

新一期股权激励覆盖范围广，考虑摊销对解锁期业绩要求高



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月18日)	38.67元
目标价格	45.76元
52周最高价/最低价	45.09/31元
总股本/流通A股(万股)	107,016/106,238
A股市值(百万元)	41,383
国家/地区	中国
行业	军工
报告发布日期	2019年11月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.36	-0.77	0.60	-3.81
相对表现	0.23	-1.77	-4.72	-23.77
沪深300	0.13	1.00	5.32	19.96



资料来源: WIND、东方证券研究所

事件: 11月18日晚公司发布限制性股票激励计划(第二期)草案,拟以23.43元/股的价格授予公司董事、高管、中层管理、核心骨干合计1215人3206.5万股股票,约占公司总股本的2.9963%。

核心观点

- **相比第一期股权激励计划,本期覆盖面更广,激励股数多(总数近3%上限),**本期授予对象1215人,第一期265人;本期人均授予2.63万股,第一期人均2.27万股。本期股权激励计划授予价格为23.43元/股,约为公告前20个交易日均价的6折。和第一期相比,本期股权激励无论是在覆盖广度还是激励力度上均有明显的增强,使公司上下推动业务发展的动力更强。
- **摊销费用相比上期增加,放眼量重视激励的长远效应。**考虑到授予对象和授予股份数量大幅增长、折扣力度加大,本次股权激励计划的摊销费用比上一期有所增长。本次激励应确认的费用预计为4.49亿元,2019~2023年将分别摊销340、17774、17616、9466、4023万元,高于实施第一期股权激励合计6983万元的摊销费用。摊销费用虽然增长,但换来了激励深度和广度的增强,有望提高经营效率、降低经营总成本,推动公司高质量发展。
- **本期股权激励考虑费用摊销对实际经营业绩要求较高,彰显公司对未来发展的信心。**本次股权激励有效期5年,包括2年锁定期和3年解锁期。授予股票按每期33.3%的比例在3年解锁期均匀解禁。本次激励解禁主要需满足:1)可解锁日前一年ROE不低于13.6%;2)可解锁日前一年扣非业绩相比18年复合增速不低于10%;3)可解锁日前一年EVA指标达到集团考核要求。且前两项指标要求“不低于对标企业75分位值”(高于第一期的“不低于平均水平”的要求),根据对标企业wind一致预期测算,75分位对应18-21年20%复合增长,若剔除摊销影响,18-21年实际业绩复合增速需在24%。

盈利预测与投资建议

- 我们预测19-21年每股收益1.12、1.43、1.71元,参照可比公司给予2020年32倍估值,对应目标价45.76元,维持“买入”评级。

风险提示

- 军工订单和收入确认进度不及预期

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,362	7,816	9,500	11,600	14,079
同比增长(%)	8.7%	22.9%	21.5%	22.1%	21.4%
营业利润(百万元)	968	1,100	1,377	1,775	2,135
同比增长(%)	15.4%	13.6%	25.2%	28.9%	20.3%
归属母公司净利润(百万元)	825	954	1,202	1,526	1,832
同比增长(%)	12.5%	15.6%	26.1%	27.0%	20.0%
每股收益(元)	0.77	0.89	1.12	1.43	1.71
毛利率(%)	35.0%	32.6%	33.9%	34.1%	33.8%
净利率(%)	13.0%	12.2%	12.7%	13.2%	13.0%
净资产收益率(%)	18.3%	17.4%	18.0%	19.1%	19.2%
市盈率	49.8	43.1	34.2	26.9	22.5
市净率	8.4	6.8	5.6	4.7	4.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

证券分析师 王天一
021-63325888*6126
wangtianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860510120021

证券分析师 罗楠
021-63325888-4036
luonan@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518100001

联系人 冯函
021-63325888-2900
fenghan@orientsec.com.cn

相关报告

- 利润端略超预期, 军品+通信等景气共振, 2019-10-25
看好未来三年高增长:
- 业绩符合预期, 军民品景气共振+产品结构优化, 未来三年业绩有望快速增长: 2019-08-27
- Q1业绩超预期, 军民品景气共振 19~20年 2019-04-29

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, 据此开展发布证券研究报告业务。快速成长; 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。

