

# 国防军工

证券研究报告

2021年06月05日

## 步入股权激励深水区：收益确定度超 90%，激励推动景气红利释放

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

李鲁靖

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519050003

lilujing@tfzq.com

刘明洋

联系人

liumingyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《国防军工-行业专题研究:成长核心-军工电子:聚焦集成电路类非线性增长,被动器件稳定上行》 2021-05-28
- 2 《国防军工-行业研究周报:季报报谈军工预期修正:规模效应初现,趋势明朗》 2021-05-16
- 3 《国防军工-行业专题研究:一季报/年报:净利率自4%提升至7%以上,进入规模效应边际成本下降阶段》 2021-05-05

### ● 进入股权激励深水区，政策推动 2019 年后股权激励数量快速攀升

国资委:确保到年底完成三年国企改革任务的 70%以上,股权激励或为主要混改推进手段。2021 年 5 月 17 日,国资委全面深化改革领导小组组长郝鹏表示,确保到年底完成三年改革任务的 70%以上。股权激励与员工持股逐步正在成为国企推进混改的重要方式。2020 年 5 月 30 日,国资委发布了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》,为央企控股的上市公司进行股权激励提供了具体的实施细则,是对之前政策文件的总结与延伸,使得央企控股的上市公司在股权激励上有了明确的实施方法,助力军工企业加速混改。

军工企业开展股权激励逐年加速,2019、2020 年显著加速,开展量超前 6 年之和。自 2016 年股权激励暂行办法的发布与完善,2017 年上市企业股权激励个数快速上涨达 13 家,较 2016 年上涨近三倍。而 2020《指引》颁布后军工企业股权激励个数达到新高。2019 年与 2020 年共有 9 家军工央企开展股权激励工作,超过前 6 年之和,进行以股权激励为主的长效激励措施推进或成为军工央企改革的趋势。经统计,股权激励计划的推出具有多次连续性,激励标的以限制性股票为主,激励股份总数占股本总数的比值上整体趋于稳健 (<2%)。

### ● 股权激励效果显著:激励后企业收入/利润具备超额增速,36 月股价正增长样本占 90% 以上

我们选取 25 家公司开展的 29 项股权激励项目,衡量区间为 36 个月。经统计,在股权激励方案实施 12 个月后,有 57.14%的公司股价上涨,涨幅超过 50%的公司有 33.33%;实施超过 24 个月后,公司股价上涨的比例达到 76.47%;在实施超过 36 个月后,有 93.75%的公司股价上涨,涨幅超过 50%的公司占 62.5%。少数股价未上涨公司主要原因为非基本面因素,股权激励作为一种长期激励机制,对军工企业的业绩和股价具有明显的提升效果。

### ● 典型公司分析,股权激励驱动国企进入长期增长轨道

军用连接器领军企业——中航光电,先后于 2017 年和 2019 年实施两次股权激励计划,分别授予高管及核心骨干 595.72 万股和 3149.34 万股,占总股本比例 0.99%与 2.94%,深度捆绑核心员工利益。自 2017 年股权激励开展后,公司业绩/股价呈现连续高速增长态势。第一期股权激励实施 12 个月后,公司股价上涨 25%,实施 36 个月后公司股价上涨 73%;第二期股权激励实施 12 个月后公司股价上涨 91%。从 2017 年推出股权激励计划后公司股价累计上涨 233%。第一期股权激励计划已完成第三次业绩解锁,各项考核指标均超过行业平均水平,激励效应显著。二期股权激励仍在考核期,有望推动公司“十四五”期间延续稳定较快增长态势。

我国三代半歼击机龙头供应商——中航沈飞,于 2018 年 11 月实施股权激励计划,三次解锁条件为前一年归母扣非 ROE 分别不低于 6.5%、7.5%和 8.5%。推出股权激励计划后,营业收入与归母净利润自 2018 年起增长明显,2020 年归母净利润 14.80 亿元,同比增长 68.63%。2020 年 11 月一期业绩解锁条件已全部达成,公司股价在股权激励后 36 个月累计涨幅达到 114%,股权激励对沈飞的业绩提升助推作用明显。中航沈飞推出股权激励具有标志性意义,将会成为军工国企市场化的标杆,为其他军工上市企业整体经营效率提升提供了破局范例,有利于推动后续军工企业股权激励计划落地。

投资建议: 1、关注处于激励解锁期的企业,未解禁 T+12 内(火炬电子、中航重机、鸿远电子、和而泰、睿创微纳)。2、已开展第二期激励或第一期进入解禁期(中航光电、中航沈飞、新雷能、爱乐达)。

2、关注未开展股权激励的基本面驱动型企业。(洪都航空、中航机电、中航高科、三角防务、中航西机、抚顺特钢、宏达电子、智明达等)

风险提示: 政策执行低于预期;军工订单存在不确定性;宏观流动性风险;样本有限性风险

## 内容目录

1. 政策连续出台，股权激励提振军工板块发展	4
1.1. 政策稳步推进，标准愈加明晰	4
1.2. 股权激励或成趋势，助军工行业改革	7
1.3. 军工股价业绩双升，股权激励效果显著	9
1.4. 员工持股快速推进，推动业绩整体向好	11
2. 典型公司分析，股权激励驱动业绩效应明显	12
2.1. 连续推出股权激励，助力中航光电业绩稳健增长	12
2.2. 核心总装企业股权激励破局，中航沈飞提供行业范例	13
3. 投资建议	15
4. 风险提示	16
4.1. 政策推动低于预期的风险	16
4.2. 军工订单低于预期的风险	16
4.3. 宏观流动性风险	16
4.4. 样本有限性风险	16

## 图表目录

图 1: 军工板块 2011 年来实施股权激励公司个数	7
图 2: 军工国企各年实施股权激励个数	7
图 3: 军工企业实施股权激励次数	8
图 4: 仅实施一次股权激励公司的实施年份分布	8
图 5: 股权激励方案中各标的被选取次数	8
图 6: 激励总数占当时股本总数的统计分布	9
图 7: 初始行权价格比分布及占比	9
图 8: 各方案行权解锁条件分布	9
图 9: 实施股权激励各段时间后公司的股价涨跌情况:	10
图 10: 开展股权激励公司当年营业收入增速及占比	11
图 11: 推行股权激励公司各年营业收入的平均增速 (%)	11
图 12: 开展股权激励公司当年归母净利润增速及占比	11
图 13: 各年份员工持股计划完成分布	11
图 14: 完成员工持股计划的企业属性分布	11
图 15: 各员工持股计划占总股本比例分布	12
图 16: 开展员工持股计划公司各年的营业收入平均增速 (%)	12
图 17: 实施工员工持股后各段时间后公司的股价涨跌情况:	12
图 18: 2016-2020 年中航光电营业收入情况	13
图 19: 2016-2020 年中航光电归母净利润情况	13
图 20: 2017-2020 中航沈飞营业收入情况	14
图 21: 2017-2020 年中航沈飞归母净利润情况	14

