

证券研究报告—深度报告

投资策略

策眼甄市系列专题三

2011年9月28日

相关研究报告:

策眼甄市系列专题一
《“去地产”下的投资机会》策眼甄市系列专题二
《从“X+房地产”到“房地产+X”》

证券分析师: 黄学军

电话: 021-60933142-3142

E-mail: huangxjun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120018

联系人: 林丽梅

电话: 021-60933157

E-mail: linlm@guosen.com.cn

感谢实习生古岩的数据支持

专题报告

股权激励能激励股价吗?

● 股权激励透露出政策变迁和中小行业成长性的信息

合理的股权激励是一个管理层、股东和监管合赢的措施。首先股权激励能让管理层在一定时期内持有股权,享受股权的增值收益,这样管理层在经营过程中更多地关心公司的长期价值,实现与股东利益(激励股价)趋于一致。其次监管层大力推行重在改善公司的治理结构。

股权激励将成为投资者的关注焦点。推行股权激励的公司 2011 年以来出现了新高。2005 至 2011 年各年度 A 股上市公司公布股权激励预案的公司分别为 7 家、38 家、10 家、69 家、14 家、67 家和 130 家。

从行业分布看,目前信息服务、信息设备、家用电器、纺织服装、轻工制造等行业实施股权激励的公司较多,这些行业成长性较好,同时中小企业和民营企业居多;交通运输、采掘、综合、有色金属、餐饮旅游等行业实施股权激励家数甚少甚至无实施股权激励的公司。

● 激励管理层和股价的条件取决于行权价格、激励股份和业绩门槛

一个合理的激励规则,能否同时激励管理层和股价,要素设计非常重要,包括行权价格、授予激励的股份和业绩承诺等。这其中行权价格是核心。

首先,回顾股权激励停止实施的案例,发现行权价格过高易导致股权激励方案中止。(1) 实施至今有约四分之一股权激励停止实施。根据初始行权价格计算公司推出股权激励时的 PE 估值水平,停止实施的公司平均为 64 倍,明显高于实施公司的 40 倍。停止实施的公司中 59% 后续股价低于初始行权价格,平均跌幅高达 40%,跌幅大于 30% 的公司数为 33 家,占停止实施公司总数的 38%;对比成功实施的公司实施公告日前收盘价低于行权价的占比为 50%,平均跌幅为 13%,跌幅超过 30% 的公司数为 8 家,占实施公司总数的 5%。(2) 行权价格对应的估值低的公司后续超额收益稳定,而较高的行权价格会减少被激励者的盈利空间。行权价格估值较低(如 PE 低于 20 倍)的股票有一定的安全边际,无论是预案至实施阶段,还是实施日后,都有较高的超额收益。

其次,激励股份占比过高或过低均不利于股权激励顺利实施。激励股份小于 1% 和大于 5% 的股权激励方案停止实施的公司数相对较多,而激励股份占比在 1%-2% 之间的公司停止实施的可能性则较小。

再次是股权激励的业绩承诺比较合理。过往实施股权激励能够兑现或兑现部分承诺的公司占比达到 82.7%。近期推出股权激励,自 2010 年起考核的公司达标占比为 79.3%。说明目前的股权激励的业绩承诺还是比较合理的。

● 投资建议

对于时机的选择。股权激励预案公告日、股东大会公告日、首次实施公告日、首次业绩达标快报公告日均有明显超额收益。相对而言,实施股权激励的公司股价指数跑赢大盘,实施公告日为其最佳介入时点。

对于目前已实施的组合选择原则是较好的成长性(市值不大、过去增长稳定和未来业绩增长有保障)、股权激励比例适中、行权价格估值合理股票组成投资组合为:华孚色纺、精工钢构、广田股份、科华恒盛、锐奇股份、劲胜股份、华策影视。

独立性声明:

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。

内容目录

监管层推股权激励政策提升公司治理结构的质量	3
股权激励的实施情况：显示一定的行业成长性	4
2011 年以来股权激励公司数激增	4
2005 年以来股权激励方案有四分之一停止实施	4
推出股权激励多在中小成长性行业如信息服务、信息设备等	5
大多数公司股权激励股份数占公司总股数小于 5%	7
激励管理层和股价的要素分析	7
要素一：行权价格及对应的估值水平，相对低较好	7
要素二：授予激励的股份占比，合理比例最好	9
要素三：业绩指标，实施的大多较为理性	10
股权激励概念的投资机会	10
选时一：股权激励预案公告日超额收益明显	10
选时二：首次业绩达标快报公告日超额收益明显	11
选时三：实施股权激励的公司股价表现跑赢大盘	11
根据合理的行权价、业绩和激励比例等要素选出的投资组合	12

