

股权激励重点覆盖中层，费用压力或今年显现

民生精品---简评报告/交通运输业

2012年 01月 11日

一、事件概述

新宁物流通过决议，向公司董事、中高级管理人员及核心业务（技术）员工进行股权激励计划，包括股票期权激励计划和限制性股票激励计划两部分。

二、分析与判断

➤ 本次股权激励计划以公司中坚力量为主，对公司未来经营有保障促进作用

本次股权激励计划涉及公司董事、中高级管理人员及核心业务（技术）员工等93人，涉及高管仅有财务总监与董秘两人。本次股权激励计划覆盖范围较广，且中高级管理和业务技术人员得到重点覆盖，获得股票期权份额的98.52%和限制性股票份额的90%。我们认为，此举将充分调动公司中坚力量的积极性，对公司未来经营具有较强的保障促进作用。

➤ 业绩基数较低，行权（解锁）条件并不算严苛

本次股票期权行权价为9.32元，限制性股票授予价为4.46元/股。行权（解锁）条件为，以2011年为基准，2012至2014年，公司净利增幅分别不低于25%、56%和95%；加权平均净资产收益率分别不低于6%、7%和8%。行权（解锁）条件略高于我们的盈利预测，显示出公司对于未来的增长状况具有较强的信心。由于2011年公司业绩基数较低，如果募投项目进展加快，上述门槛有望达到。

➤ 股权激励期内摊销费用逐年递减，对公司压力先重后轻

本次股票期权行权价为9.32元，高出上一交易日收盘价8.66元约7.62%；限制性股票授予价为4.46元/股，为公告前20个交易日均价的50%。以公司假设为准，2012-2015年年度摊销费用分别为463、333、131和24万元。依照我们的盈利预测，2012年摊销费用会对EPS形成约20%的影响，这将对公司形成一定压力。但随着费用逐年减少，公司盈利情况有望逐渐改善，费用摊销压力将逐渐减轻。

三、盈利预测与投资建议

四季度以来，深圳仓储、基酒物流等新项目均已开始扭亏为盈，项目前景值得期待。我们认为，在2011年业绩基数较低的背景下，香港货种流入和涉入消费品领域将是公司2012年业绩增长的重要催化剂，预计公司11-13年营业收入分别增长16.70%、20.80%和23.50%，实现EPS为0.13、0.22和0.31元，对应PE分别为67.76、39.94和28.26倍，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

大盘系统性风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	246	287	347	429
增长率（%）	35.98%	16.70%	20.80%	23.50%
归属母公司股东净利润（百万元）	17	12	20	28
增长率（%）	-35.70%	-32.13%	69.65%	41.34%
每股收益（元）	0.19	0.13	0.22	0.31
PE	45.99	67.76	39.94	28.26
PB	/	2.19	2.07	1.92

资料来源：民生证券研究所

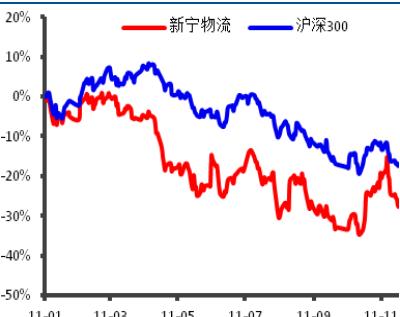
谨慎推荐 维持评级

合理估值： 10 元

交易数据 (2012-01-06)

收盘价	8.66
近12个月最高/最低	15.47/7.51
总股本（百万股）	90.00
流通股本（百万股）	35.46
流通股比例	39.40%
总市值（亿元）	7.79
流通市值（亿元）	3.07

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：

策略分析师：张琢
执业证号：S0100511010002

联系人：孙洪湛

电话：(8610)8512 7513

Email：sunhongzhan@mszq.com

联系人：于杰

电话：(8610)8512 7513

Email：yujie@mszq.com

相关研究

表 1：股票期权在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获受股票期权数量(万份)	占授予期权总数比例	占目前总股本比例
胡安金	董事/财务总监	2	0.74%	0.02%
张瑜	董事/董秘	2	0.74%	0.02%
中层管理人员、核心业务(技术)人员(91人)		266	98.52%	2.96%
合计		270	100%	3.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 2：限制性股票在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获受股票期权数量(万份)	占授予期权总数比例	占目前总股本比例
胡安金	董事/财务总监	10	5.56%	0.11%
张瑜	董事/董秘	8	4.44%	0.09%
中层管理人员、核心业务(技术)人员(91人)		162	90.00%	1.80%
合计		180	100%	2.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 3：2012-2014 年绩效考核目标

