

保利地产 (600048.SH) 房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

曹旭特

分析师 SAC 执业编号: S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧

联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

保利地产股权激励计划点评

事件

保利地产 11 月 3 日的董事会审议通过公司股票期权激励计划草案。本次激励计划拟授予激励对象 5704 万份股票期权, 占公司总股本的 0.959%; 计划分三个行权期, 各期可行权比例分别为 30%、30%和 40%; 行权价格确定为 9.97 元。行权条件为授予年度后 1-3 年 ROE 分别不低于 14%、14.5%和 15%, 净利润较授予年度前一年增长率分别不低于 50%、80%和 120%。

评论

行权条件未超预期: 如果激励计划能够在年内通过, 即授予年度为 2011 年, 则公司行权条件可解读为 12-14 年公司 ROE 分别不低于 14%、14.5%和 15%, 净利润较 2010 年度增长不低于 50%、80%和 120%。按照我们目前对公司 11 年的业绩预测, 该行权条件下, 12-14 年的净利润较前一年的增长率分别为 14%、20%和 22%, 11-14 年复合增长率为 21.8%。按照行权条件, 公司 12、13 年业绩应不低于 1.241 和 1.49, 与我们原预测的 1.28 和 1.54 接近, 总体上行权条件的设定未超预期。

我们对比了一线公司中万科, 金地和保利的股权激励行权标准。保利的行权标准在 ROE 和净利润复合增长方面与万科基本一致。其 ROE 要求高于金地每年须达到 10%的标准, 但净利润复合增速要求低于金地每年 30%的要求, 保利和万科的净利润复合增速要求约为 22%。

激励计划提升公司治理水平: 在央企的公司治理中, 激励不足一直是一个问题, 推出激励计划有助于提升保利的公司治理水平。本次激励计划拟授予激励对象 5704 万份股票期权, 激励对象包括了公司总部职能管理中心助理总经理以上和房地产子公司、专业子公司助理总经理以上人员合计 179 人, 除 14 名高管外, 基本涵盖了对公司经营业绩和持续发展有直接影响的管理和技术骨干。公司高管持股比例较高, 本次激励对于公司中层的激励作用更高。本次激励计划授予高管共 630 万份, 占授予总量的 11.05%, 是 6 月底高管持股合计的 14.3%; 授予公司中层平均每人 30.8 万份, 全部行权后公司中层合计持股达到 0.84%, 与高管持股比例持平。

前三季度, 公司累计实现销售 499.28 万平米, 572.75 亿元, 同比上升 3%和 38%, 销售金额在行业内排名第四, 市场占有率 1.75%, 较 10 年的 1.35%上升 4 个百分点。三季度末公司有货币资金 220 亿元, 是短期借款和一年内到期借款的 1.77 倍, 资金较为充裕, 为公司未来低价拿地和收购项目提供保障。而激励计划的推出, 除能够提高员工积极性以外, 更能够降低公司人才流失风险, 使公司能够实现逆势成长的愿景。

投资建议

维持公司 11-13 年每股收益 1.09、1.28 和 1.54 的盈利预测, 目前动态市盈率分别为 9.16、7.77 和 6.49 倍。我们看好龙头公司逆势扩张的能力, 维持买入建议。

图表1: 主要公司激励方案

	万科	金地	保利
授予日	2011年4月25日	2010年3月19日	
行权比例	第1-3个行权期, 行权比例分别为40%、30%和30%。	自授予日起满1-5年分别生效20%	第1-3个行权期, 行权比例分别为30%、30%和40%。
涉及股份	11000万份(1.0004%)	17886万股(4%)	5704万股(0.959%)
股票来源	定向发行	定向发行	定向发行
行权价格	8.89元(目前股价7.84元)	7.84元(目前股价5.02元)	9.97元(目前股价9.97元)
期权有效期	4年(等待期1年)	7年(等待期1年)	6年(限制期2年)
行权条件	有效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不得低于授权日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负; 授权日所在年度为T, T至T+2年全面摊薄净资产收益率分别不低于14%、14.5%和15%, 净利润增长率较T-1年分别增长20%、45%和75%。	扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于10%, 净利润较09年复合增长率不低于20%, 销售收入较09年复合增长率不低于30%, 净利润不低于07-09年净利润平均水平且不为负。	有效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不得低于股票期权授权日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负; 授权日所在年度为T, T+1至T+3年, ROE不低于14%、14.5%和15%, 净利润增长率较T-1年不低于50%、80%和120%; 营业利润占利润总额比重大于92%。
激励范围	851人(职工比例3.88%), 11名高管占股票期权授予总量的34.8%	224人(职工比例4%), 10名高管占股票期权授予总量的26%	179人(职工比例1.57%), 14名高管占股票期权授予总量的11.05%

来源: 国金证券研究所

图表2: 按照净利润增长条件推算的每股收益、净利润增长率和ROE

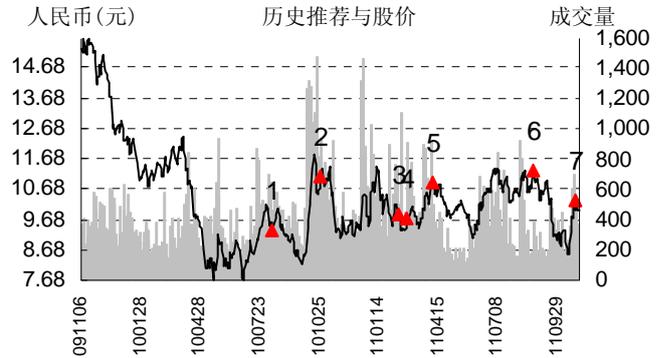
	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
每股收益	0.872 (除权后)	1.088	1.241	1.489	1.820
净利润增长率	39.80%	31.57%	14.00%	20.00%	22.22%
净资产收益率	16.56%	18.04%	17.18%	17.19%	17.44%

来源: 国金证券研究所 (*假设授权日当年为2011年, 2011年为预测值, 2012-14年为按条件测算值)

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-10	买入	9.30	N/A
2	2010-10-26	买入	11.06	N/A
3	2011-02-17	买入	9.82	N/A
4	2011-03-01	买入	9.70	N/A
5	2011-04-08	买入	10.88	N/A
6	2011-08-28	买入	11.31	N/A
7	2011-10-31	买入	10.31	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B