成大的辉煌。在过去的十年中，特别是在 08 年之前，中国经济持续繁荣背景下造就了很多行业的高增长。而在这些行业中，只要略微在竞争力等方面处于行业中上等水平的，基本上都能获取一个不错的增速。于是对于投资而言，一种自上而下的投资逻辑具备的很大的空间。在我们最后的选股思路中同样会遵循这样一种逻辑。

但是在上面的行业增速中，我们也看到了一些公司在行业增速并没有什么起色的背景下却出现了超越行业的高速增长，典型的双鹭药业、广州国光以及博瑞传播。这些能够克服行业增长局限而实现超常增长的公司更值得研究，这当然是公司内核竞争力所发出的能量了。

超越行业的增长：对于内因的挖掘

上面的公司基本上都获取了超越行业的增长，这里面又分为了两类：第一类是在行业本身快速发展，公司获取更快发展；第二类则是行业本身增长平淡无奇，但公司却实现了超常规增长。

对于第一类公司，典型的代表是伟星股份、报喜鸟、苏泊尔、格力电器、金螳螂、用友软件、远光软件等。

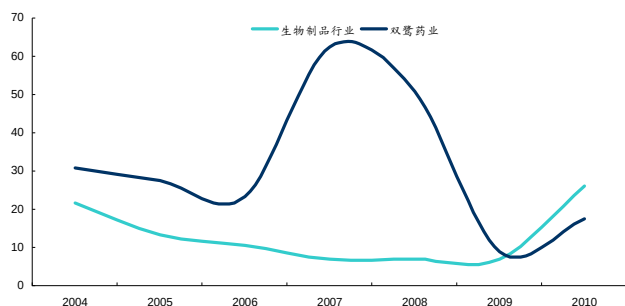
对于处于传统行业纺织服装、家电领域中的公司，他们的超常增长之路似乎非常明确：小公司、大市场、份额蚕食。在竞争非常激烈的传统行业中，要想走出这样一条道路，品牌的建设似乎成为一种共性。报喜鸟、苏泊尔、格力电器这三家公司的品牌特征最为明确。但在品牌背后却也有一些独特的竞争要素。如报喜鸟对于扩张非常注重二三线城市以及与一线品牌的差异化竞争；苏泊尔则对城市家庭对于厨卫设施新的体验需求的快速反应；格力的一整套质量管理与供应链管理体系则是其支撑。

而对于一些新兴的行业来说，细分龙头的受益最为直接。在一个新兴的市场领域，龙头企业更能传递其对需求的满足能力。金螳螂作为建筑装饰领域的龙头，其被需求方感知的率先性很好得到了体现，于是其承接大额订单的速度超越常规。用友软件、远光软件同样作为细分领域的龙头企业，在供需两方都知之甚少的情況下，他们获得青睐理所应当。

对于第二类公司，在行业增速不甚良好的情况下获取超常规增长更是难能可贵。这里面一定有核心的差异性。

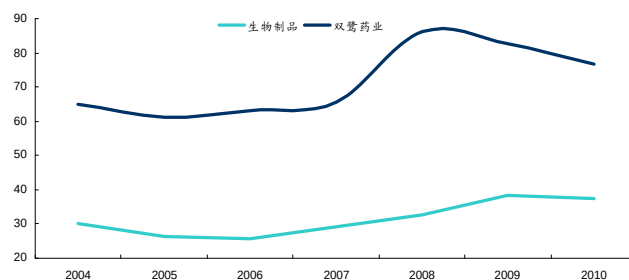
双鹭药业的成功得益于其强大的研发实力，能够不断推出新产品。由于其产品贝克宁进入了医保目录，销量实现了持续的大幅增长，毛利率也得到了大幅提升。这种由政策引致的公司增长机会是同行业其他公司无法比拟的。技术实力在这里起到了关键。

图 22: 收入增长对比



资料来源: 长江证券研究所

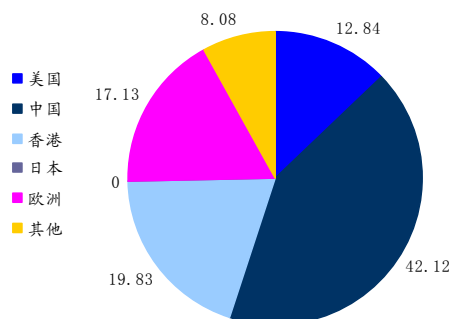
图 23: 毛利率对比



资料来源: 长江证券研究所

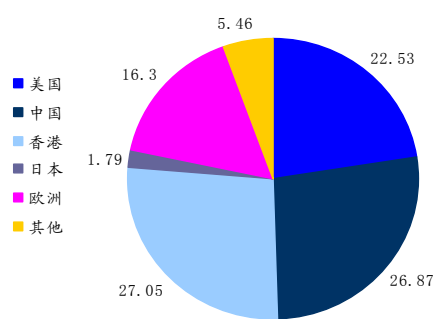
广州国光所处的消费电子行业在 06-08 年期间增速持续的下滑，国内市场的境况不容乐观。广州国光的成功之处则在于其成功的打开海外市场，成为国际品牌的供应商。