图表目录

图 1：股权激励计划停止原因	5
图 2：A 股上市公司实际控制人性质统计	6
图 3：A 股上市公司规模统计	6
图 4：推出股权激励的公司控制人性质统计	7
图 5：股权激励方案预告日至实施日平均年化超额收益	9
图 6：股权激励方案实施日至目前平均年化超额收益	9
图 7：激励股份占比比较	9
图 8：股权激励各公告日平均超额收益（%）	11
图 9：首次业绩达标年度报告公布日平均超额收益（%）	11
图 10：股权激励公司指数	12
表 1：股权激励政策一览	4
表 2：停止实施公司和实施公司数量	4
表 3：股权激励公司行业统计	6
表 4：激励股份占比统计	7
表 5：各年度股权激励公司数量统计	8
表 6：停止实施公司和实施公司估值比较	8
表 7：股权激励公司股价表现	9
表 8：股权激励公司业绩考核情况	10
表 9：股权激励概念投资标的	13

监管层推股权激励政策提升公司治理结构的质量

资本市场上的融资使得公司的股权结构发生着重大变化,随着公司规模扩大和管理技术的日益复杂,世界各国的大公司为了解决经理人道德风险,合理激励经理人,纷纷推行了授予股票、股票期权等形式的股权激励机制。股权激励是一种通过让经理人获得公司股权的形式给予企业管理层一定的经济权利,使他们能够以股东的身份参与企业决策、分享利润、以及承担风险,从而勤勉尽责地为公司的长期发展服务的一种激励方法。

通常情况下,公司可以用工资、奖金等多种方式对管理层进行激励,在不同的激励方式中,工资主要根据被激励者的资历条件和公司情况预先确定,在一定时期内相对稳定,因此与公司的业绩的关系并不非常密切;奖金一般以财务指标的考核来确定被激励者的收入,因此与公司的短期业绩表现关系较为密切,而与公司的长期价值关系不明显,经理人有可能为了短期的财务指标而牺牲公司的长期利益。

股权激励则可以使经理人关心公司长期利益,与股东财富最大化的目标趋于一致。经理人在一定时期内持有股权,享受股权的增值收益,并在一定程度上承担风险,这样就迫使经理人在经营过程中更多地关心公司的长期价值。

一般说来,推行股权激励的公司治理好于无股权激励的公司,同时,按照监管要求,股权激励方案若要顺利执行,必须保证基本的业绩条件,而且为了更好的进行激励,还需设定未来几年的业绩目标。根据信号传递理论,推行股权激励并在方案中约定合理业绩指标,表明了公司对未来发展的信心,显示了公司良好的成长性。因此本报告试图基于已推出的股权激励方案内容及股价走势,探究推行股权激励方案到底能够传递哪些信息,研判哪些行业的行业环境有利于公司成长,并从中寻找成长稳定、业绩增长有保障、具有长期投资价值的个股。

随着资本市场的逐渐完善,我国的上市公司也逐渐将现代公司金融的理念运用于实践当中,2005年《公司法》的修订为股权激励扫清了障碍,随后的《上市公司股权激励试点办法》出台,A股股权激励正式拉开序幕。2008年,针对股权激励试行的不规范问题,证监会连续出台三个备忘录,对股权激励方案设定、会计处理等做出明确规定,部分已实施股权激励或已推出股权激励公司草案的公司因不符合备忘录要求而停止实施。

表 1: 股权激励政策一览

法律法规	颁布时间	相关内容
《公司法》	2005 年修订	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》	2005 年 12 月	内容包括: 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, 规定了上市公司实施股权激励的程序、方案设计、股票来源、价格设定等问题。
《国有控股上市公司境内实施股权激励试行办法》	2006 年 10 月	规定国有控股上市公司展开股权激励的方式和程序。国有控股上市公司股权激励须获履行国有资产出资人职责机构的批准。
《股权激励有关事项备忘录 1 号》	2008 年 5 月	内容包括: 提取激励基金问题、主要股东和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, 规定公司行权指标须考虑公司的业绩情况。
《股权激励有关事项备忘录 2 号》	2008 年 5 月	内容包括: 激励对象问题、股权激励与重大事件间隔期问题、股份来源问题、其他问题, 规定公司重大事项决议至实施完毕后 30 日内不得提出股权激励计划草案。
《股权激励有关事项备忘录 3 号》	2008 年 9 月	内容包括: 股权激励计划的变更与撤销、股权激励会计处理、行权或解锁条件问题、行权安排问题、同时采用两种激励方式问题、附条件授予权益问题、激励对象范围合理性问题, 规定上市公司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。