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,648	2,700	2,430	3,167	3,700	营业收入	6,362	7,816	9,500	11,600	14,079
应收账款	2,918	3,676	4,180	4,872	6,195	营业成本	4,133	5,271	6,277	7,639	9,315
预付账款	55	48	57	70	84	营业税金及附加	34	32	38	58	70
存货	1,338	1,965	2,134	2,597	3,167	营业费用	299	360	427	516	619
其他	1,867	2,443	2,730	3,325	4,026	管理费用	856	1,081	1,301	1,578	1,901
流动资产合计	7,826	10,832	11,531	14,030	17,172	财务费用	80	(5)	80	49	45
长期股权投资	100	119	90	90	90	资产减值损失	75	75	80	90	100
固定资产	1,414	1,381	1,572	1,633	1,615	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	280	532	478	317	220	投资净收益	34	31	40	40	40
无形资产	205	187	164	140	117	其他	49	66	41	66	66
其他	205	234	18	18	18	营业利润	968	1,100	1,377	1,775	2,135
非流动资产合计	2,204	2,454	2,322	2,198	2,059	营业外收入	14	39	30	30	30
资产总计	10,030	13,286	13,853	16,228	19,231	营业外支出	6	22	5	5	5
短期借款	531	1,140	300	300	300	利润总额	976	1,117	1,402	1,800	2,160
应付账款	1,611	2,528	2,551	3,249	4,072	所得税	110	108	140	198	238
其他	2,138	1,886	2,096	2,292	2,703	净利润	866	1,010	1,262	1,602	1,922
流动负债合计	4,280	5,554	4,947	5,841	7,075	少数股东损益	41	56	59	75	90
长期借款	181	3	3	3	3	归属于母公司净利润	825	954	1,202	1,526	1,832
应付债券	0	1,032	1,032	1,032	1,032	每股收益(元)	0.77	0.89	1.12	1.43	1.71
其他	141	127	5	5	5						
非流动负债合计	322	1,161	1,040	1,040	1,040	主要财务比率					
负债合计	4,602	6,715	5,987	6,881	8,115		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	539	524	583	659	749	成长能力					
股本	791	791	1,070	1,070	1,070	营业收入	8.7%	22.9%	21.5%	22.1%	21.4%
资本公积	806	836	713	713	713	营业利润	15.4%	13.6%	25.2%	28.9%	20.3%
留存收益	3,274	4,136	5,235	6,641	8,320	归属于母公司净利润	12.5%	15.6%	26.1%	27.0%	20.0%
其他	18	284	264	264	264	获利能力					
股东权益合计	5,428	6,571	7,866	9,347	11,117	毛利率	35.0%	32.6%	33.9%	34.1%	33.8%
负债和股东权益总计	10,030	13,286	13,853	16,228	19,231	净利率	13.0%	12.2%	12.7%	13.2%	13.0%
						ROE	18.3%	17.4%	18.0%	19.1%	19.2%
						ROIC	15.0%	12.7%	14.4%	16.3%	16.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	866	1,010	1,262	1,602	1,922	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	144	162	152	174	189	流动比率	1.83	1.95	2.33	2.40	2.43
财务费用	80	(5)	80	49	45	速动比率	1.50	1.58	1.87	1.93	1.95
投资损失	(34)	(31)	(40)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	(313)	(1,370)	(661)	(922)	(1,494)	应收账款周转率	2.5	2.3	2.3	2.4	2.4
其它	(262)	258	336	76	123	存货周转率	3.0	3.0	2.9	3.1	3.1
经营活动现金流	480	23	1,128	939	744	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
资本支出	(284)	(338)	(265)	(50)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	(22)	(9)	30	0	0	每股收益	0.77	0.89	1.12	1.43	1.71
其他	18	87	109	40	40	每股经营现金流	0.45	0.02	1.05	0.88	0.70
投资活动现金流	(287)	(260)	(125)	(10)	(10)	每股净资产	4.57	5.65	6.81	8.12	9.69
债权融资	(47)	499	(89)	(23)	(3)	估值比率					
股权融资	181	28	(8)	0	0	市盈率	49.8	43.1	34.2	26.9	22.5
其他	(72)	715	(1,176)	(170)	(197)	市净率	8.4	6.8	5.6	4.7	4.0
筹资活动现金流	62	1,243	(1,273)	(192)	(201)	EV/EBITDA	34.3	32.5	25.4	20.5	17.3
汇率变动影响	(27)	41	0	0	0	EV/EBIT	39.0	37.3	28.0	22.4	18.8
现金净增加额	228	1,046	(270)	737	533						

资料来源：东方证券研究所

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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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