图 22: 中航光电和中航沈飞股权激励后股价情况 .....	14
表 1: 股权激励及政策线梳理 .....	4
表 2: 《指引》内容详解 .....	5
表 3: 股权激励项目上涨超过 50%股票信息 (6 月 4 日) .....	10
表 4: 中航光电股权激励明细 .....	12
表 5: 中航沈飞股权激励明细 .....	13
表 6: 重点公司行权特别条件 .....	15

## 1. 政策连续出台，股权激励提振军工板块发展

### 1.1. 政策稳步推进，标准愈加明晰

**国资委：确保到年底完成三年国企改革任务的 70%以上。**2020 年 6 月 30 日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》。2021 年 5 月 17 日，国务院国资委党委书记、主任，国资委全面深化改革领导小组组长郝鹏表示，要深入落实国企改革三年行动部署，压实压紧责任，积极统筹协调，针对改革重点难点问题，勇于担当、攻坚克难，确保到年底完成三年改革任务的 70%以上。

**员工持股与股权激励逐步正在成为国企推进混改的重要方式。**发展混合所有制一直是国有经济体制改革的重要环节，伴随十几年的改革历程，监管趋于成熟，政策不断配套，在取得较好成果的同时也开始尝试多元化股改，更加重视薪酬合理性与人才培养。2008 年 12 月国资委发布的《规范国有控股上市公司实施股权激励制度有关问题的通知》，开启了对国有企业股权激励问题的探讨与研究，2015 年 9 月发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》在混合所有制发展方向上重点提及探索混合所有制企业员工持股，打开国有企业股权激励快速通道，员工持股与股权激励逐步成为了混改的重要组成部分。

表 1：股权激励及政策线梳理

发布时间	文件名称	相关内容
2014-05	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	完善上市公司股权激励制度，允许上市公司按规定通过多种形式开展员工持股计划。
2015-09	《国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	探索混合所有制企业员工持股；建立激励约束长效机制，明确持股方式及监管要求。
2016-02	《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》	明确国有科技类实施股权激励的条件、激励来源与对象、激励限制等规定
2016-10	《关于做好中央科技型企业股权和分红激励工作的通知》	充分肯定股权激励的重要性，提出机制建设尚不完善，要求科学制定股权激励实施方案
2017-11	《国有科技型企业股权和分红激励暂行办法》的问题解答	对执行中出现的突出问题进行了解答，明确企业的适用条件、激励对象与实施条件等细节
2018-06	《关于试点创新企业实施员工持股计划和期权激励的指引》	支持试点企业开展股权激励及员工持股计划，对上市前的员工持股计划进行了规定。
2018-07	《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	优先支持同时开展混合所有制改革、混合所有制企业员工持股，发挥改革综合效应。
2019-04	《国务院关于印发改革国有资本授权经营体制方案的通知》	要求完善中长期激励机制，支持出资企业采用多种方式开展股权激励，简化对子公司的审批
2019-06	《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》	支持采用员工持股等方式开展股权激励，股权激励的实际收益水平，不与员工个人薪酬总水平挂钩，不纳入本单位工资总额基数。
2019-11	《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》	要求进一步科学制定激励计划，完善绩效考核，并首次提出支持科创板上市公司实施股权激励。
2020-05	《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》	就股权激励的实施条件、激励方式、授予数量与价格、绩效考核等多方面给出具体表述。
2021-01	《技能人才薪酬分配指引》	结合实际探索对技能人才实行股权激励等中长期激励方式，进一步扩大激励对象范围。

资料来源：国资委官网，国务院官网，天风证券研究所

**政策内容详尽，助力军工企业加速混改。**军工企业在国有企业中占有重要地位，但因其行业特殊性，混改落地相对较慢。但十八大以来，军民融合提上日程，2020 年 5 月 30 日，

国资委发布了《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》(下称《指引》)。此《指引》为央企控股的上市公司进行股权激励提供了具体的实施细则，是对之前政策文件的总结与延伸，使得央企控股的上市公司在股权激励上有了明确的实施方法。

表 2:《指引》内容详解

要点	具体内容	备注	
5 种实施条件	治理结构规范(外部董事及独立董事过半)、管理制度规范、发展战略明确、经营业绩稳健、配套机制健全	外部董事及独立董事过半是硬指标	
3 种激励方式	股票期权、股票增值权、限制性股票	股权激励增值权实质上是虚拟股权激励，只有增值收益分配权，没有所有权。原则适用与境内注册、发行中国香港上市外资股票的上市公司重要变化：可以向下持股，上市公司国有控股股东或中央企业的管理人员在上市公司担任除监事以外职务的可以参加股权激励计划，但只能参加一家任职公司的股权激励计划。中央和国资委党委的中央企业负责人不参加股权激励计划。	
3 类激励对象	上市公司董事、高级管理人员及各类骨干(对上市公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理、技术与业务骨干)		
授予数量	1.总量控制—— 10%、20%	上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及标的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%，科创板上市累积不超过股本总额的 20%	不得因实施股权激励导致国有控股股东是去实际控制权
	2.首次实施—— 1%、3%	原则上应当控制在公司股本总额的 1%以内，中小市值上市公司及科技创新型上市公司可以适当上浮首次实施股权激励计划授予的权益数量占股本总额的比例，原则上应当控制在 3%以内。	
	3.个人总量控制—— —1%	非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授权益(包括已行使和未行使的)所涉及标的股票数量，累计不得超过公司股本总额的 1%。	
	4.预留权益—— 20%、12 个月	预留权益数量不得超过该期股权激励计划拟授予权益数量的 20%，预留权益应当在股权激励计划经股东大会审议通过后 12 个月内，明确授予对象	超过 12 个月未明确授予对象的，预留权益失效
行权价格与授予价格	1. 股票期权、股票增值权的行权价格  2. 限制性股票—— 50%、60%	不低于按指引第二十五条所列方法确定的公平市场价格，以及公司标的股票的单位面值  限制性股票的授予价格不得低于公平市场价格的 50%，以及公司标的股票的单位面值。股票公平市场价格低于每股净资产的，限制性股票授予价格不应低于公平市场价格的 60%。	
行权限制期与行权有效期	1.股票期权、股票增值权——2 年、3 年	行权限制期原则上不得少于 2 年，在限制期内不可以行使权益；行权有效期不得少于 3 年，在行权有效期内原则上采取匀速分批生效的办法。	