图 24: 广州国光 2005 年收入区域构成 (%)



资料来源: 长江证券研究所

图 25: 广州国光 2008 年收入区域构成 (%)



资料来源: 长江证券研究所

博瑞传播的独特之处则在于其独特的区位优势 and 所能仰仗的独特资源。在传统的媒体(报刊、书籍等)方式上，西部区域所提供生命周期要长于东部区域。因此，当传统媒体在东部区域陷入增长困境的时候，西部中心成都的增长依然高速。其实，博瑞传播的增长离不开房地产成都房地产市场的持续增长，因为对于传统报刊来说，房地产广告收入是业绩贡献的较大一块。这也从另外一个层面说明了中国区域性的城市化给相关公司带来的机会。独占性是博瑞传播具备的另外一大特性。公司背靠成都商报，能够在成都市场获取很多独一性的资源。因此，博瑞传播所提供的逻辑在于区域城市化背景下的市场独占。

总结

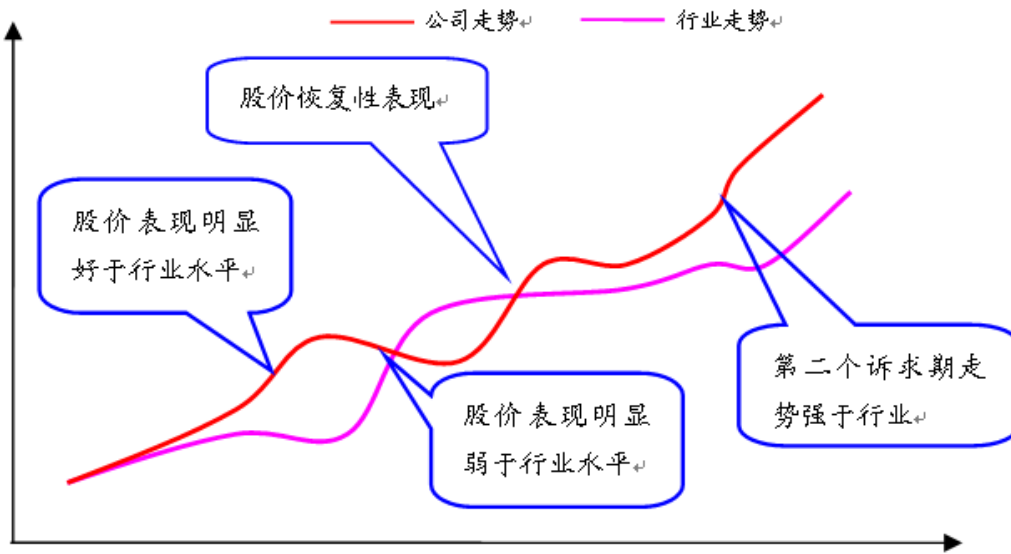
上面通过数据对比和公司描述，我们似乎可以从很多角度去解读各个公司能取得不错成绩的原因，这里我们有必要对这些公司多提供的成功逻辑进行一定梳理和总结：

