

相关研究:

股权激励是公司成长的重要一步

——保利地产(600048)股权激励计划点评

投资要点:

□ 保利地产推股权激励计划

保利地产拟授予激励对象 5704 万份股票期权, 涉及股票 5704 万股, 占当前股本总额的 0.959%, 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。激励对象总人数为 179 人, 占公司员工总数的 1.56%。

□ 期权收益面广, 主要目的激励中层管理者

总部助理总经理、中心总经理、子公司总经理、房地产子公司常务副总经理(31 人) 获得 1302 万股期权, 平均人均 42 万股, 专业子公司常务副总经理、总部中心及子公司副总经理、助理总经理(128 人) 获得 3496 万股期权, 平均人均 27.3 万股期权。而副总经理级别也仅每人获得 48 万股期权。而董事除去董事总经理外, 均只获 38 万股期权。

□ 激励计划能否实施还有待批准审议, 尚存在不确定性

包括国务院国有资产监督管理委员会审核同意、中国证券监督管理委员会备案无异议、公司股东大会审议批准等流程还有待于观察, 激励计划能否实施还有待于进一步观察。

□ 总体看授权和行权指标不苛刻, 但净资产收益率指标要求较高

授予业绩和行权业绩指标中最难实现的是平均加权净资产收益率。在授予业绩指标中: 加权平均净资产收益率不低于 14%; 在行权业绩指标中: 要求三个行权期加权平均净资产收益率依次分别不低于 14%、14.5%、15%。虽然说公司在 2009 年和 2010 年的加权净资产收益率均高于 18%, 但面对目前较为复杂的环境, 即维持高周转又维持高利润率还具有一定的难度。

□ 未来国有房地产上市公司推行股权激励值得期待

作为机制上的进步的示范效应, 国有房地产上市公司推行股权激励值得期待。包括已经执行过激励的首开股份(激励基金)和提出股权激励的华发股份都将受益。同时, 关注一些项目资质优良并且业绩尚未得到释放的国有房地产上市公司。

□ 保利地产市场化的重要一步

市场更关注的是保利地产的央企背景, 低廉而又充沛的土地储备和强大的融资能力, 但忽略的是保利地产的市场化能力。我们认为: 保利地产的竞争优势不仅仅体现在央企背景方面, 更重要的是市场化能力。包括围绕快速开发为核心战略的一系列措施, 强大的执行能力、随势应变的快销策略、散点式战略布局、量入为出的策略等都支持着保利地产的快速增长。

□ 股权激励属于利好, 维持买入评级, 略调低公司的业绩

我们调低公司 2011 年至 2013 年的业绩分别为 1.06 元、1.22 元、1.52 元, 对应 2011 年 11 月 3 日收盘价 PE 分别为 9.44 倍、8.19 倍、6.57 倍。

□ 提醒投资者注意房地产行业的整体风险

投资评级:

买入

当前价格: 9.97 元

目标价格: 12.00 元

目标期限: 6-12 个月

市场数据

总股本(百万股) 5948

A 股股本(百万股) 5948

B/H 股股本(百万股) -/-

A 股流通比例(%) 98

国务院国有资产监督 保利集团

第一大股东持股比例 23.9%

注: 2011 年 11 月 3 日数据

分析师: 苏多永

sdy3378@xcsc.com

执业证书编号: S0500511070003

联系人: 张化东

zhd3310@xcsc.com

(8621) 68634510-8051

表 1：保利财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	146672	166312	187330	214093	营业收入	35894	40794	49361	68118
现金	19151	300	350	6723	营业成本	23645	26516	32578	46320
应收账款	587	0	0	0	营业税金及附加	3584	3753	4541	6267
其他应收款	3664	4079	3949	4768	营业费用	803	734	839	1090
预付账款	13371	11932	13031	17602	管理费用	573	618	740	971
存货	109898	150000	170000	185000	财务费用	-102	-92	-11	-216
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	9	15	25	18
非流动资产	5656	5697	6663	7630	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	937	900	900	900	投资净收益	42	-15	0	0
固定资产	323	278	233	188	营业利润	7424	9234	10648	13668
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	30	0	0	0
其他非流动资产	4387	4510	5521	6532	营业外支出	50	0	0	0
资产总计	152328	172009	193993	221722	利润总额	7405	9234	10648	13668
流动负债	68897	80883	92192	110305	所得税	1899	2401	2768	3554
短期借款	450	6988	8899	750	净利润	5505	6833	7879	10114
应付账款	4210	4773	5212	7180	少数股东损益	585	554	639	1093
其他流动负债	64237	69123	78081	102375	归属母公司净利润	4920	6279	7241	9021
非流动负债	51411	53246	56043	55544	EBITDA	7522	9187	10682	13497
长期借款	47029	48829	51629	55429	EPS (元)	1.08	1.06	1.22	1.52
其他非流动负债	4382	4417	4413	115					
负债合计	120308	134130	148235	165849	主要财务比率				
少数股东权益	2311	2865	3504	4597	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	4576	5948	5948	5948	成长能力				
资本公积	13280	11907	11907	11907	营业收入	56.2%	13.7%	21.0%	38.0%
留存收益	11854	17159	24400	33420	营业利润	42.2%	24.4%	15.3%	28.4%
归属母公司股东权益	29709	35014	42255	51276	归属于母公司净利润	39.8%	27.6%	15.3%	24.6%
负债和股东权益	152328	172009	193993	221722	获利能力				
					毛利率 (%)	34.1%	35.0%	34.0%	32.0%
现金流量表					净利率 (%)	13.7%	15.4%	14.7%	13.2%
					ROE (%)	16.6%	17.9%	17.1%	17.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	8.2%	6.6%	6.9%	9.1%
经营活动现金流	-22370	-29172	-3761	15017	偿债能力				
净利润	5505	6833	7879	10114	资产负债率 (%)	79.0%	78.0%	76.4%	74.8%
折旧摊销	200	45	45	45	净负债比率 (%)	45.19%	49.14%	47.71%	40.51%
财务费用	-102	-92	-11	-216	流动比率	2.13	2.06	2.03	1.94
投资损失	-42	15	0	0	速动比率	0.53	0.20	0.19	0.26
营运资金变动	-27972	-36049	-11671	5072	营运能力				
其他经营现金	41	75	-4	2					

流									
投资活动现金流	-1857	-233	-1011	-1011	总资产周转率	0.30	0.25	0.27	0.33
资本支出	66	0	10	10	应收账款周转率	65	132	-	-
长期投资	-711	223	1000	1000	应付账款周转率	6.82	5.90	6.53	7.48
其他投资现金									
流	-2502	-10	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	28133	10554	4822	-7633	每股收益 (最新摊薄)	0.83	1.06	1.22	1.52
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.76	-4.90	-0.63	2.52
短期借款	142	6538	1911	-8149	每股净资产 (最新摊薄)	4.99	5.89	7.10	8.62
长期借款	26780	1800	2800	3800	估值比率				
普通股增加	1056	1373	0	0	P/E	12.05	9.44	8.19	6.57
资本公积增加	-1003	-1373	0	0					
其他筹资现金					P/B	2.00	1.69	1.40	1.16
流	1158	2217	111	-3284	EV/EBITDA	13	10	9	7
现金净增加额	3904	-18851	50	6373					

资料来源：公司公告

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。