

保利地产 (600048. SH)

股权激励计划点评：弱市中的一剂良药

 评级：**买入**

前次：

目标价(元)：

12.03-12.89

分析师

分析师

丁晨

周涛

S0740511070002

S0740510120015

021-20315131

021-20315158

dingchen@r.qlzq.com.cn

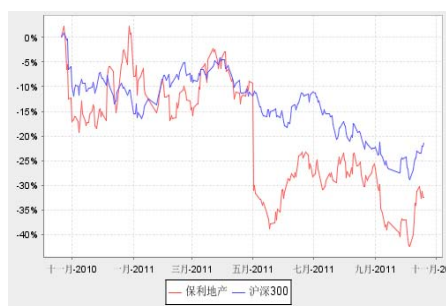
zhoutao@r.qlzq.com.cn

2011 年 11 月 5 日

基本状况

总股本(百万股)	5948.33
流通股本(百万股)	5843.23
市价(元)	9.97
市值(百万元)	59304.84
流通市值(百万元)	58256.99

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	22,986.6	35,894.1	53,575.0	64,048.5	76,216.3
营业收入增速	48.11%	56.15%	49.26%	19.55%	19.00%
净利润增长率	57.19%	39.80%	39.63%	31.26%	36.05%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.08	1.16	1.52	2.06
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	1.15	1.49	1.96
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	0.9%	2.0%	5.1%
市盈率(倍)	22.40	11.81	8.63	6.58	4.83
PEG	0.39	0.30	1.16	0.21	0.13
每股净资产(元)	7.13	6.49	7.44	8.95	11.01
每股现金流量	-0.33	-4.89	-2.06	1.03	1.14
净资产收益率	14.03%	16.56%	15.54%	16.94%	18.73%
市净率	3.14	1.96	1.34	1.11	0.91
总股本(百万股)	3,519.72	4,575.64	4,575.64	4,575.64	4,575.64

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

事件：

公司 5 日公布股权激励计划草案：

(1) 拟授予激励对象 5704 万份股票期权，涉及股票 **5704 万股**，占当前股本总额的 **0.959%**，激励对象总人数为 **179 人**，占公司员工总数的 **1.56%**，包括公司董事、高级管理人员及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的骨干和技术骨干，不包括独立董事、监事，也不包括持股 5% 以上的主要股东或实际控制人、或其配偶及直系近亲属；

(2) 授予的股票期权行权价格为 **9.97 元**，与其前一交易日收盘价相当。此次激励计划有效期为 **6 年**。授予的股票期权从授权日开始，经过两年的行权限制期，在之后的行权有效期内分三期各有 30%、30%、40% 的股票期权在满足行权条件前提下可行权；

(3) 授予业绩条件包括，公司在股票期权授权日前一会计年度净利润增长率不低于 20%，加权平均净资产收益率不低于 14%，营业利润占利润总额比重不低于 90%；

(4) 行权业绩条件为授权日之后三个会计年度 ROE 不低于 14%、14.5%、15%，净利润较授权日前一个会计年度的增长率不低于 50%、80%、120%，营业利润占利润总额比重大于 92%。

■ **激励对象以中高层管理人员为主，有利于在弱市中维持核心管理层稳定。**高层中公司总经理朱铭新以获授 56 万份为最多，其次是 8 位副总经理各获 48 万份，而中层管理人员子公司董事长、总经理、副总等人（37 人）所获授数量都在董事长宋广菊和四位董事之上。在当前行业经营环境最艰难，公司业绩压力最大，股价处于历史低位的时点适时推出股权激励方案无疑对维持公司核心管理层稳定，防止人才流失有显著作用，是弱市中的一剂良药。

- **行权条件略显平淡，业绩增长条件不及二线地产中南苏宁等，但与一线地产万科金地相当。**公司股权激励方案行权条件为为授权日之后三个会计年度 ROE 不低于 14%、14.5%、15%，净利润较授权日前一个会计年度的增长率不低于 50%、80%、120%，营业利润占利润总额比重大于 92%，如果授权日为 2011 年 12 月 1 日，那么即表示 2011-2014 年的净利润复合增长率为 22%，该条件相比公布股权激励预案不久的二线地产中南建设、苏宁环球、新湖中宝都略显平淡，但与今年和去年分别公布股权激励方案的一线地产万科和金地相当。
- **股权激励计划实施所带来的股本摊薄和管理费用增加对业绩影响微弱。**本次计划拟授予激励对象 5704 万份股票期权，涉及股票 5704 万股，占当前股本总额的 0.959%，假设全部行权，分摊到 6 年，对 EPS 摊薄的影响非常有限；而 2011 年至 2014 年每年增加的管理费用预计 1660 万至 5165 万不等，平均每年仅占 2010 年营业收入的 0.11%，因此对经营业绩影响微弱。
- **投资建议：**公司目前在上市房企中业绩锁定性最强，三季报显示的 795 亿预售款基本已经锁定了超过 2 元的 EPS，今明两年净利润 30%以上的复合增长率确定性较高。我们预计 2011 年-2013 年公司 EPS 分别为 1.16、1.52 和 2.06 元，净利润增长率分别为 40%、31%和 36%，RNAVPS 为 17.19 元，折价率 42%，是一线地产中低估值高弹性品种，给予“买入”评级。

图表 1：上市房企股权激励方案一览

名称	方案进度	激励总数 (万股/万份)	激励总数 占当时总 股本比例 (%)	行权价格	有效期 (年)	预案公告日	首次实施 公告日	期权行权特别条件
保利地产	董事会预案	5,704.00	0.959	9.97	6	2011-11-5		2012-2014年ROE不低于14%、14.5%、15%，较2010年的净利润增长率不低于50%、80%、120%，营业利润占利润总额比重大于92%
新湖中宝	董事会预案	27,336.00	4.4	5.19	4	2011-9-6		2011-2013年ROE不低于12%，净利润不低于15.6亿元、23亿元、35亿元；2011-2013年ROE不低于10%，净利润不低于11亿元、18亿元、27亿元
中南建设	董事会预案	3,000.00	2.57	12.30	4	2011-3-25		2011-2013年ROE不低于15%，净利润较2010年增长率同比不低于30%、70%、120%
苏宁环球	董事会预案	8,031.60	3.93	7.78	5	2010-12-28		2011-2014年ROE不低于20%、20.5%、21%、21.5%；净利润相比2010年增长不低于35%、80%、145%、230%
万科A	实施	11,000.00	1.0004	8.89	5	2011-3-23	2011-4-20	2011-2013年ROE不低于14%、14.5%、15%，净利润较2010年增长率同比不低于20%、45%、75%
中国宝安	实施	7,500.00	6.88	14.60	6	2010-11-2	2011-2-18	2011-2015年ROE不低于6%、6.5%、7%、7.5%、8%；净利润相比2010年增长不低于20%、44%、73%、107%、149%
世联地产	实施	1,088.00	5	34.10	5	2010-8-19	2011-2-22	2011-2014年ROE不低于11%、11.5%、12%、12.5%；净利润相比2010年增长不低于0%、15%、25%、35%，营业收入相对于2010年复合增长不低于15%
南国置业	实施	2,400.00	2.5	6.12	5	2011-6-28	2011-7-18	2011-2014年ROE不低于15%、15.5%、16%、16.5%；净利润相比2010年增长不低于25%、60%、100%、150%
冠城大通	实施	2,000.00	2.72	10.39	6	2010-7-29	2010-12-22	2010-2012年ROE不低于10%，净利润较2009年增长率同比不低于25%、55%、95%
卧龙地产	实施	2,201.40	3.04	9.32	4	2010-6-8	2010-6-24	2010-2012年ROE不低于13%，净利润较2009年增长率同比不低于80%、150%、200%
华业地产	实施	800.00	1.24	8.14	6	2011-5-5	2011-6-4	2011-2013年ROE不低于10%，净利润较2010年增长率同比不低于50%、100%、150%
金地集团	实施	9,937.00	4	14.12	7	2010-1-15	2010-3-20	2010-2012年ROE不低于10%，净利润较2009年复合增长率同比不低于20%，销售收入较2009年的年复合增长率不低于30%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2：预计期权费用摊销情况

行权期	摊销期限 (年数)	2011年 (万元)	2012年 (万元)	2013年 (万元)	2014年 (万元)
第一个行权期	2	1993.548	1993.547		
第二个行权期	3	1511.56	1511.56	1511.56	
第三个行权期	4	1659.864	1659.864	1659.864	1659.863
合计		5164.972	5164.971	3171.424	1659.863
占2010年营业收入比例		0.14%	0.14%	0.09%	0.05%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所