- 行业造就公司。行业快速增长所带来的是一种系统性的机会，只要是出于行业中上等水平的公司都能获得超越行业的增速。如华侨城、辽宁成大。这为从上而下的选股思路奠定了基础。
- 行业细分龙头。在新兴的市场领域，跑马圈地的年代更适合龙头企业的扩张。如远光软件，其在财务软件领域的龙头地位使其迅速成为了电力系统财务系统信息化的排头兵，受益领先。
- 相信品牌的力量。品牌的出现应当说是一个行业要必经的阶段。在一个行业初始增长期，对于需求的满足能力是最大的要求，随后需求方对于成本收益的考虑成为驱动行业增长的因素，最后需求层次的可选择性将会催生品牌的需求。因此，在成熟行业中，循着品牌和模式的路径去寻找成长型公司会有意想不到的结果。典型的如格力电器、
- 大市场中的小公司。这里所说的大市场不是指一个全新的未开拓的市场，而是指成熟市场。成熟市场如家用器具领域，社会需求五花八门、多种多样，无论是从需求量还是从产值规模上来看都是巨大的。也只有在这种市场，任何一个小小的消费习惯的变化，就会催生一个巨大的市场。典型的如苏泊尔，无油烟健康炒锅对于传统炒锅的替代、电磁炉的被认可都催生了一个绝大的市场。而在这个领域，能洞悉消费领域发生变化的一些创新性小公司受益会最为直接。
- 技术领先所带来的可持续性。从长远来看，只有创新才会不断的拓展出新的市场，双鹭药业是一个成功的案例。
- 政策所提供的机会。政策变化所带来的需求可能是巨大的，往往会催生很多公司的成功。双鹭药业的成功不得不说有医保政策推进的影响；如果没有佛山节能降耗的政策，科达机电所面临的行业需求结构不会发生变化；远光软件则是遇上了电力系统的信息化建设。于是对于政策变化所衍生出来的机会不得不察。
- 总量市场扩张与存量市场更新。这里的总量市场可以国内市场，更可以是国际市场。广州国光的高增长在于国际市场的拓展；科达机电的高增长则有存量领域的一场购置更新（佛山陶瓷产能外迁带来对陶瓷机械的更新需求）。
- 市场的独占性。这种独占性也就是一种进入壁垒，这种壁垒可以是技术、可以是拍照、可以是资本、也可以是区位垄断。
- 城市化进程中的机会。当前中西部地区的城市化正在加速，这会很多行业或公司而言都是一个拉长生命周期的机会

公司行为与股价运行

对于股价，被激励对象存在着股价诉求的阶段主要集中在股权激励预案披露前，股票期权第二个行权日之后，限制性股票第一个解锁日之后以及股票增值权的行权窗口期。被激励对象对于股价的诉求主要集中在两个阶段，这两个阶段可以将整个上市公司股价的表现划分为四个阶段：

图 26：股权激励下的股价表现模式

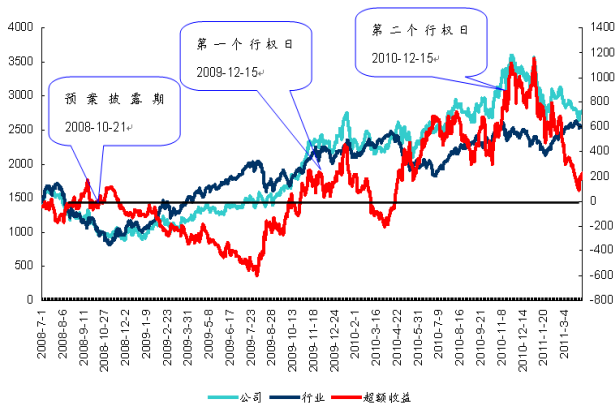


资料来源：长江证券研究部

在第一个阶段，市场预期股权激励所带来的对于公司增长信心增强提振了股价；但由于过高的股价侵蚀了被激励对象的利益，股价存在调整的压力，随之而来的是第二阶段。在股权激励出台之后，股价则存在着恢复性上涨，对于未来预期的提振也会对股价起提振作用。在第二个诉求期，股价的上涨价格切实让被激励方收益。那么现实是不是这样运行的呢？我们以典型的股权激励公司为例来说明之。

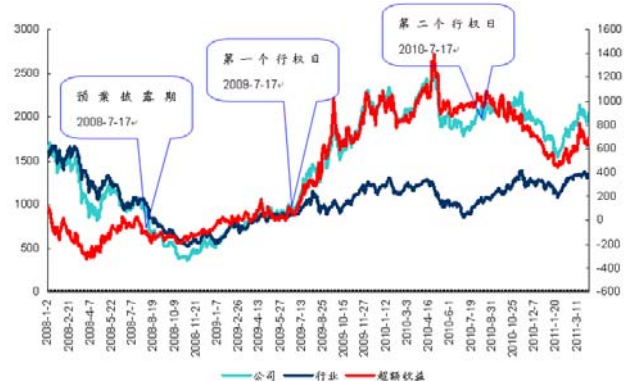
我们选取主要的样本公司有报喜鸟、德美化工、金螳螂、卧龙电气、浙江龙盛、博瑞传播、双鹭药业、格力电器、苏泊尔、伟星股份。这里面又新规则下的公司，也有 08 年之前的传统规则公司。将公司股价与行业指数进行对比，我们可以更为清楚的看到支撑股价运行的因素更多的在于行业还是更多的在于公司。