	<p>2.限制性股票激励方式——2年、3年</p>	<p>限售期原则上不得少于2年(24个月),在限售期内不得出售股票;限售期满可以在不少于3年的解锁期内匀速分批解除限售。</p>	
<p>权益授予价格</p>	<p>1.董事、高级管理人员——40%;根据业绩目标确定情况,权益授予价值不高于授予时薪酬总水平的40%</p> <p>2.管理、技术和业务骨干等其他激励对象的权益授予价值,比照本条前款办法,由上市公司董事会合理确定</p>		<p>重要变化:不设上线,激励对象实际获得收益属于投资收益,不再设置调控上限</p>
<p>业绩考核3类指标</p>	<p>1.价值创造指标</p> <p>2.成长指标</p> <p>3.运营质量指标</p>	<p>如净资产收益率、总资产报酬率(ROE)、投资回报率(ROIC)等。</p> <p>如净利润增长率、营业利润增长率、营业收入增长率、创新业务收入增长率、经济增加值增长率等</p> <p>如经济增加值改善值、资产负债率、成本费用占收入比重、应收账款周转率、营业利润率、总资产周转率、现金运营指数等</p>	<p>中央企业主营业务上市公司,一般应当选择经济增加值或经济增加值改善值作为考核标准,债务风险较高的企业(资产负债率超过80%),应当选择资产负债率作为考核指标。</p>
<p>授予与权益生效(解锁)公司业绩指标</p>	<p>1.授予业绩指标——50分位值</p> <p>2.权益生效(解锁)业绩目标——75分位值</p>	<p>分期授予权益,结合计划制定时公司近三年平均业绩水平、上一年度实际业绩水平、同行业平均业绩(或者对标企业50分位值)水平合理确定。</p> <p>结合公司近三年平均业绩水平、上一年度实际业绩水平、同行业平均业绩(或者对标企业75分位值)水平</p>	<p>股权激励计划无分期安排的,可以不设置权益授予环节的业绩考核条件</p> <p>还需结合公司经营趋势、所处行业特点及发展规律科学设置,体现前瞻性、挑战性</p>
<p>行权或者兑现结合个人任期考核</p>	<p>1.授予上市公司董事、高级管理人员的权益,应当根据任期考核结果进行行权或者兑现</p> <p>2.境外上市公司授予的股票期权——20%</p> <p>3.境外上市公司授予的股票增值权——20%</p> <p>4.境外上市公司授予的限制性股票——20%</p>	<p>境外上市公司授予的股票期权,应当将不低于获授量的20%留至限制期满后的任期(或者任职)期满考核合格后行权,或在激励对象行权后,持有不低于获授量20%的公司股票,至限制期满后的任期(或者任职)期满考核合格后方可出售</p> <p>其行权所获得的现金收益需进入上市公司为股权激励对象开设的账户,账户中现金收益应当有不低于20%的部分至任期(或者任职)期满考核合格后方可提取</p> <p>授予的限制性股票,应当将不低于获授量的20%锁定至任期(或者任职)期满考核合格后解锁</p>	
<p>科创板上市公司实施股权激励的考核</p>	<p>1.限制性股票——50%、75分位值</p> <p>2.尚未盈利授予限制性股票——60%、40%</p>	<p>若授予价格低于公平市场价格的50%,上市公司应当适当延长限制性股票的限售期及解锁期,并设置不低于公司近三年平均业绩水平或同行业对标企业75分位值水平的解锁业绩目标条件。</p> <p>尚未盈利的科创板上市公司实施股权激励的,限制性股票授予价格按照不低于公平市场价格的60%确定。在上市公司实现盈利前,可生效的权益比例原则上不超过授予额度的</p>	

		40%
特殊情形行权	1. 客观原因	1. 授予的权益当年达到可行使时间限制和业绩考核条件的，可行使部分可以在离职（或可行使）之日起半年内行使，半年后权益失效 2. 当年未达到可行使时间限制和业绩考核条件的，原则上不再行使。尚未解锁的限制性股票，可以按授予价格由上市公司进行回购（可以按照约定考虑银行同期存款利息）
	2. 主观原因	尚未行使的权益不再行使。尚未解锁的限制性股票按授予价格与市场价格孰低原则进行回购，已获取的股权激励收益按授予协议或股权激励管理办法规定协商解决
特殊情形限制性股票回购	1. 客观原因：按授予价格由上市公司进行回购（可以按照约定考虑银行同期存款利息）	
	2. 主观原因：回购价格不得高于授予价格与股票市价的较低者	
不得财务资助	上市公司不得直接或通过关联方间接为激励对象依股权激励计划获取有关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保	
分层审核批准	中央企业控股上市股权激励计划，经中央企业集团公司审核同意，报国资委批准。国资委不再审核上市公司（不含主营业务整体上市公司）依据股权激励计划制定的分期实施方案	

资料来源：国资委官网，天风证券研究所

**股权激励在长线布局中角色更加明晰，将成为上市公司重要混改手段。**《指引》明确股权激励的审批权限由国资委下放至中央企业集团公司，流程简化，有利于股权激励在企业内的快速实施。此外《指引》还对 2019 年公布的《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》中的各项内容进行了更为详实的阐述，对首次激励份额、激励方式等有了明确规定。

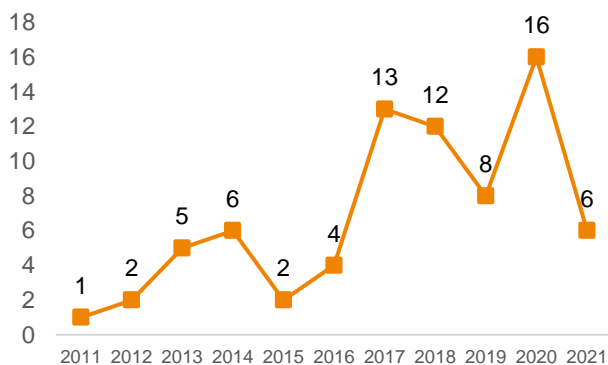
## 1.2. 股权激励或成趋势，助军工行业改革

受益于激励政策不断完善与支持，军工企业开展股权激励总量保持增长，各年的激励公司个数与政策形成明显正相关。自 2016 年股权激励暂行办法的发布与完善，2017 年上市企业股权激励个数快速上涨达 13 家，较 2016 年上涨近三倍。而 2020《指引》颁布后军工企业股权激励个数达到新高。本年度至 2021 年 4 月 20 日，已经有 6 家上市军工企业开始实施股权激励计划，与去年同期持平。

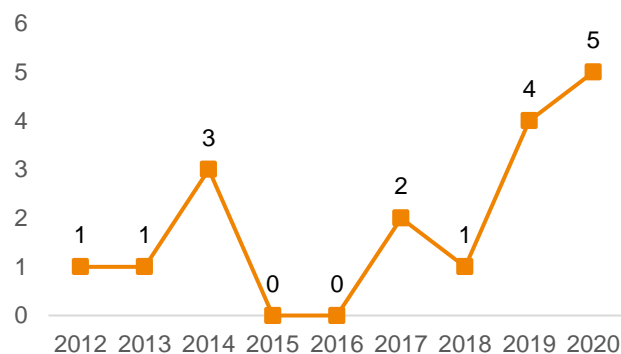
自 2012 年来，随着央企混改政策的持续加码与军民融合的不断深入，员工持股与股权激励成为混改的重要方式之一。2019 年与 2020 年共有 9 家军工央企开展股权激励工作，超过前 6 年之和，进行以股权激励为主的长效激励措施推进或成为军工央企改革的趋势。