资料来源: 证监会、国信证券经济研究所整理

股权激励的实施情况: 显示一定的行业成长性

2011 年以来股权激励公司数激增

截止 2011 年 9 月 2 日, A 股公告推出股权激励预案的公司共 335 家次, 其中主板 148 家、中小板 135 家、创业板 52 家。

2005 至 2011 年各年度公布股权激励预案的公司分别为 7 家、38 家、10 家、69 家、14 家、67 家和 130 家。2011 年尚未结束, 已有接近去年全年推行股权激励计划两倍数量的公司公告了股权激励草案, 使得股权激励重新成为投资者的关注焦点。

表 2: 停止实施公司和实施公司数量

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	总计
公布预案的公司总数	7	38	10	69	14	67	130	335
未停止实施	5	25	5	22	8	62	122	249
停止实施	2	13	5	47	6	5	8	86

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2005 年以来股权激励方案有四分之一停止实施

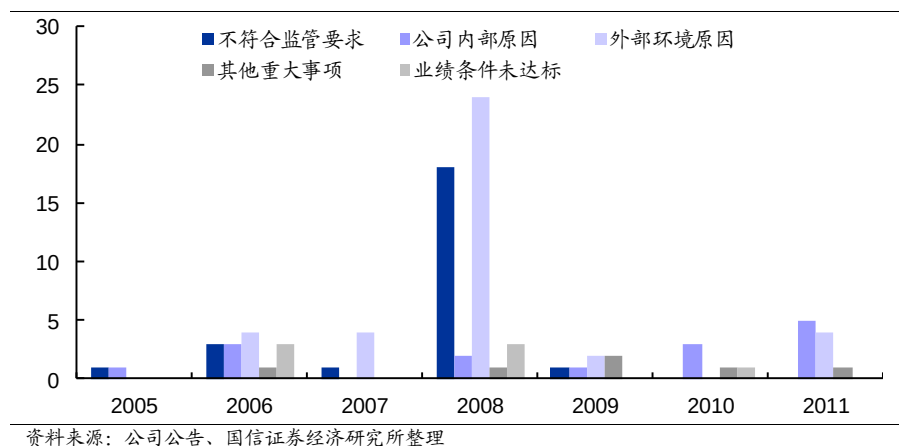
由于股权激励着眼的是公司的长期利益, 通常持续时间较长, 在这个瞬息万变的时代, 宏观经济条件、资本市场情况、行业环境以及公司基本面都有可能随时发生变化, 因此股权激励预案推出一段时间后, 可能会停止实施。在我们统计的 335 家公布股权激励草案的公司中, 有 86 家已停止实施, 占比 26%。

我们将股权激励方案停止实施原因概括为以下几个方面: (1) 不符合监管要求, 如

业绩条件、激励股票来源等不符合规定；（2）公司内部原因，如公司基本面发生变化，管理层不断引进人才而未预留股权，或是为平衡股东利益和整体薪酬奖励等；（3）外部环境原因，如熊市时股价不断下跌使得股票期权无行权价值，又如资金面趋紧导致企业激励计划难以实施等；（4）其他重大事项，根据《股权激励有关事项备忘录 2 号》中“上市公司提出增发新股、资产注入、发行可转债等重大事项动议至上述事项实施完毕后 30 日，上市公司不得提出股权激励计划草案”的相关规定，公司可能因实施增发等动议而导致股权激励停止实施；（5）业绩条件未达标，股权激励尤其是以股票期权为标的的激励附有业绩条件，业绩条件未达标，股权激励方案则终止，这点无论是股东还是公司管理层都是不愿意看到的，也使股权激励失去了意义；（6）不确定因素。

下图为股权激励停止实施的原因分析，以 2008 年为例，全年推出股权激励预案的公司，有 47 家后来停止实施，占比达到 68%，这 47 家停止实施的公司中，有 18 家由于不符合监管要求，这与在前文中提到的 2008 年 5 月以来证监会连续出台三个股权激励有关事项备忘录有关；另有 21 家公司因外部环境原因停止实施，这也与 2008 年股市持续下跌、全球金融危机对经济产生巨大负面影响的大环境相符。

图 1：股权激励计划停止原因



推出股权激励多在中小成长性行业如信息服务、信息设备等

在未停止股权激励方案的 249 家公司中，我们进行了如下的行业统计：

按历年股权激励公司总数占行业公司总数的比例排序，信息服务、信息设备、家用电器、纺织服装、轻工制造等行业实施股权激励的公司较多，表明这些行业成长性较好；交通运输、采掘、综合、有色金属、餐饮旅游等行业实施股权激励家数甚少甚至无实施股权激励的公司。

按 2011 年股权激励公司数占比，即在目前的市场环境下，信息服务、家用电器、信息设备、轻工制造、建筑建材等行业排名居前。而黑色金属、金融服务、有色金属、采掘、交通运输等行业 2011 年则没有推出股权激励方案的公司。