行权期(解锁安排)	业绩考核目标
第一个行权期(第一次解锁)	相比于2011年，2012年净利润增长不低于25%，2012年加权平均净资产收益率不低于6%。
第二个行权期(第二次解锁)	相比于2011年，2013年净利润增长不低于56%，2013年加权平均净资产收益率不低于7%。
第三个行权期(第三次解锁)	相比于2011年，2014年净利润增长不低于95%，2014年加权平均净资产收益率不低于8%。

资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 4：授予权期行权期及各期行权、限制性股票解锁时间安排

行权期(解锁安排)	行权(解锁)时间	可行权(解锁)数量占获授期权(限制性股票)数量比例
第一个行权期(第一次解锁)	自授予日起12个月后的首个交易日起至授予日起24个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个行权期(第二次解锁)	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期(第三次解锁)	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

表 5：股票期权与限制性股票合计需摊销的费用预测

需摊销的总费用(万元)	2012年(万元)	2013年(万元)	2014年(万元)	2015年(万元)
951	463	333	131	24

资料来源：公司公告，民生证券研究所

注：假设公司2012年4月1日授予权期，以每份期权价值为2.08元、限制性股票授予价格为每股4.46元进行测算。具体请详见公司公告。

公司盈利数据预测
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	246	287	347	429
减：营业成本	152	179	218	257
营业税金及附加	9	11	14	17
销售费用	5	6	7	9
管理费用	61	77	85	109
财务费用	0	(2)	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	(0)	(0)	(0)
二、营业利润	18	15	22	35
加：营业外收支净额	9	1	7	5
三、利润总额	26	16	28	41
减：所得税费用	9	4	8	12
四、净利润	18	11	20	29
归属于母公司的利润	17	12	20	28
五、基本每股收益 (元)	0.19	0.13	0.22	0.31

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	31.74	33.48	21.41	13.53
成长能力:				
营业收入同比	35.98%	16.70%	20.80%	23.50%
营业利润同比	-41.7%	-16.5%	46.0%	63.3%
净利润同比	-43.22%	-35.32%	77.60%	41.3%
营运能力:				
应收账款周转率	4.85	4.58	4.96	5.52
存货周转率	659.30	714.06	566.62	623.31
总资产周转率	0.61	0.68	0.76	0.87
盈利能力与收益质量:				
毛利率	38.3%	37.8%	37.1%	40.0%
净利率	6.9%	4.0%	5.6%	6.4%
总资产净利率 ROA	4.4%	2.7%	4.5%	5.8%
净资产收益率 ROE	5.2%	3.3%	5.5%	7.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	4.73	3.99	3.69	3.72
资产负债率	15.9%	18.7%	20.7%	21.0%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.19	0.13	0.22	0.31
每股经营现金流量	0.10	0.33	0.23	0.28
每股净资产	3.83	3.96	4.19	4.51

资料来源：公司公告、民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	216	238	260	287
应收票据	0	0	0	0
应收账款	59	66	74	81
预付账款	26	14	18	21
其他应收款	7	7	9	11
存货	0	1	1	1
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	309	326	362	402
长期股权投资	1	1	1	2
固定资产	70	76	75	73
在建工程	2	15	17	18
无形资产	21	20	20	19
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	102	112	113	112
资产总计	410	438	475	514
短期借款	29	43	49	54
应付票据	0	0	0	0
应付账款	22	29	37	41
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	2	6	7	7
应交税费	4	4	5	6
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	65	82	98	108
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	65	82	98	108
股本	90	90	90	90
资本公积	172	172	172	172
留存收益	58	70	89	117
少数股东权益	25	25	26	27
所有者权益合计	345	357	377	406
负债和股东权益合计	410	438	475	514

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	9	29	21	25
投资活动现金流量	(58)	(23)	(4)	(2)
筹资活动现金流量	(7)	2	(1)	(1)
现金及等价物净增加	(57)	8	16	22

分析师与联系人简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。