图 27：报喜鸟相对行业指数表现



资料来源：长江证券研究所

图 28：德美化工相对行业指数表现



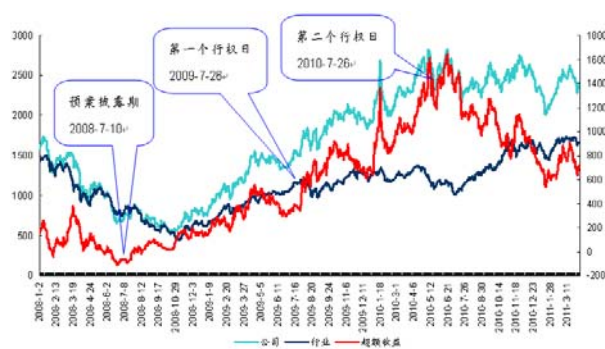
资料来源：长江证券研究所

图 29: 金螳螂相对行业走势



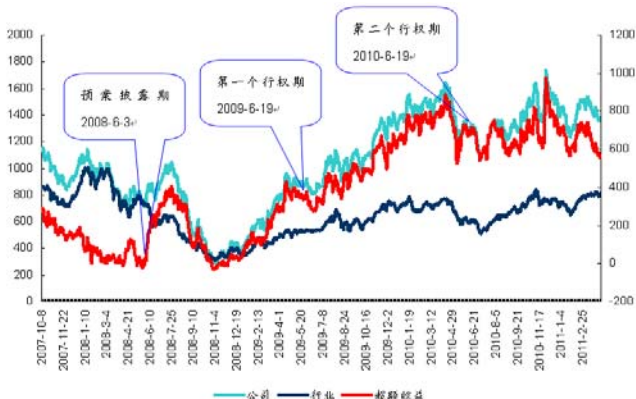
资料来源：长江证券研究所

图 30: 卧龙电气相对行业走势



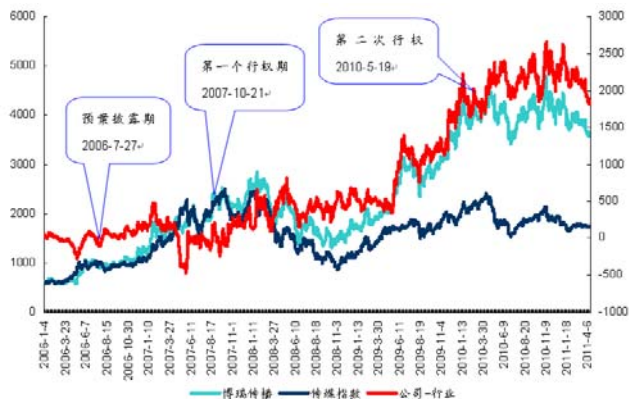
资料来源：长江证券研究所

图 31: 浙江龙盛相对行业走势



资料来源：长江证券研究所

图 32: 博瑞传播相对行业走势



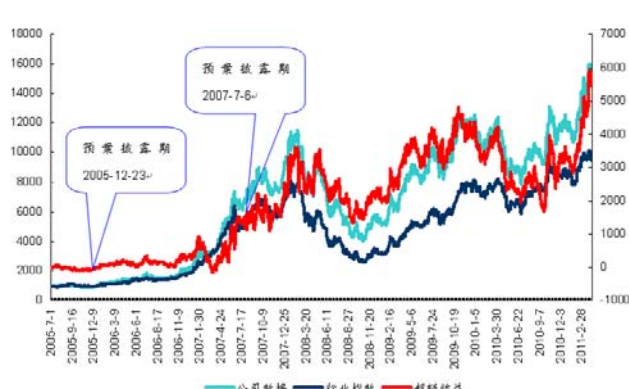
资料来源：长江证券研究所

图 33: 双鹭药业相对行业走势

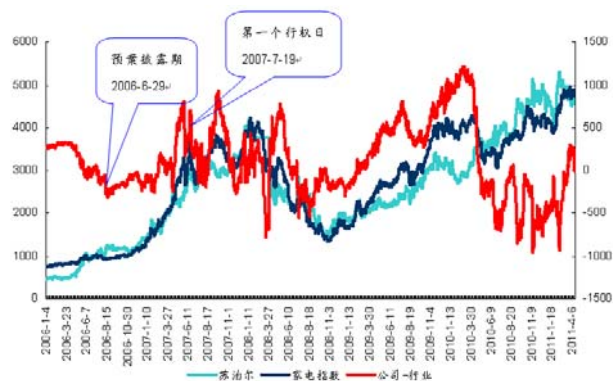


资料来源：长江证券研究所

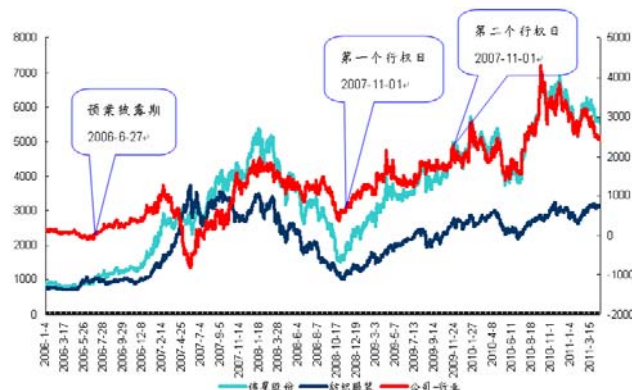
图 34: 格力电器相对行业走势



资料来源：长江证券研究所

图 35: 苏泊尔相对行业走势


资料来源：长江证券研究所

图 36: 伟星股份相对行业走势


资料来源：长江证券研究所

虽然我们所研究的样本有限,但在这有限的样本中,我们也看到了上面所设想的四阶段模式。具体而言,股价围绕可行权日的波动特征较为明显。首先,激励公司股价在行权日前后 1 年的时间,也就是在行权日的前半年以及后半年往往会后大幅的表现。其次,有着良好业绩增长的公司股价弹性相对较高,这类公司在遭遇熊市或者说较大的系统性冲击后,其快速恢复的能力是较强的。