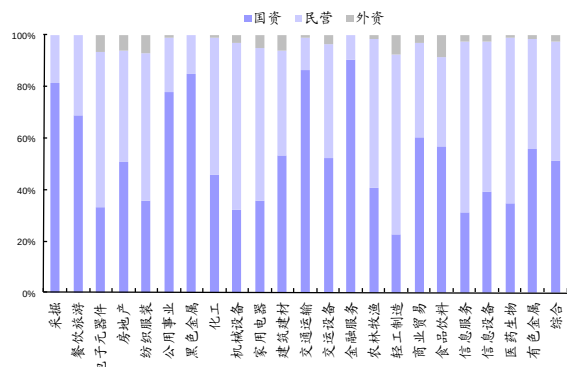
表 3: 股权激励公司行业统计

申万行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	总计	申万行业公司总数	历年股权激励公司总数占比	2011 年股权激励公司数占比
信息服务	0	2	0	2	1	7	23	35	125	28.0%	18.4%
信息设备	1	1	0	2	1	8	9	22	85	25.9%	10.6%
家用电器	1	1	0	0	2	1	5	10	40	25.0%	12.5%
纺织服装	0	1	0	1	0	4	6	12	77	15.6%	7.8%
轻工制造	0	2	1	0	0	1	8	12	79	15.2%	10.1%
房地产	0	5	1	1	0	8	5	20	136	14.7%	3.7%
建筑建材	0	1	0	2	0	3	9	15	108	13.9%	8.3%
农林牧渔	1	0	0	3	0	0	4	8	66	12.1%	6.1%
机械设备	0	1	1	1	0	8	23	34	297	11.4%	7.7%
电子元器件	0	1	0	2	0	5	4	12	113	10.6%	3.5%
化工	1	3	1	3	1	5	7	21	245	8.6%	2.9%
商业贸易	0	0	1	0	0	3	4	8	94	8.5%	4.3%
医药生物	0	2	0	1	2	5	5	15	177	8.5%	2.8%
食品饮料	0	1	0	0	0	2	2	5	62	8.1%	3.2%
公用事业	0	2	0	0	0	2	3	7	87	8.0%	3.4%
黑色金属	0	0	0	2	0	0	0	2	33	6.1%	0.0%
交运设备	0	1	0	0	1	0	3	5	110	4.5%	2.7%
金融服务	1	1	0	0	0	0	0	2	46	4.3%	0.0%
餐饮旅游	0	0	0	0	0	0	1	1	29	3.4%	3.4%
有色金属	0	0	0	2	0	0	0	2	73	2.7%	0.0%
综合	0	0	0	0	0	0	1	1	45	2.2%	2.2%
采掘	0	0	0	0	0	0	0	0	38	0.0%	0.0%
交通运输	0	0	0	0	0	0	0	0	81	0.0%	0.0%
总计	5	25	5	22	8	62	122	249	2246	11.1%	5.4%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

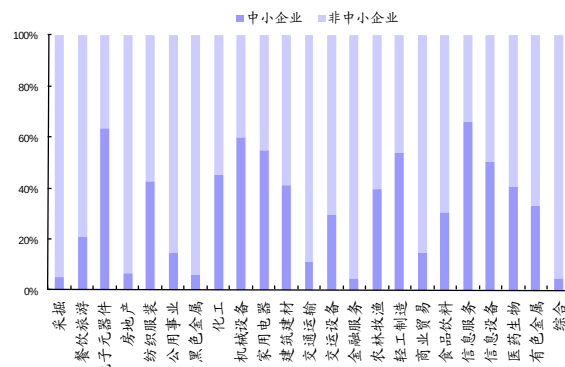
分析以上的行业分布，股权激励较多的信息服务、家用电器、轻工制造、信息设备、纺织服装行业中，中小企业较多、民营企业较多；相反股权激励较少的黑色金属、金融服务、采掘、交通运输等行业里国企较多，企业规模较大。

图 2: A 股上市公司实际控制人性质统计



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

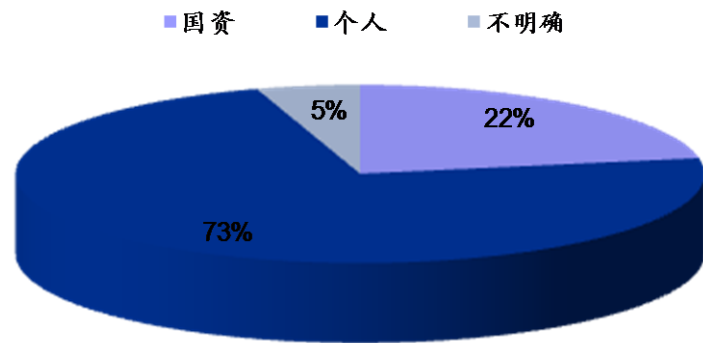
图 3: A 股上市公司规模统计



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

按企业性质分类，近年来推出股权激励的公司中，实际控制人是国资的占比 22%，实际控制人是个人的占比高达 73%。从公司治理的角度看，规模较小、股权结构简单的公司相比于规模大、监管限制多的公司更加灵活，更容易推出有可能改变股权结构的预案，也能更好的对管理层进行激励。国资系统的公司一方面是因为推出股权激励的程序比较复杂，另一方面则是国资体系对于薪酬的限制较为严格，因而股权激励吸引力的下降。