图 1：军工板块 2011 年来实施股权激励公司个数

图 2：军工国企各年实施股权激励个数

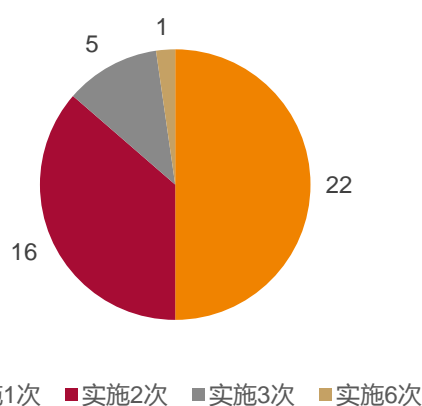


资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：军工企业实施股权激励次数



资料来源：Wind，天风证券研究所

**股权激励具有多次连续性**，53%的军工企业选择开展多期股权激励计划，其中有 6 家公司开展三次以上，而华力创通自 2011 年连续开展了 6 次股权激励计划，且全部实施。在仅实施一次的 22 家公司中，在 2019 年及以后开展股权激励的有 15 家，占比 68%，为现有股权激励计划仍在执行中，存在结束后继续开展股权激励的可能。

**激励标的以限制性股票为主**。在 2011 年后已经实施的 75 个军工板块的激励方案中，有 53 个方案选择了限制性股票，占比超过 70%，而期权方案仅有 21 个，占比 28%。作为《指引》中多次提及的股票增值权，仅有航新科技在 2019 年采用了该标的，且激励总数仅为 12 万股，占航新科技当时总股本的 0.05%。按各标的初始行权价格乘以激励总股数进行计算，限制性股票的所有项目价值加总达到了 43.47 亿，而期权的总价值为 29.37 亿，相比之下，期权方案虽然开展次数较少，但每个方案的激励价值更高。

图 4：仅实施一次股权激励公司的实施年份分布

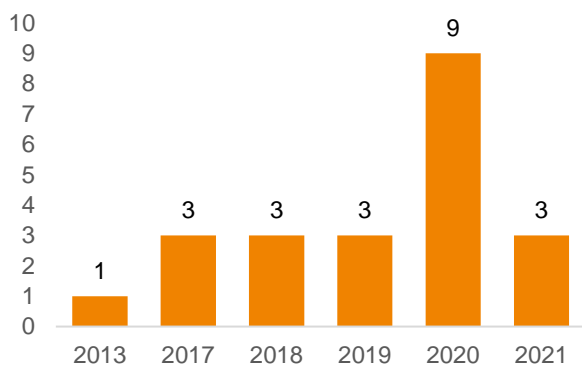
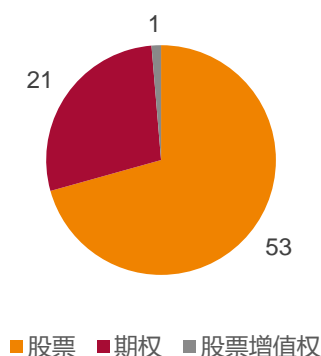


图 5：股权激励方案中各标的的被选取次数



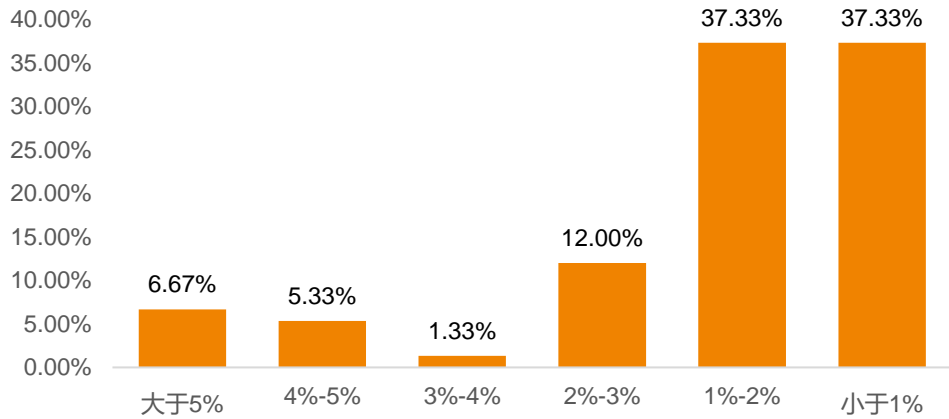


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

激励股份总数占股本总数的比值上整体仍趋于稳健。股权激励是混改的重要方式之一，有效的股权激励计划将使公司的股权结构更加合理，有助于公司治理。在已经实施的股权激励方案中，有 5 项方案的激励总数占当时公司总股本的 5%，而有 28 项占比 37.33% 的方案激励总数占比仅在 1% 以下，两极差距较大。整体上看，选择激励总数低于总股数 2% 的企业占比超过 73%，就央企而言，占比 2% 以下的达到了 82%，总体较为保守。

图 6：激励总数占当时股本总数的统计分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 军工股价业绩双升，股权激励效果显著

股权激励作为一种长期激励机制，有助于核心人才的培育与公司的长远发展，对军工板块的业绩和公司具有明显的提升效果。

期权初始行权价格彰显企业股权激励目的。为了对期权初始行权价格的高低进行判断，我们将方案的初始行权价格除以股东大会通过方案时的股价得到比值，有 14 个股权激励方案的初始行权价格高于通过当日股价，占比为 18.7%，表明这些企业对未来股价与业绩具有较大信心，而有 50% 以上的公司价格比保持在 60% 以下，使得核心高管可以以较低价格获得公司股权，有助于保持核心团队的稳定性。

在行权业绩解锁条件的设置上，国企仍偏保守，而民企目的明确。仅有 16 项方案的行权解锁条件设置了 3 项解锁因素，具体来看，16 项方案全为中航重机、中航沈飞等国企提出，因素主要包含营业收入增长率、净利润增长率、研发费用占比、EVA 等，注重企业高质量发展，从政策要求与实际解锁条件的设置可以看出，国企对于股权激励的设立仍较为谨慎。在仅设置一个解锁因素的共 42 个股权激励项目中，其中仅有一家为国有企业。其中 24 个项目对营业收入或营业收入增长率进行规定，剩余 18 个对净利润或净利润增长率提出了要求，可以看出民营企业更加注重业务的扩张与利润的增长。

图 7：初始行权价格比分布及占比

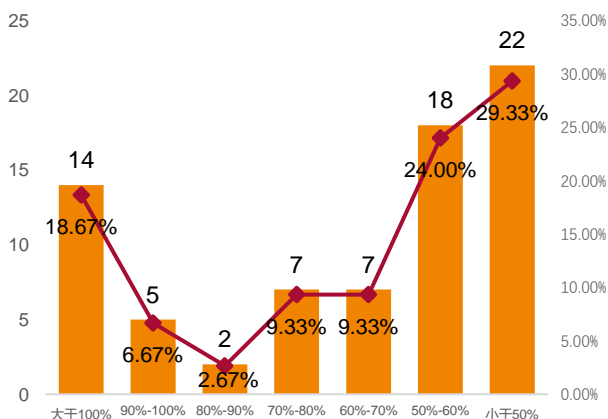
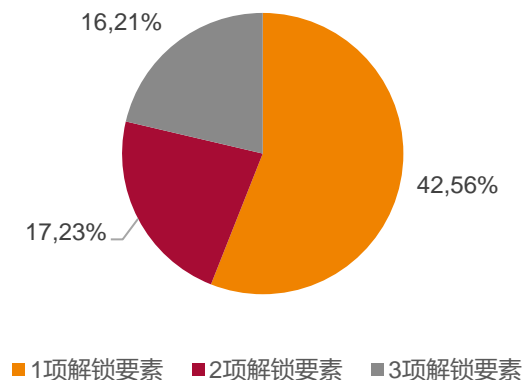


