证券研究报告
分析师 何本虎 S1080510120013
电 话： 0755-25832648
邮 件： hebenhu@fcsc.cn

长高集团(002452)

——股权激励谨慎乐观，维持“审慎推荐”

事件： 12 月 4 日，公司公布股权激励方案，拟授予激励对象的股票期权涉及的标的股票数量共 380 万股，占目前公司股本总额 13000 万股的比例为 2.92%。其中首次授予 342 万份，占本激励计划所涉及股票总数 380 万股的 90%。**另外，首次授予股票期权的行权价格为 11.37 元。**

要点：

1、激励要素基本资料符合预期

本次激励计划中，总计规模为380万股，占公司股本总额13000万股的2.63%。另外，预留38万份，占本激励计划所涉及股票总数380万股的10%。

公告指出，本次激励对象包括核心技术人员和业务人员等58人。**总体上看，股权激励的基本资料与近期的股权激励企业类似，符合预期。**

2、行权压力不小

从估值角度看，在近期相对低迷的大盘背景下推出股权计划较为有利。**或者说，目前的11.37元的较低价格对于行权后的收益获得较为有利。**

同时，激励对象能否行权则主要看行权条件，而与市场点位无关。**我们认为，虽然公司给予的行权条件并不特别高，但在当前的行业背景下，实施的难度并不小。**

首先，从净资产收益率6%看，并不是特别难。截止2012年9月30日的每股净资产为7.89元，按照6%的净资产收益折算的EPS为0.50元，相对于2011年EPS0.38元的增幅为30%左右，实现目标的可能性相对较大。

如果从净利润角度看，2013年相对于2011年的净利增长幅度为45%，对应的年复合增长为20%。看似幅度并不突出的条件，在当前条件下或许存在一定难度。

公司作为隔离开关领域的行业龙头企业，主要面向主干网的建设。**其中，110KV和220KV占公司收入比重超过70%。也就是说，未来的该领域投资建设是决定公司成长的关键。**

大的环境看，随着电源投资建设增速显著下降，与电源建设基本同步的主干网建设投资增速下降也非常明显。而且，该电压等级领域的竞争一直较为激烈，要实现20%的年复合增长的难度并不小。

图表 1 公司股权激励行权条件一览表

行权期	业绩考核条件
第一个行权期	以 2011 年净利润 49,756,576.19 元为基数，2013 年净利润相比 2011 年增长不低于 45%，净资产收益率不低于 6%。
第二个行权期	以 2011 年净利润 49,756,576.19 元为基数，2014 年净利润相比 2011 年增长不低于 65%，净资产收益率不低于 6%。
第三个行权期	以 2011 年净利润 49,756,576.19 元为基数，2015 年净利润相比 2011 年增长不低于 90%，净资产收益率不低于 6%。
第四个行权期	以 2011 年净利润 49,756,576.19 元为基数，2016 年净利润相比 2011 年增长不低于 120%，净资产收益率不低于 6%。

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

3、行权成本不大

股权激励费用作为一种虚拟成本，虽然并不形成现金流出，但其财务影响也直接影响了投资者的视角，进而影响了市场估值。一般情况下，公司目前都选择较为合理的布莱克－斯科尔模型（Black-scholes）模型计算。

按照公告测算，总计的期权成本为548万元，相当于2011年净利润的比重的11%左右。**由于跨期在5个年度，因此，实际影响较为有限。我们以成本最大的2013年和2014年折算，幅度也只有3%左右，不会成为公司能否行权的核心影响因素。**

图表 2　公司分阶段行权成本一览表

	2013	2014	2015	2016	2017	合计
第一年费用分摊	27.70	27.70	_	_	_	55.40
第二年费用分摊	29.87	29.87	29.87	_	_	89.60
第三年费用分摊	43.86	43.86	43.86	43.86	_	175.45
第四年费用分摊	45.56	45.56	45.55	45.55	45.55	227.77
合计	146.99	146.99	119.28	89.41	45.56	548.23

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

4、盈利预测及投资建议

我们维持2012年、2013年和2014年的每股收益分别为0.38元、0.59和0.59元的盈利预测。其中，2012年房地产对EPS的贡献为0.08元左右。剔除房地产因素，2012年增长为30%左右，2013年增速为15%左右，较2012年有所下降。

扣除房地产因素，目前的10.09元的股价对应的2012年、2013年和2014年的PE分别为20.1倍、17.1倍和14.1倍，估值基本合理。**我们认为目前股价低估不明显，维持“审慎推荐”投资评级。**

5、风险提示

（1）、毛利率波动的风险。

（2）、新产品进度的不确定性。

图表 3　盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	34949	43900	46557	54439
减：营业成本	22422	27506	29344	34375
减：营业税金及附加	277	348	369	431
减：营业费用	3053	3358	3694	4063
减：管理费用	4265	4478	4702	4937
减：财务费用	-1018	-814	-651	-521
减：资产减值损失	441	486	534	588
加：投资收益	0			
营业利润	5510	8539	8566	10567
二、利润总额				
加：营业外收支	99	109	119	131
利润总额	5608	8648	8685	10698
三、净利润				
减：所得税	1091	1297	1303	1605
净利润	4517	7350	7382	9093
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益	-459	-367	-294	-235
归属母公司净利润	4976	7717	7676	9328
总股本（万）				13000
EPS(元)	0.38	0.59	0.59	0.72

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

图表 4　公司收入和毛利率变化一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、开关				
收入(万元)	29398	35278	40569	46655
增长率	5.6%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利(万元)	10730	13405	15416	17729
毛利率	36.5%	38.0%	38.0%	38.0%
二、地产				
收入(万元)	2008	4016	0	0
增长率	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%
毛利(万元)	781	1606	0	0
毛利率	38.9%	40.0%	0.0%	0.0%
三、其他				
收入(万元)	3543	4606	5988	7784
增长率	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利(万元)	992	1382	1796	2335
毛利率	28.0%	30.0%	30.0%	30.0%
四、合计				
收入(万元)	34949	43900	46557	54439
增长率	-	25.6%	6.1%	16.9%
毛利(万元)	12503	16394	17213	20064
毛利率	35.8%	37.3%	37.0%	36.9%

数据来源：公司公告　第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281
P.R.China:200135