图 4：推出股权激励的公司控制人性统计



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

大多数公司股权激励股份数占公司总股数小于 5%

根据《上市公司股权激励管理办法》的规定，上市公司全部有效的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%。

公司股权激励总股份数占比越大，说明公司实施股权激励的成本越高，激励力度越大。历年公布的预案中，激励股份总数占公司总股份数比例超过 5% 的公司共有 75 家，占比 22.7%。

表 4：激励股份占比统计

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	总计
各年股权激励公司总数	7	38	10	69	14	67	126	331
激励总数占比超过 5% 的公司数	2	17	1	25	1	13	16	75
占比	28.6%	44.7%	10.0%	36.2%	7.1%	19.4%	12.7%	22.7%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

激励管理层和股价的要素分析

一个合理的激励规则，在设计要素上非常重要，包括行权价格、授予激励的股份和业绩承诺等。这其中行权价格是核心。

要素一：行权价格及对应的估值水平，相对低较好

从比较来看，行权价格相对低，估值水平低实施的概率大，就能激励管理层，同时也能激励上市公司的业绩达成。

行权价格过高易导致股权激励方案中止

根据《上市公司股权激励管理办法（试行）》的规定，上市公司在授予激励对象股

票期权的行权价格不应低于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和前 30 个交易日内公司股票平均收盘价的较高者。因此，股权激励推出的时点影响到行权价格的确定，如果公司选择在估值较高的时点推出股权激励，那么行权价格就会相对较高，从而压缩了被激励者的未来盈利空间，进而影响到股权激励计划能否实施。

我们透过公告信息的表象，对股权激励计划停止实施的公司进行了股价比较发现，2008、2010、2011 年各年度，停止实施公告日前收盘价小于初始行权价的公司占比均超过 50%，某种意义上可以认为，停止实施的案例中，超过一半的公司可能因为股价低于行权价格而放弃了继续实施股权激励计划。

表 5：各年度股权激励公司数量统计

项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	总计
停止实施总数	2	13	5	47	6	5	8	86
停止公告日前收盘价小于行权价的公司数	0	2	1	35	2	3	8	51
停止时股价低于行权价的公司占比	0%	15%	20%	75%	33%	60%	100%	59.3%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

根据初始行权价格计算公司推出股权激励时的 PE 估值水平，停止实施的公司平均估值水平为 64 倍，明显高于实施公司的 40 倍。停止实施的公司中 59% 后续股价低于初始行权价格，平均跌幅高达 40%，跌幅大于 30% 的公司数为 33 家，占停止实施公司总数的 38%；对比成功实施的公司实施公告日前收盘价低于行权价的占比为 50%，平均跌幅为 13%，跌幅超过 30% 的公司数为 8 家，占实施公司总数的 5%。

可以看出，停止实施的公司行权价格估值高、后续股价跌幅大，这是这些公司股权激励计划停止实施的深层原因。因此，我们运用股权激励概念选股时应回避行权价格对应估值水平过高的股票。相反，成功实施期权授予的公司中，股价相对于行权价格跌幅较大的公司具有一定的安全边际，可以考虑持有。

表 6：停止实施公司和实施公司估值比较

项目	停止实施	实施
样本数量	86	154
平均行权价格估值	64.5	39.7
公告日前收盘价小于行权价的公司数	51	77
公告日前收盘价小于行权价的公司占比	59%	50%
平均股价跌幅	-39.8%	-12.9%
股价跌幅超过 30% 的公司数	33	8

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

行权价格估值低的公司后续超额收益稳定

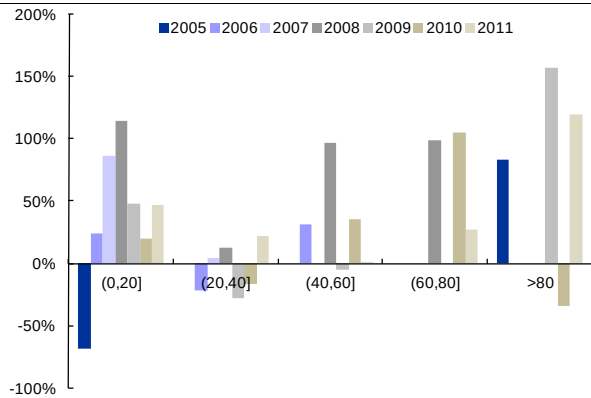
相对较高的行权价格会压缩被激励者的未来盈利空间。行权价格估值较低的股票则有一定的安全边际。进一步地，我们以已公告实施股权激励的公司且期权初始行权价格(股票转让价格)数据信息完整的 149 家公司作为样本，统计了行权价格估值与后续股价的关系，估值区间为 (0, 20]、(60, 80] 的股票都有较高的超额收益，但考虑到各年度样本数量，我们认为，行权价格估值在 (0, 20] 的股票超额收益稳定。行权价格估值较低的股票无论是预案至实施阶段，还是实施日后，都有较高的超额收益。