产业资本与金融：行权收益的估算

产业资本与金融的互动是一个有意思的话题,产业资本对于资产价格的评估也与金融不同。但是无论那方,对于收益率的判断都应该趋于一致。在真金白银面前,资本都是无差别的。我们试图去刻画一份股权激励究竟能为被激励方带来多大的收益,由于行权的时间存在阶段性、解禁时间存在阶段性,激励对象卖出股权也存在着阶段性,要刻画这种收益其难度可想而知。我们仅以激励对象在行权日（限制性股票解禁日）所获得的可能市值作为一个近似的刻画。

表 6: 样本公司行权的收益

公司名	首次行权日期	行权/认购价	市价	承诺持有时间	年化收益率
远光软件	2010-12-20	5.61	32.6	1.01	475.56%
科达机电	2008-4-29	4.49	19.77	1.12	274.20%
苏泊尔	2008-5-12	3.41	16.41	1.82	137.50%
双鹭药业	2009-8-14	2.94	32.85	3.17	114.13%
博瑞传播	2008-2-29	14.69	34.1	1.36	85.84%
广州国光	2008-3-21	5.05	12.06	1.52	77.45%
报喜鸟	2010-6-21	12.2	22.5	1.51	49.89%
辽宁成大	2008-11-24	4.82	11.83	2.22	49.87%
德美化工	2009-9-25	10.76	16.17	1.01	49.45%
伟星股份	2008-11-24	4.25	9.07	2.07	44.33%
用友软件	2008-8-8	18.17	26.24	1.00	44.27%
卧龙电气	2009-12-11	12.65	18.39	1.38	31.12%
金螳螂	2009-12-2	21.55	28.2	1.18	25.51%

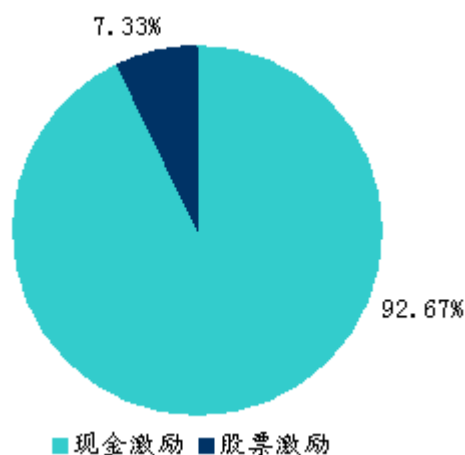
资料来源：长江证券研究部

从收益率上来讲，样本公司的分布很不一致，最高的年化收益率达到 475.66%，最低的为 25%。这种收益与市场环境也存在很大的关系。

关于现金激励

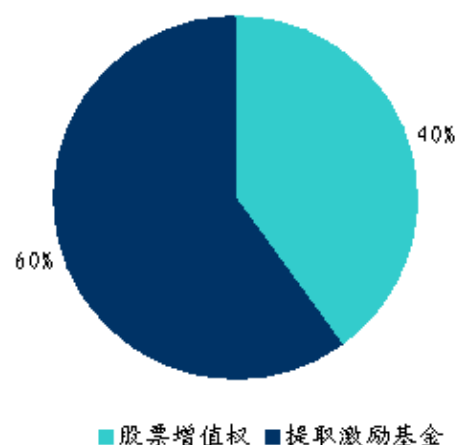
从上市公司股东是否付出现金给予激励对象来划分股权激励，可以划分为现金激励方式和非现金激励方式。现金激励方式指上市公司直接提取一部分现金奖励给激励对象，这种奖励可以是直接以现金的形式实现，也可以是用现金补贴给激励对象购买公司股票（这种形式下激励的标的还是股票）。A 股中的现金激励方式主要有两种：股票增值权形式和提取激励基金形式。

图 37：现金激励占比情况（所有预案）



资料来源：长江证券研究所

图 38：现金激励内部构成（所有预案）



资料来源：长江证券研究所

现金激励形式在 A 股股权激励形式中的占比很微弱，不足 8%。随着上市公司推出股权激励的热情不断高涨，多种激励方式的出现成为了一大趋势。2011 年，新披露股权激励预案的公司中，截止到目前有 5 家，虽然这个数目已然非常至少，但与以往年份相比，已经是很了不起的数字了。由于现金激励方式对于被激励对象有着其他方式无法比拟的吸引力，在多元化激励方式成为趋势的背景下，现金激励方式将会越来越多。

表 7：股权激励数量对比一览

年份	股权激励实施总数	现金激励实施总数	股权激励预案总数	现金激励预案总数
2006	10	2	1	0
2007	3	1	1	0
2008	32	3	5	1
2009	9	0	0	0
2010	40	1	13	0
2011	48	3	130	5

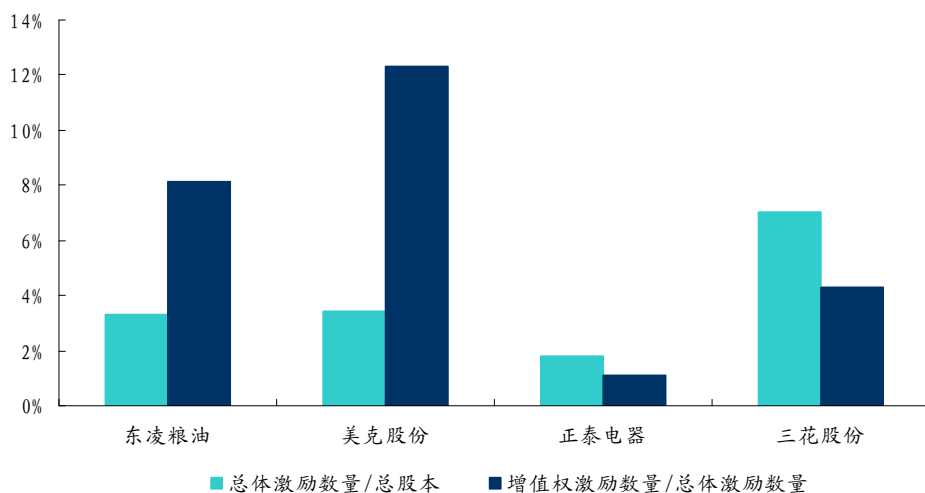
资料来源：wind，长江证券研究部

由于 2011 年以前的现金激励方式相对较少，我们重点分析 2011 年截止到目前为止的新实施以及披露预案的公司。截止到目前，现金激励方式有最新进展的一共有 9 家公司，其中预案阶段 5 家，股东大会通过的 1 家，正式实施的有 4 家。9 家公司中，采用股票增值权的有 4 家，提取激励基金的 5 家。

股票增值权

在上面我们已经讲了何为股票增值权，这里不再赘述。在 2011 年之前，股票增值权方式很少见到，目前也仅有斯米克仍在实施当中。对于被激励对象而言，股票增值权可以直接予其现金，而少了禁售期、限售期等时间限定，是最有利的方式。然而，正是这种最有利的方式也可能会给股东带来新的代理问题。因此，纯粹的股票增值权在 2011 年预案公司中没有出现，均是以股票期权+股票增值权的方式出现的。而股票增值权又基本上授予了相关上市公司中非大陆籍的高管及核心技术人员。从量上来看，股票增值权在总体授予量中所占的比重也是非常小的。

图 39：股票增值权占比较小



资料来源：长江证券研究部

在授予条件、行权条件上，增值权形式与期权形式并无大异。

提取激励基金

提取激励基金授予激励对象可以直接授予现金（此种性质类似于发放一次性奖金）和回购公司股票奖励给激励对象。为了体现一个管理层与公司长期共同发展的机制目标，绝大多数激励基金形式采用了回购公司股票授予激励对象的形式。与其他几类激励方式相比，提取激励基金方式有诸多的优势：

- 与直接授予限制性股票、股票期权相比，回购股票形式事先并不设定行权价。如果以一个较低的市价回购公司股票，不仅可以提振公司市值，而且可以使得激励对象有一个较低的付出成本。此外，激励基金的存在本身可以很好的解决激励对象资金来源不足的问题，这可以大大调动激励对象的激励动力。

- 与股票增值权相比，以回购股票的形式授予激励对象，由于限售期和分批解禁规则的存在，这有利于实现公司的长远发展。

提取激励基金方式可以说是传统的股票激励方式与纯现金激励方式的一个较好结合，其未来的发展前景将会较好。

2011 年实施或披露预案的激励基金方式公司主要是采用股票回购的方式，但也有小部分采用现金发放的形式，如正泰电子的方案为：公司高级管理人员所获得的激励基金，在年度内用于购买本公司股票；其他激励对象的激励基金以现金发放。

对于提取激励基金方式，其授予条件、禁售期、股票解禁等方面基本上与传统方式类似，其独特性或者说需要关注的地方主要集中在以下几个方面：

提取激励基金的方式

激励基金一般从考核年度的净利润中提取，而提取的方式可以有多种实现形式，可以按简单比例计提，也可以按超额累计的方式计提。

如欧亚集团计提方式为简单比例法（计提比例针对增加额）：

年净利润增长率为 20%（不含 20%）-25%，按照 30%的比例计提；

年净利润增长率为 25%（不含 25%）-30%，按照 35%的比例计提；

年净利润增长率为 30%（不含 30%）以上，按照 40%的比例计提。

广电电气采用的方式则是定基复合增长下的简单递减计提方式：

表 8：广电电气激励基金提取方式

考核年度	授予条件	提取基数	提取比例（%）
2011			15
2012			10
2013	较 2010 年复合增长率达到	考核年净利润与	8
2014	30%	2010 年净利润增	6
2015		加额	5

资料来源：公司公告，长江证券研究部

昆明制药则采用了超额累计的方式计提。

表 9：昆明制药激励基金提取方式

项目	2010		2011		2012	
净利润基本触发 基数(经审计主营 业务净利润)	7500		11250		14625	
	区间	提取比例	区间	提取比例	区间	提取比例
分区间超额激励	7500~8000	12.50%	11250~11750	12.50%	14625~15125	12.50%
基金计提比例(按	8000~8500	15.00%	11750~12250	15.00%	15125~15625	15.00%
当年经审计净利	8500~9000	15.00%	12250~12750	20.00%	15625~16125	22.50%
润)	9000~9500	17.00%	12750~13250	22.50%	16125~16625	37.50%
	9500 以上	17.00%	13250 以上	22.50%	16625 以上	37.50%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

资金的配比情况

公司提取的激励基金加上激励对象的配比金额就构成了总体的购股金额。这个配比的比例对于激励对象而言意义重大。一般而言，1:1 的比例较为常见，即个人和公司各出资 50%。但是，更低的个人比例也是存在的。在 2011 年披露预案或实施方案的公司中，各配比比例如下：

昆明制药：1:1

武汉健民：1:1

广电电气：3:1

中国建筑：1:1

欧亚集团：未约定比例

更低的个人配比毫无疑问对于被激励对象而言具备更大的吸引力。

国资背景公司的约定

在上面我们也提到了，国资公司进行股权激励不仅多了一道程序，而且在凸显公平原则上，激励对象的收益也会受到一定的限制。

如央企中国建筑在去激励方案中注明：“激励对象首次获授长期激励价值控制在其两年总薪酬的 30% 以内。”

然而，同样作为国资背景欧亚集团，其限制并没有体现出来。因此，可以这样认为，国资背景公司中，地方国资系统公司的自由度更大。

激励基金激励方式最大的特征就在于激励基金如何形成，而授予、锁定、解禁等程序基本上遵循惯常的股权激励方式。在上述这些公司中，中国建筑作为央企也迈出了现金激励的一步，这对于国资背景公司展开多种形式的股权激励有着不小的推动。

