

证券研究报告

推荐 (维持)

证券分析师

周雅婷

投资咨询资格编号

S1060513070001

0755-22622736

ZHOUYATING113@pingan.com.cn

研究助理

杨侃

一般证券从业资格编号

S1060113070053

0755-22621493

Yangkan0342@pingan.com.cn

招商地产 (000024)

股权激励利于公司长期稳定发展

事项：招商地产公布股权激励草案，拟以 17.34 元/股的行权价格向包括 17 名高管在内的 149 名激励对象授予股票期权 1633.5 万份。授予的股票期权有效期为 7 年。自授予日起，经过 3 年的行权限制期，在之后的三个行权期，分别有 1/3 的期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利。上述方案仍需国务院国资委、证监会同意及公司股东大会批准。

平安观点：

- **利于业绩长期稳定增长，凸显对股价的信心。**作为招保万金唯一一家未推出股权激励的公司，市场对其一直都有预期，此时出台股权激励方案，反映出管理层对当前股价低估的认同，有助于保障公司业绩的长远稳健增长。本次方案行权限制期为 3 年，高于万保金 1-2 年的限制期，整个方案有效期为 7 年。我们认为较长的限制期和有效期有利于稳定整个管理团队，使得管理层更多考虑公司的长远发展。方案覆盖从高管到部门经理等 149 人，基本涵盖公司所有核心骨干人员，利于人员的稳定。同时作为央企，股权激励也将提升央企管理层的薪酬待遇，使其利益与股东趋于一致。
- **行权业绩条件相对宽松，达到概率较大。**从本次股权激励的行权条件来看，包括：行权期扣非后 ROE 不得低于 13% 且不低于对标企业同期 75 分位值、近三年扣非净利润复合增速不低于 15% 且不低于对标企业同期 75 分位值、总资产周转率不低于 20%。与万科、保利等公司先前方案相比，行权条件相对宽松。若该方案年内获得通过，则 T 年为 2013 年，2017 年为首次行权期，要求 2016 年业绩满足上述条件。目前市场一致预期公司 2013-2016 净利润复合增速为 21.4%，满足 15% 的概率较大。尽管行权条件并不算苛刻，但不低于对标企业 75 分位的条件，可保障公司业绩增速居于行业前列。
- **维持公司“推荐”评级。**预计公司 2014-2015 年 EPS 分别为 3.04、3.78 元，对应 PE 分别为 5.3 倍和 4.3 倍。当前行业大环境仍未见改观，公司此时推出股权激励方案，有利于提振弱市中市场对公司的信心，同时较长的行权有效期有助于公司业绩的长期稳定增长，保障公司 2018 年百亿利润目标的实现。维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**政策调控加紧带来的销售不及预期风险。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表1 主要公司股权激励方案对比