表 7: 股权激励公司股价表现

行权价格 估值区间	股票数	预案至实施平均股价 涨跌幅（年化）	预案至实施平均 超额收益（年化）	实施至目前平均股价 涨跌幅（年化）	实施至目前平均 超额收益（年化）
(0,20]	44	42%	33%	-1%	13%
(20,40]	54	-11%	-4%	13%	32%
(40,60]	22	12%	24%	-6%	17%
(60,80]	19	43%	72%	2%	30%
>80	10	53%	46%	-35%	3%

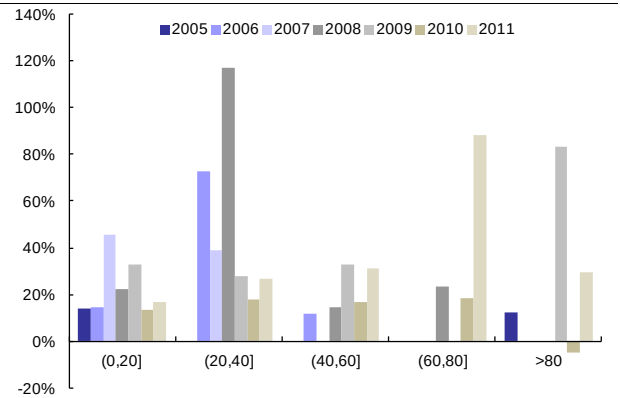
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 股权激励方案预告日至实施日平均年化超额收益



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 股权激励方案实施日至目前平均年化超额收益

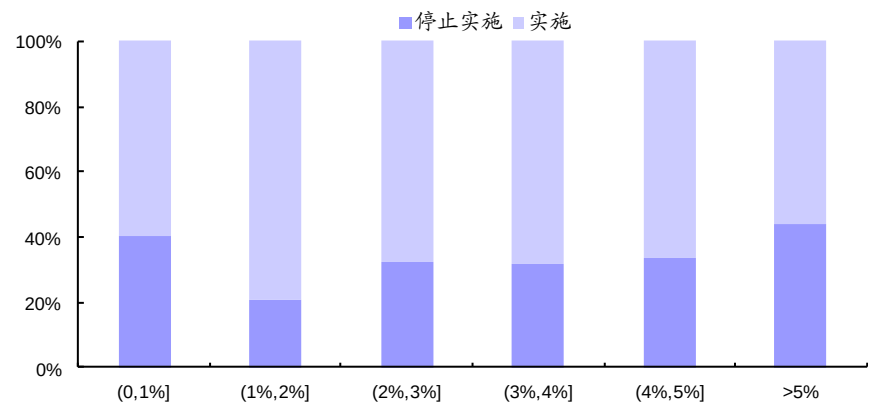


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

要素二：授予激励的股份占比，合理比例最好

激励股份占比过高或过低均不利于股权激励顺利实施。激励股份数占公司总股数比例越高，表明公司的股权激励力度越大，激励效果越好。我们将已公告实施和停止实施股权激励的公司（即排除尚处预案阶段的公司）作为样本进行激励股份占比比较，激励股份小于 1%和大于 5%的股权激励方案停止实施的公司占比都达到了 40%以上，而激励股份占比在 1%-2%之间的公司停止的可能性则较小。

图 7: 激励股份占比比较



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

要素三：业绩指标，实施的大多数较为理性

从我们统计的股权激励实施成功的规律来看，管理层对业绩的把握能力较高。也就是说实施股权激励的公司业绩具有一定保障。

《股权激励有关事项备忘录 1 号》规定，“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。”《股权激励有关事项备忘录 3 号》规定，“上市公司股权激励计划应明确，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。”

对已经推出股权激励并附有业绩条件的公司进行统计，考核已结束或实施两年以上的公司有 52 家，其中完全达标的 35 家，占比 67.3%，部分达标（即有部分股票期权可行权）的 8 家，占比 15.4%，未达标的 9 家，占 17.3%，也就是说，过往实施股权激励能够兑现或兑现部分承诺的公司占比达到 82.7%。近期推出股权激励，自 2010 年起考核的 29 家公司中，有 23 家公司 2010 年达标，占比 79.3%。因而从历史上看，实施股权激励的公司业绩具有一定保障。