股权激励下的投资机会

我们通过对股权激励方方面面的分析，最终目的只有一个，那就是希望在众多的股权激励公司中找到那些激励成功概率更高的公司。我们筛选的标的主要集中在两大领域：潜在的激励公司和已经出台方案的公司。

潜在的激励公司

作为中小公司研究者，我们首选的领域在于中小市值的公司。在筛选方法上，除了我们上面所讲的上市时间、股本、实际控制人、股权结构等角度外，对于行业和公司的属性、成长性也是我们重点考察的因素。从去年以来，众多的中小市值公司业绩低于预期。于是，在我们对于潜在上市公司的选择中也考虑的业绩预期与现实之间的对比。一个基本假设是，如果一个上市公司要依靠明显的业绩调整去保障股权激励的实现，那么其真正的成长性就值得怀疑。股权激励只是一种形式，对于成长性的考量是我们更为看重的。综合起来，我们认为以下公司符合我们的标准。

表 10：潜在的股权激励上市公司

证券代码	证券简称	PE2010	EPE2011	EPE2012	所属行业	备注
------	------	--------	---------	---------	------	----

300195.SZ	长荣股份	54.04	24.07	18.84	专用设备	高端印后设备龙头
300212.SZ	易华录	51.97	29.92	19.42	计算机应用	智能交通管理系统工程龙头
002572.SZ	宁基股份	51.37	30.17	21.50	轻工制造	独特商业模式
002292.SZ	奥飞动漫	64.40	45.46	34.20	传媒	唯一的动漫类上市公司
002485.SZ	希努尔	31.19	22.48	16.32	服装	品牌服装商
300171.SZ	东富龙	48.72	32.98	24.74	医疗器械	国内最大冻干机设备制造商
300229.SZ	拓尔思	37.25	26.36	19.03	计算机应用	企业搜索技术和内容管理技术提供商
300235.SZ	方直科技	41.87	34.45	27.03	传媒	中小学同步教育产品及服务提供商
300199.SZ	翰宇药业	68.78	44.38	30.59	化学制药	国内化学合成多肽龙头

资料来源：wind，长江证券研究部

说明：估值采用一致预期估值。

已经实施或披露方案的公司

在已经实施或披露方案的上市公司中，增长的确性所带来的对于未来估值压力的释放是我们首选的标准；其次，当前价对于行权价的折价可以作为另外一个参考指标。当然，行权条件的高低，以及激励方式所带来的对于被激励对象的推动力也是必须要考虑的地方。综合起来，我们认为以下公司具备可能的表现机会：

万达信息、林州重机、多氟多、梅花伞、拓维信息、东百集团、威创股份、探路者、中海达、嘉寓股份、友阿股份、新北洋、晨光生物、康力电梯、

表 11：已经实施或披露方案的部分公司

证券代码	证券简称	2010PE	EPE2011	EPE2012	所属行业	备注
300168.SZ	万达信息	47.58	29.30	20.79	计算机应用	主营城市化信息软件
002407.SZ	多氟多	147.28	48.64	29.85	化学制品	六氟磷酸锂项目开始投产
002174.SZ	梅花伞	125.14	51.70	41.39	其他轻工制造	存在转型前景
002261.SZ	拓维信息	37.22	28.91	20.52	网络服务	主营移动增值业务
300005.SZ	探路者	82.45	47.14	30.79	服装	中国户外用品第一品牌
300177.SZ	中海达	45.65	28.99	21.06	计算机设备	主营卫星导航系统服务
300117.SZ	嘉寓股份	43.10	27.85	18.60	建筑材料	主营节能建材
002277.SZ	友阿股份	35.75	25.69	17.39	零售	区域百货龙头
300138.SZ	晨光生物	42.33	29.73	19.07	食品制造	天然色素龙头
002376.SZ	新北洋	53.14	34.48	24.35	计算机设备	专用打印机自主品牌领跑者

资料来源：wind，长江证券研究部

说明：估值取一致预期估值

2010 年之后，上市公司推出的股权激励方案整体要比 10 年前推出的行权条件要高，这也就意味着，一部分上市公司的成长性值得期待。单纯从激励方案中的行权条件出发，我们也可以对这些公司在 2011-2012 的 PE 锁定程度进行展望，其中也不乏一些具备估值吸引力的公司。

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究、中小公司研究。

陈开伟，长江证券中小公司研究组高级分析师，2009-2010 年在长江证券宏观策略部开展策略研究，主要研究领域为行业比较和资产配置。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。