图 8：各方案行权解锁条件分布

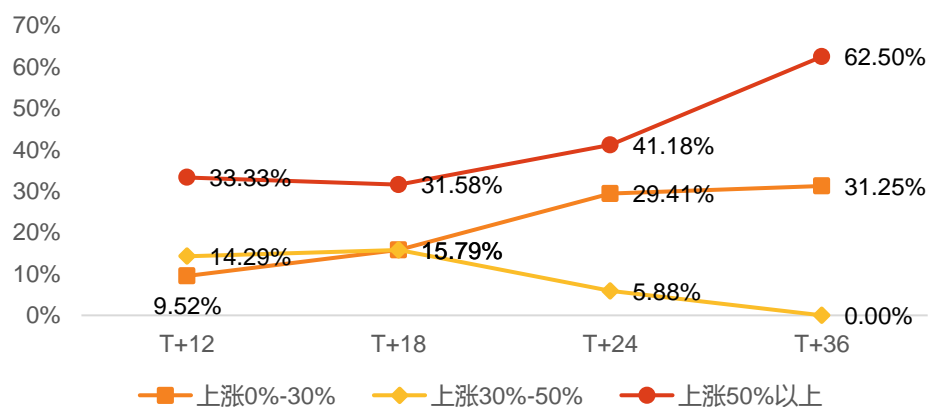


资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

综合考虑时效性与预测性，我们选择军工板块中 2017 年至 2021 年初未停止实施股权激励方案及未发生重大变动的公司进行收益探究，最后选取出 25 家公司开展的 29 项股权激励项目。我们选取项目的股权激励衡量区间为 36 个月，若开展后实施未至 36 个月的，我们选取其最新股价作为下一个实施区间的股价，如实施了 8 个月后股价为 30 元，则将 30 元视为 T+9 的股价。

图 9：实施股权激励各段时间后公司的股价涨跌情况：



资料来源：Wind，天风证券研究所

激励后企业收入/利润具备超额增速，36 月股价正增长样本占 90%以上。在股权激励方案实行 12 个月后，有 57.14%的公司股价上涨，涨幅超过 50%的公司有 33.33%；实施超过 24 个月后，公司股价上涨的比例达到 76.47%；在实施超过 36 个月后，有 93.75%的公司股价上涨，涨幅超过 50%的公司占 62.5%。少数股价未上涨公司主要原因为非基本面因素，股权激励作为一种长期激励机制，对军工企业的业绩和股价具有明显的提升效果。

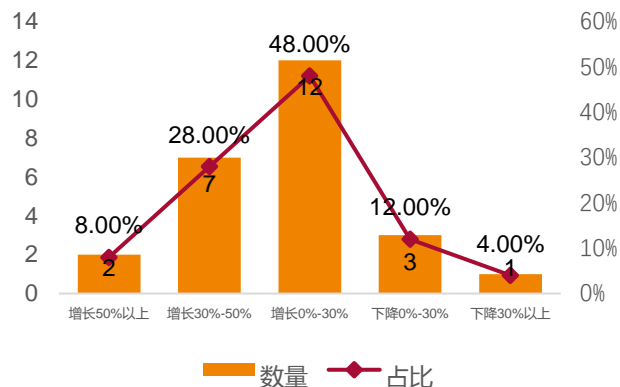
表 3：股权激励项目上涨超过 50%股票信息（6 月 4 日）

股票代码	股票名称	首次实施公告日	公告当日股价	最终实施区间	最终股价	上涨幅度
300593.SZ	新雷能	2018-11-24	10.48	36 个月	53.13	407.12%
300696.SZ	爱乐达	2019-03-16	12.78	36 个月	37.88	196.30%
300395.SZ	菲利华	2017-10-28	16.46	36 个月	40.22	144.35%
300699.SZ	光威复材	2018-11-13	28.61	36 个月	69.52	142.97%
300034.SZ	钢研高纳	2019-05-25	12.85	36 个月	28.09	118.58%
600760.SH	中航沈飞	2018-11-03	35.03	36 个月	74.9	113.84%
002651.SZ	利君股份	2018-08-24	4.82	36 个月	9.84	104.18%
300474.SZ	景嘉微	2017-06-16	34.68	36 个月	61.66	77.80%
002402.SZ	和而泰	2017-10-31	9.61	36 个月	16.73	74.16%
000733.SZ	振华科技	2019-10-12	16.21	24 个月	55.88	244.78%
002179.SZ	中航光电	2019-12-27	38.99	18 个月	74.25	90.43%
600765.SH	中航重机	2020-06-09	9.48	12 个月	20.7	118.29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

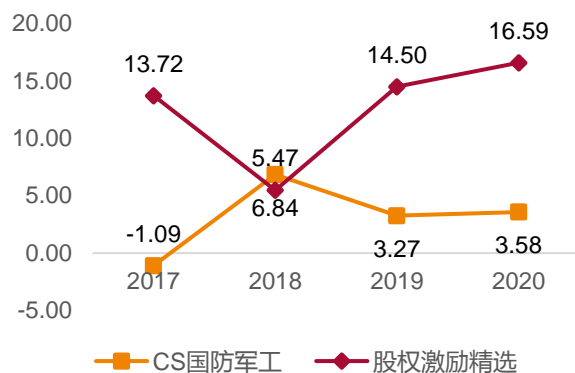
股权激励与营业收入增速呈现明显正相关性。各公司股权激励计划公布当年营业收入增速总体向好，总营收增加的公司有家 21 家，下跌的公司仅有 4 家，其中睿创微纳的营收增速达到了 128.06%，整体营收向好趋势明显。平均增速上，按年选取了中信国防军工指数与开展股权激励公司的增速对比，公司营业收入增速多年明显高于军工指数，股权激励和营业收入的增速有较为明显的正相关性。

图 10：开展股权激励公司当年营业收入增速及占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

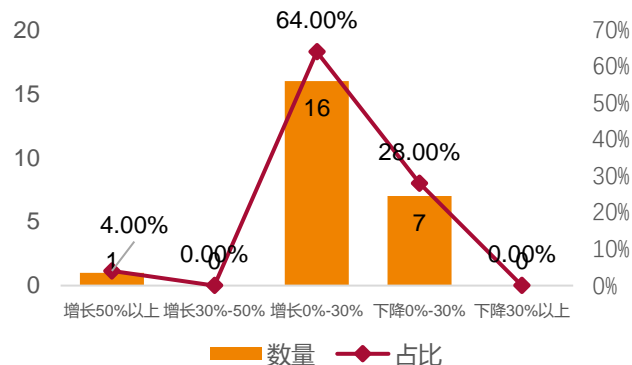
图 11：推行股权激励公司各年营业收入的平均增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

股权激励和归母净利润增长有较强正相关性。各公司股权激励计划公布当年的归母净利润出现上涨的公司共有 17 家，占比 68%，多数企业归母净利润保持在 0-30%增长的稳健区间，保障了企业的良好发展。

图 12：开展股权激励公司当年归母净利润增速及占比

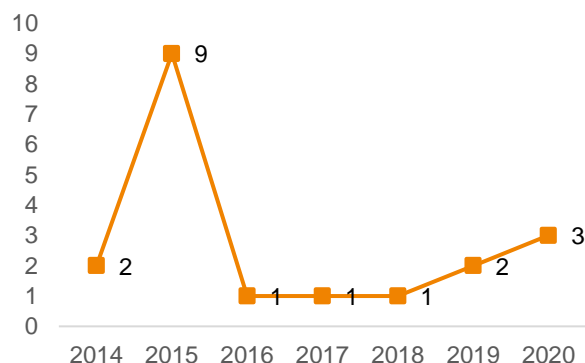


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.4. 员工持股快速推进，推动业绩整体向好

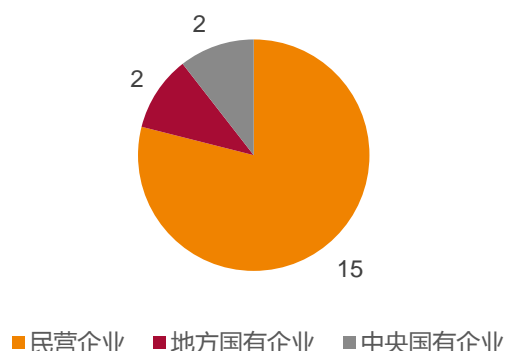
员工持股计划作为企业混改的另一种有效方式，近年来也在加速推进。自 2014 年来，军工企业中总计推出 22 项员工持股计划，实施完成的有 19 项，明显可以看出，在 2015 年国家开始政策推进员工持股计划后，开展该计划的企业有较大提高，而自 2018 年开始推进改革后，员工持股开展次数有了稳步提高。在开展员工持股计划的企业中，国企属性仅有 4 家，国企整体趋于保守，开展较慢，但随着国企改革政策的逐步加码，或会迎来新一波员工持股计划高峰。

图 13：各年份员工持股计划完成分布



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：完成员工持股计划的企业属性分布

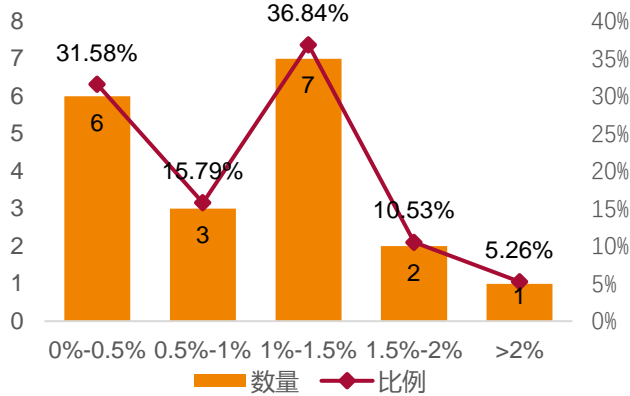


资料来源：WIND，天风证券研究所

在各员工持股计划中的股数占总股本的比例上,有 47.33%的项目将占比控制在 1%一下,仅有 5.26% 的公司的占比超过了 2%,但在 2018 年及以后开展的员工持股计划中,除了已经开展三期的火炬电子(0.31%)外,占比都超过了 0.9%,员工持股的比例有望增大。在解锁期的设置上,多数解锁期为一年,73.68%的项目将解锁期设置为 12 月,26.31%设置为 36 个月。

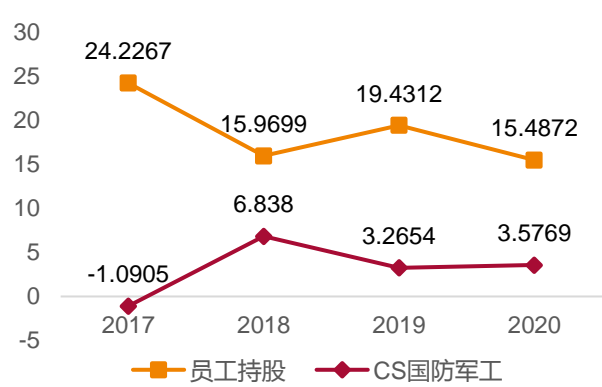
综合考虑时效性与预测性,我们选择军工板块中 2016 年至 2021 年初实施完成的员工持股项目作为测算样本。

图 15: 各员工持股计划占总股本比例分布



资料来源: wind, 天风证券研究所

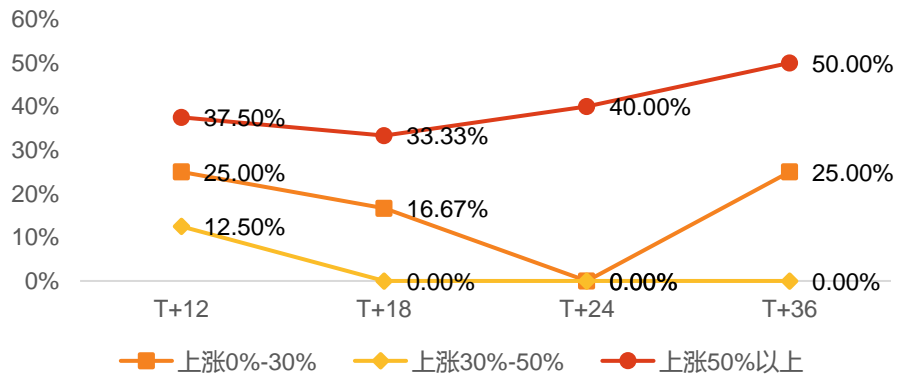
图 16: 开展员工持股计划公司各年的营业收入平均增速 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

在实施员工持股决议通过的当年,75%企业股价上涨。员工持股施行 12 个月后 75%的企业股价上涨,涨幅超过 50%的企业数量 37.5%;员工持股施行 36 个月后,有一半公司股价涨幅超过 50%。从长期看,开展员工持股的公司的营业收入增速明显快于中信国防军工指数的增速,员工持股对营业收入的增加有良好推动作用,与股价的提高有着较为明显的正相关性。

图 17: 实施员工持股后各段时间后公司的股价涨跌情况:



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 典型公司分析, 股权激励驱动业绩效应明显

### 2.1. 连续推出股权激励, 助力中航光电业绩稳健增长

军用连接器领军企业——中航光电,先后于 2017 年和 2019 年实施两次股权激励计划,分别授予高管及核心骨干 595.72 万股和 3149.34 万股,占当时总股本比例 0.99%与 2.94%,深度捆绑核心员工利益。第一期股权激励计划已完成第三次业绩解锁,各项考核指标均超过行业平均水平,激励效应显著。二期股权激励仍在考核期,有望推动公司“十四五”期间延续稳定较快增长态势。2017 年的股权激励注重营业收入与营业净利润的提高,2019 年的股权激励更加重视净资产收益率、扣非净利润与 EVA,关注企业的高质量发展。