表 8：股权激励公司业绩考核情况

公司描述	总家数	完全达标		部分达标		未达标	
		公司家数	占比	公司家数	占比	公司家数	占比
考核已结束或实施两年以上	52	35	67.3%	8	15.4%	9	17.3%
2010 年起考核	29	23	79.3%			6	20.7%
总计	81						

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

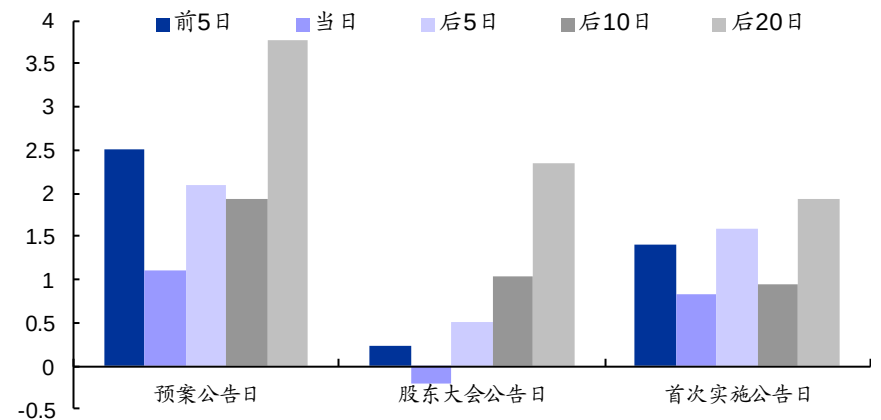
股权激励概念的投资机会

主要是根据两个维度来进行分析，第一个是从选时的角度。主要包括董事会预案公告日、股东大会公告日、首次实施公告日、首次业绩达标快报公告日，以及股权激励不同时间节点的指数编制等。第二个是根据前述的行权价格、激励股份以及业绩承诺等进行选股而挑出的投资组合。

选时一：股权激励预案公告日超额收益明显

公司股权激励计划的三个重要公告日为董事会预案公告日、股东大会公告日及首次实施公告日，选取所有股权激励公司样本，对这三个日期进行事件分析，分别观察公告日前 5 日、当日、后 5 日、后 10 日、后 20 日的平均超额收益如下：

图 8: 股权激励各公告日平均超额收益 (%)



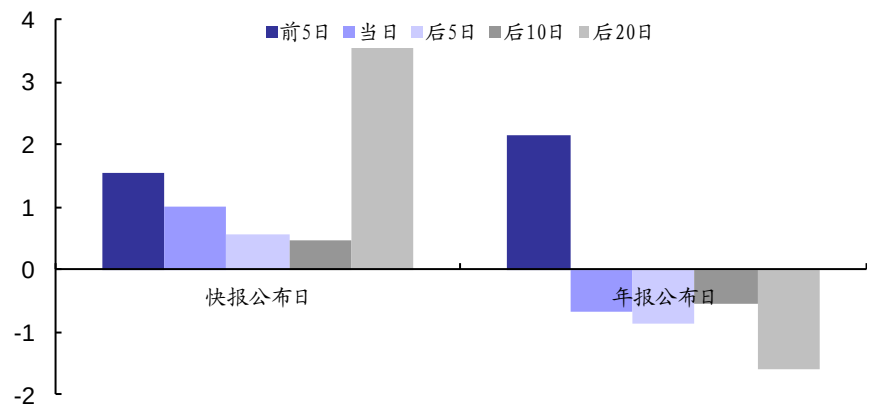
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

可以看出预案公告日前 5 日, 有明显的超额收益; 预案公告日、股东大会公告日、首次实施公告日后一个月都有超额收益, 表明市场对股权激励事件持积极态度。

选时二: 首次业绩达标快报公告日超额收益明显

根据投资要点中的分析, 大部分公司能够达到股权激励方案中规定的业绩目标, 我们进一步假设, 附有业绩条件的公司在首次达到业绩标准时有超额收益。为了验证这一假设, 选取年度业绩公布日为时间窗口。样本为股权激励方案中规定业绩条件、已经进行考核并达标的公司, 共 66 家。由于部分公司在公布年报前会公布业绩快报, 因此我们对快报公布日、年报公布日都进行了分析, 结果如下图。股权激励的公司在首次业绩达标年度快报公布后的一个月内有明显超额收益, 而在年报公布的前 5 日, 也有明显的超额收益。

图 9: 首次业绩达标年度报告公布日平均超额收益 (%)