时间	公司	具体方案
2014.5	招商股权激励方案	股票期权共 1633.53 万份，占授予时公司股本总额的 0.951%，行权价格为 17.34 元，有效期为 7 年。经过 3 年的限制期，在之后的 3 年均有 1/3 的期权在满足生效前一年扣除非经 ROE 不低于 13%且不低于对标企业同期 75 分位值、最近三年扣除非经净利润复合增长率不低于 15%且不低于对标企业同期 75 分位
2011.4	万科股权激励方案	股票期权共 1.1 亿份，占授予时公司股本总额的 1.0004%，行权价格为 8.89 元，有效期为 4 年。经过 1 年的限制期，在之后的三年分别有 40%、30%、30%的期权在满足 ROE 不低于 14%、14.5%和 15% ,净利润较 2010 年增长不低于 20%、45%和 75%的前提下可获得行权的权利。
2011.11	保利股权激励方案	股票期权共 5704 万份，占授予时公司股本总额的 0.959%，行权价格为 9.97 元，有效期为 6 年。经过 2 年的限制期，在之后的分三期有 30%、30%、40%的期权分别在满足 2012 年、2013 年、2014 年 ROE 不低于 14%、14.5%和 15%，净利润较 2010 年增长不低于 50%、80%和 120%的前提下可获得行权的权利。
2010.3	金地股权激励方案	股票期权共 9937 万份，占授予时公司股本总额的 4%，行权价格为 14.12 元，有效期为 7 年。经过 1 年的限制期，在之后的五年均有 20%的期权在满足生效前一年扣除非经 ROE 不低于 10%、扣除非经净利润较 2009 年复合增长率不低于 20%、销售收入较 2009 年复合增长不低于 30%、归属上市公司股东净利润和扣除非经净利润不低于 2007-2009 年的平均水平且不得为负的前提下获得行权权力。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	122852	141431	163307	206223	
现金	24240	19993	18209	38078	
应收账款	77	167	206	261	
其他应收款	13684	16421	19705	23646	
预付账款	2816	2816	2816	2816	
存货	78477	99212	119549	138601	
其他流动资产	3558	2822	2822	2822	
非流动资产	11188	12206	13143	14098	
长期投资	1653	2149	2364	2600	
固定资产	2038	2717	3412	4080	
无形资产	542	542	542	542	
其他非流动资产	6954	6797	6825	6875	
资产总计	134040	153637	176450	220321	
流动负债	74835	88429	100150	130205	
短期借款	4250	3000	3000	3000	
应付账款	12011	11796	12976	14273	
其他流动负债	58574	73633	84174	112932	
非流动负债	20288	19785	22286	24785	
长期借款	17052	19552	22052	24552	
其他非流动负债	3236	233	234	233	
负债合计	95123	108213	122435	154990	
少数股东权益	12192	13647	16194	20176	
股本	1717	1717	1717	1717	
资本公积	8447	8447	8447	8447	
留存收益	16482	21612	27657	34991	
归属母公司股东权益	26726	31777	37821	45156	
负债和股东权益	134040	153637	176450	220321	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	496	-1721	-666	19581	
净利润	5508	6671	9030	11801	
折旧摊销	142	244	323	406	
财务费用	614	571	536	493	
投资损失	-569	-53	-59	-65	
营运资金变动	-5716	-8837	-10425	7020	
其他经营现金流	516	-317	-70	-75	
投资活动现金流	-747	-1153	-1148	-1233	
资本支出	324	830	949	1019	
长期投资	-34	496	215	236	
其他投资现金流	-457	173	17	22	
筹资活动现金流	6234	-1373	30	1521	
短期借款	2145	-1250	0	0	
长期借款	2674	2500	2500	2500	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	60	0	0	0	
其他筹资现金流	1355	-2623	-2470	-979	
现金净增加额	6017	-4247	-1784	19869	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	32568	41303	54640	72581	
营业成本	19045	24361	32169	42959	
营业税金及附加	4578	5455	7271	9644	
营业费用	771	1033	1311	1742	
管理费用	556	723	929	1234	
财务费用	614	571	536	757	
资产减值损失	-354	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	569	53	59	65	
营业利润	7927	9214	12482	16309	
营业外收入	69	69	69	69	
营业外支出	29	18	10	10	
利润总额	7967	9265	12542	16368	
所得税	2459	2594	3512	4419	
净利润	5508	6671	9030	11949	
少数股东损益	1306	1455	2547	3989	
归属母公司净利润	4202	5216	6483	7960	
EBITDA	8684	10029	13341	17472	
EPS (元)	2.45	3.04	3.78	4.64	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	28.7	26.8	32.3	32.3
营业利润(%)	27.2	16.2	35.5	32.4
归属于母公司净利润(%)	26.6	24.1	24.3	23.0
获利能力				
毛利率(%)	41.5	41.0	41.1	40.9
净利率(%)	13.12	12.82	11.45	13.1
ROE(%)	15.7	16.4	17.1	17.3
ROIC(%)	15.6	14.9	16.1	23.3
偿债能力				
资产负债率(%)	71.0	70.4	69.4	70.3
净负债比率(%)	8.7	22.1	23.8	-6.9
流动比率	1.64	1.60	1.63	1.58
速动比率	0.59	0.48	0.44	0.52
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.29	0.33	0.36
应收账款周转率	243	282	244	256
应付账款周转率	1.60	2.05	2.60	3.12
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.45	3.04	3.78	4.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-1.00	-0.39	11.40
每股净资产(最新摊薄)	15.56	18.50	22.02	26.29
估值比率				
P/E	6.63	5.34	4.31	3.50
P/B	1.04	0.88	0.74	0.62
EV/EBITDA	5	4	3	2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室

邮编：100031