表 4: 中航光电股权激励明细

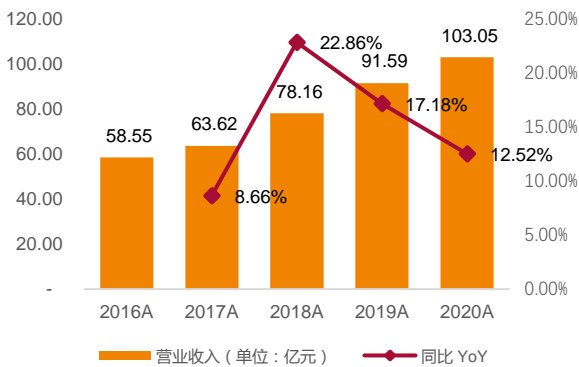
股东大会	实施标的	激励总数占当	授予价格	行权特别条件
------	------	--------	------	--------

通过时间	时股本的比例	授予价格	行权特别条件
2017-01-18	限制性股票 0.9887%	28.19 元	第一解锁期：可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.00%；前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%；前一财务年度营业利润率不低于 12.20%。第二解锁期：可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.30%；前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%；前一财务年度营业利润率不低于 12.20%。第三解锁期：可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.60%；前三个财务年度营业收入复合增长率不低于 15.00%；前一财务年度营业利润率不低于 12.20%。各解锁期三个指标均不低于同行业平均水平。
2019-12-26	限制性股票 2.9429%	23.43 元	第一、第二、第三解锁期：可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位值；可解锁日前一财务年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较 2018 年度复合增长率均不低于 10.00%，且不低于对标企业 75 分位值；可解锁日前一财务年度 EVA（经济增加值）指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 $\Delta EVA > 0$ 。

资料来源：Wind，天风证券研究所

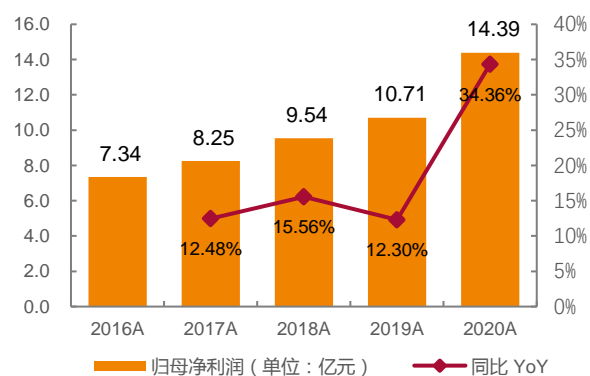
**股权激励推动中航光电业绩/股价稳定增长。**自 2017 年首个股权激励实施后，公司业绩呈现连续高增长态势。2019 年通过第二期股权激励方案后，2020 年公司营业收入突破 100 亿元，归母净利润达到 14.39 亿元，同比增长 34.36%。第一期股权激励实施 12 个月后，公司股价上涨 25%，实施 36 个月后公司股价上涨 73%；第二期股权激励实施 12 个月后公司股价上涨 91%。从 2017 年推出股权激励计划后公司股价累计上涨 233%。

图 18：2016-2020 年中航光电营业收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：2016-2020 年中航光电归母净利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 核心总装企业股权激励破局，中航沈飞提供行业范例

我国三代半歼击机龙头供应商——**中航沈飞**，于 2018 年 11 月实施股权激励计划，共 317.1 万股 A 股普通股，占当时股本总数 0.227%，每股 22.53 元。有效期 5 年，前 2 年为禁售期，后三年解锁期内进行三次解锁，每年一次。每次解锁均需满足基本解锁条件，即前一年归母扣非 ROE 分别不低于 6.5%、7.5% 和 8.5%。满足基本解锁条件后，激励对象每次解锁上限为获授数量的 33.3%、33.3% 与 33.4%，实际可解锁数量与其前一年绩效挂钩：若绩效等级为 A，当年解锁比例为 100%；若绩效等级为 B，当年解锁比例为 95%；若绩效等级为 C，当年解锁比例为 60%；若绩效等级为 D 则需取消当期解锁份额。当期未解锁股票由公司统一回购注销。

表 5：中航沈飞股权激励明细

股东大会通过时间	实施标的	激励总数占当时股本的比例	授予价格	行权特别条件
2018-11-03	限制性股票	0.227%	22.53	第一期解锁:1,可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 6.50%,



且不低于对标企业 75 分位水平;2,可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 10.00%,且不低于对标企业 75 分位水平;3,可解锁日前一个会计年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到集团公司下达的考核目标,且 $\Delta$ EVA 大于 0

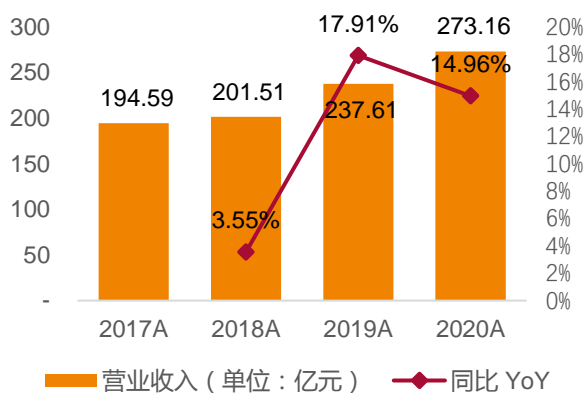
第二期解锁:1,可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 7.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;2,可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 10.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;3,可解锁日前一个会计年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到集团公司下达的考核目标,且 $\Delta$ EVA 大于 0;

第三期解锁:1,可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 8.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;2,可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 11.00%,且不低于对标企业 75 分位水平;3,可解锁日前一个会计年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到集团公司下达的考核目标,且 $\Delta$ EVA 大于 0

资料来源: Wind 天风证券研究所

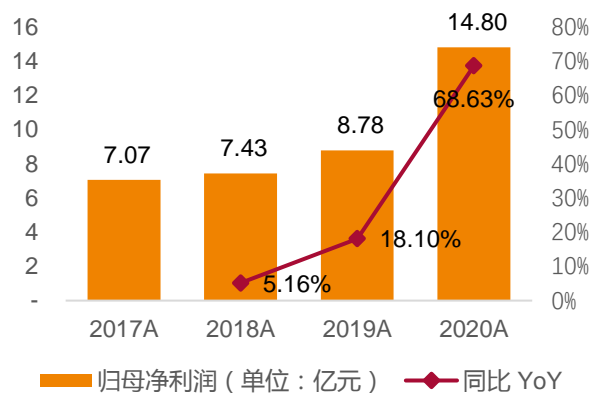
中航沈飞推出股权激励具有标志性意义,将会成为军工国企市场化的标杆,为其他军工上市企业整体经营效率提升提供了破局范例。作为核心军工总装企业,中航沈飞推出股权激励计划后,营业收入与归母净利润自 2018 年起增长明显,2020 年归母净利润 14.80 亿元,同比增长 68.63%。2020 年 11 月一期业绩解锁条件已全部达成,公司股价在股权激励后 36 个月累计涨幅达到 114%。股权激励对沈飞的业绩提升助推作用明显,同时具备良好的示范性,有利于推动后续军工企业股权激励计划落地。

图 20: 2017-2020 中航沈飞营业收入情况



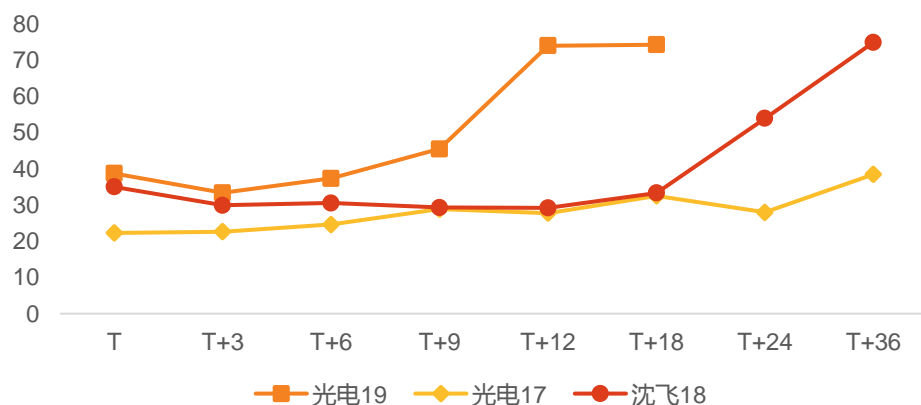
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 2017-2020 年中航沈飞归母净利润情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 中航光电和中航沈飞股权激励后股价情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

股权激励对公司业绩提升有明显的推进作用，且有利于解除央企高管薪资总水平限制，绑定经营管理层与股东利益，充分调动管理层主观能动性，员工持股计划有利于增加员工收入，稳定人才队伍，为员工提供安全保障。我们认为，“十四五”期间军工板块推出股权激励和员工持股计划有望提速。

### 3. 投资建议

1. 关注处于激励解锁期的企业，未解禁 T+12 内（火炬电子、中航重机、鸿远电子、和而泰、睿创微纳）。2、已开展第二期激励或第一期进入解禁期（中航光电、中航沈飞、新雷能、爱乐达）。
2. 关注未开展股权激励的基本面驱动型企业。（洪都航空、中航机电、中航高科、三角防务、中航西机、抚顺特钢、宏达电子、智明达等）

表 6：重点公司行权特别条件

企业名称	股权激励实施日	行权特别条件
火炬电子	2021/6/2	以 2020 年营业收入为基数，2021 年/2022 年营业收入增长率不低于 30%/69%或以 2020 年净利润为基数，2021 年净利润增长率不低于 30%/69%。
中航重机	2020/6/9	三个解锁期:可解锁日前一会计年度加权平均净资产收益率不低于 4.70%/4.9%/5.1%;可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的营业收入复合增长率不低于 6.40%/6.5%/6.6%;可解锁日前一会计年度营业利润率不低于 5.30%/5.4%/5.5%;且三个指标均不低于同行业对标企业 75 分位值。
鸿远电子	2021/6/3	每个会计年度考核一次，三个解除限售期，分别以 2020 年营业收入为基数，2021 年/2022 年/2023 年营业收入增长率不低于 30%/69%/120%；或以 2020 年净利润为基数，2020 年/2022 年/2023 年净利润增长率不低于 35%/76%/128%。
和而泰	2021/3/23	三个解锁期，以 2020 年为基数，2021 年/2022 年/2023 年净利润增长率不低于 35%/70%/120%。
睿创微纳	2020/9/19	首次授予的限制性股票：第一个归属期 2020 年主营业务收入较 2019 年增长 30%；第二个归属期 2021 年主营业务收入较 2019 年增长 60%；第三个归属期 2022 年主营业务收入较 2019 年增长 90%；第四个归属期 2023 年主营业务收入较 2019 年增长 120%。预留授予的限制性股票：第一个归属期 2021 年主营业务收入较 2019 年增长 60%；第二个归属期 2022 年主营业务收入较 2019 年增长 90%；第三个归属期 2023 年主营业务收入较 2019 年增长 120%；第四个归属期 2024 年主营业务收入较 2019 年增长 150%。
中航光电	2019/12/27	第一、第二、第三解锁期:可解锁日前一财务年度净资产收益率不低于 13.60%，且不低于对标企业 75 分位值；可解锁日前一财务年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润较 2018 年度复合增长率均不低于 10.00%，且不低于对标企业 75 分位值；可解锁日前一财务年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到航空工业下达的考核目标，且 $\Delta$ EVA 大于 0。
新雷能	2020-12-04	第一类激励对象:三个归属期，以 2019 年营业收入为基数，2020 年/2021 年/2022 年营业收入增长率不低于 3%/35%/70%；第二类激励对象：两个归属期,以 2019 年营业收入为基数，2021 年/2022 年营业收入增长率不低于 35%/70%；预留授予的限制性股票: 两个归属期,以 2019 年营业收入为基数，2021 年/2022 年营业收入增长率不低于 35%/70%。
爱乐达	2019/3/16	三个解除限售期: 以 2018 年营业收入为基数，2019 年/2020 年/2021 年营业收入增长率不低于 30%/50%/70%。
中航沈飞	2018/11/3	第一期解锁:1,可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 6.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;2,可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 10.00%,且不低于对标企业 75 分位水平;3,可解锁日前一个会计年度 EVA(经济增加值)

指标完成情况达到集团公司下达的考核目标,且 $\Delta$ EVA 大于 0;第二期解锁:1,可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 7.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;2,可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 10.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;3,可解锁日前一个会计年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到集团公司下达的考核目标,且 $\Delta$ EVA 大于 0;第三期解锁:1,可解锁日前一会计年度净资产收益率不低于 8.50%,且不低于对标企业 75 分位水平;2,可解锁日前一会计年度较草案公告前一会计年度的净利润复合增长率不低于 11.00%,且不低于对标企业 75 分位水平;3,可解锁日前一个会计年度 EVA(经济增加值)指标完成情况达到集团公司下达的考核目标,且 $\Delta$ EVA 大于 0.

资料来源: Wind 天风证券研究所

## 4. 风险提示

### 4.1. 政策推动低于预期的风险

国有企业的混改进度受国家政策影响大,作为混改的重要方式股权激励及员工持股的审核与实施,易受到政策调整带来的波动,若之后出现政策的重大调整,可能会使得股权激励和员工持股推进速度不及预期。

### 4.2. 军工订单低于预期的风险

军品采购受国家管控,若国家国防政策变化导致武器装备采购量下滑,将对军工行业产生不利影响。

### 4.3. 宏观流动性风险

军工行业为高贝塔行业,对于市场风险偏好要求较高,行业受宏观流动性影响较大。

### 4.4. 样本有限性风险

样本选取具有一定有限性,统计分析结果仅供参考。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com