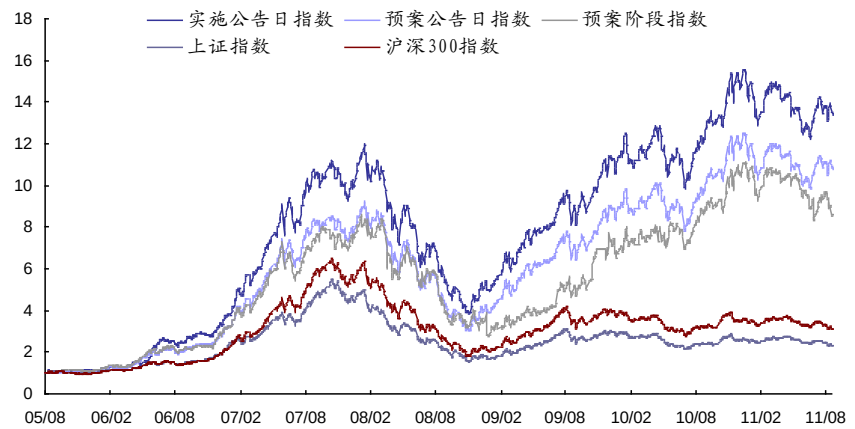
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

选时三: 实施股权激励的公司股价表现跑赢大盘

我们将股权激励概念的股票编制成为指数, 样本为实施了股权激励的公司。若某股票发布了股权激励预案公告或实施公告, 就将其加入到指数样本中。

我们做了三类指数, 一是样本股票从预案公告日起加入指数; 二是样本股票从实施公告日起加入指数; 三是实施公司的预案阶段指数, 即预案公告日起加入指数、实施公告日起剔除。

图 10: 股权激励公司指数



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

通过指数观察, 实施股权激励概念的股票整体在历史上是跑遍大盘的。09 年以来, 这些股票更是在震荡市中远远好于大盘趋势。从进入时点上, 公告实施后再加入指数的方案优于预案即加入指数以及预案阶段。

根据合理的行权价、业绩和激励比例等要素选出的投资组合

通过以上的统计, 我们可以看出上市公司通过股权激励方案的推行和实施所传递的信息会反应到定价上, 如推出股权激励的公司业绩有一定的保证, 这样的保证能给投资者带来超额收益, 因而我们可以围绕股权激励的设计要素的来寻找投资机会。

我们的投资组合根据成长性、激励适当和行权定价合理性等标准来选定:

(1) 成长性 (过去增长稳定, 未来业绩增长有保障)

一个好的激励方案, 应该设定适当的业绩增长目标, 既不能过高, 也不能过低, 过高的目标显然不能实现, 过低的目标则形如虚设, 均不能很好的起到激励作用。因此, 我们整理了公司的业绩条件, 将复合增长率大于 20% 的公司纳入选择范围。

考虑公司对未来增长率的预测的同时, 也要看其基数的大小, 有时, 高增长缘于起点低, 因而我们选择过去增长稳定、近两年无负增长的公司。

(2) 激励比例适当

根据前面的分析, 激励股份数占公司总股数比例既不能过高也不能过低。我们将股权激励股份比例在区间 (1%, 5%) 内作为一个条件。

(3) 行权价格估值合理

在前面的分析我们提出, 行权价格估值较低的股票后续股份表现较好, 我们选择行权价格估值区间在 (0, 20] 的公司。

综合以上选股条件, 选出的投资组合如下:

表 9：股权激励概念投资标的

代码	简称	方案进度	激励 标的	目标净利润增长率				根据股权 激励业绩 目标计算的 2011PE	行权价 格估值例	激励比	初始行 权价格	目前 PE	行业
				2011	2012	2013	2014						
002042.SZ	华孚色纺	实施	期权	17%	20%	20%		18.74	17.80	3.20	27.77	14.01	纺织服装
600496.SH	精工钢构	实施	期权					30.76	18.45	3.20	10.15	22.92	建筑建材
002482.SZ	广田股份	董事会预案	期权	30%	31%	29%		36.25	19.87	3.75	32.78	32.84	建筑建材
002335.SZ	科华恒盛	董事会预案	股票	10%	18%	23%	19%	37.85	9.02	2.88	10.92	35.78	机械设备
300126.SZ	锐奇股份	董事会预案	期权	20%	20%	20%		38.77	17.63	1.42	13.95	32.53	机械设备
300083.SZ	劲胜股份	董事会预案	期权	0%	25%	24%	16%	45.66	16.61	3.06	13.95	46.54	电子元器件
300133.SZ	华策影视	董事会预案	期权	30%	31%	35%		50.99	19.80	3.96	42.58	44.55	信息服务

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		

量化交易策略与技术

戴 军 0755-82133129
 黄志文 0755-82133928
 彭甘霖 0755-82133259
 秦国文 0755-82133528
 韦 敏 0755-82130833-3772
 张璐楠 0755-82130833- 1379

数据与系统支持

赵斯尘 021-60875174
 徐左乾 0755-82133090
 李扬之 0755-82136165
 陈爱华 0755-82133397
 袁 剑 0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn