

地产选股：基于股权激励的视角

—房地产行业专题报告

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2011 年 01 月 17 日

报告摘要:

● 实施股权激励的企业盈利能力较高，但成长性较弱

推出股权激励计划的企业 ROE 明显高于行业平均水平，说明其具有良好的盈利能力。但大部分企业净利润增长率低于行业平均水平，连续三年净利润增长率高于行业平均水平的公司数量为 0，连续两年净利润增长率高于行业平均的公司仅有 1 家，可见股权激励对企业成长性的提升并没有太大帮助。

● 短期内股权激励对公司股价有催化作用，长期不明显

股权激励推出前一个月多数公司跑赢行业指数，推出后仅对公司股价有短期催化作用，计划推出后 3 日获得超额收益的公司比例为 73.91%。但 60 日之后有超过一半的公司未获得超额收益，推出一年后获得超额收益的公司仅有 28.57%。股权激励在中长期对股价催化作用不明显。

● 强势市场低配股权激励股，平稳或弱势市场可增配

在行业基本面好，市场上行的时期，股权激励对公司股价上升的刺激作用不明显；而在行业平稳运行或基本面较差的时期，推出股权激励计划的公司多数可获得超额收益。因股权激励公司成长性低于行业平均，但对业绩锁定较好，在平稳或弱势市场更值得关注。

● 2011 年应积极参与推出股权激励计划的公司

综合之前的分析，我们在判断推出股权激励的公司是否具有投资价值时，需要先对行业基本面进行判断。我们认为 2011 年是地产行业平稳发展年，成交量小幅上升，房价保持稳定，政策调控成为常态。在行业平稳发展的时期，股权激励可作为选股重要思路之一，值得关注。

盈利预测与财务指标

重点公司	EPS			净利润增长率 %		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
万科	0.48	0.68	0.92	38.58	36.44	40.63
保利地产	1.06	1.05	1.48	31.7	41.0	40.6
华业地产	0.18	0.43	1.16	22.73	138.08	169.93
北京城建	1.15	1.18	1.29	160.6	23.7	8.8

资料来源：民生证券研究所

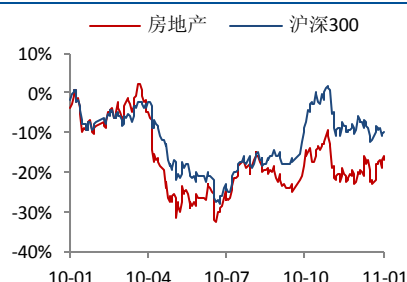
民生证券研究所

分析师：王新亮
 执业证书编号：S0100210060003
 电话：(8610)8512 7648
 Email: wangxinliang@mszq.com

分析师：赵若琼
 执业证书编号：S0100210090002
 电话：(8610)8512 7648
 Email: zhaoruqiong@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究

1. 《地产估值非陷“死循环”，看好一
季度表现》2011.1.4
2. 《2011 年投资策略报告：平稳发展
年，紧跟主线重在择时》2010.12.16
3. 《政策高压促房价短期调整，五因
素支撑长期上涨—中国房地产价格分
析报告》2010.10.18

目录

一、 实施股权激励的企业盈利能力较高，但成长性较弱	3
(一) 多数股权激励企业盈利能力好于行业平均水平	3
(二) 股权激励对公司的成长性没有明显提高作用	3
二、 短期内股权激励对公司股价有催化作用，长期不明显	4
三、 强势市场低配股权激励股，平稳或弱势市场可增配	5
(一) 在行业快速发展时期，股权激励对公司股价刺激作用小	5
(二) 行业平稳运行及悲观时期，股权激励公司更容易获得超额收益	6
四、 结论：2011 年应积极参与推出股权激励计划的公司	7
插图目录	9
表格目录	9

2010 年地产行业迎来企业股权激励密集出台期，截止 12 月 31 日共有 9 家企业公布股权激励方案或预案。那么进行股权激励的企业是否真的具有投资价值？我们统计了 2006 年以来实施激励计划的 21 家地产公司，本文将从计划公布后公司业绩及股价变动两方面入手找出答案。

一、实施股权激励的企业盈利能力较高，但成长性较弱

我们统计了地产行业做过股权激励的 21 家公司的财务数据，其中包括激励计划已终止实施的 9 家，以及做过两次股权激励的公司 5 家。计划终止实施的公司集中在 2008 年，因证监会新出台《股权激励有关事项备忘录》等新政策，以及当时市场环境发生变化。

（一）多数股权激励企业盈利能力好于行业平均水平

公司在进行股权激励后的三年中，净资产收益率明显高于行业平均水平。在我们统计的公司中，激励计划推出超过第一年的有 17 家，超过两年的为 15 家，超过三年的为 8 家。第一年到第三年 ROE 高于行业平均水平的公司占比分别为 88.24%，80%和 75%。其中激励计划推出超过三年的 8 家公司中，ROE 连续三年高于行业平均水平的公司 6 家，且没有连续三年 ROE 均低于行业平均的公司。可见多数推出股权激励的公司 ROE 水平较高，盈利能力好于行业平均。

表 1：多数公司 ROE 高于行业平均水平

名称	预案公告日	ROE (%)			与行业比较*		
		第一年	第二年	第三年	第一年	第二年	第三年
深振业 A	2006-02-24	10.44	17.55	16.15	15.15	12.02	6.11
万科 A	2006-04-28	12.65	16.55	14.48	5.24	5.62	5.14
华侨城 A	2006-06-02	17.65	21.2	20.79	12.12	11.16	14.93
福星股份	2006-09-22	19.94	16.37	12.17	14.41	6.33	6.31
泛海建设	2006-09-28	19.84	17.78	2.59	14.31	7.74	-3.27
中粮地产	2007-12-20	20.83	4.29	10.49	10.79	-1.57	-0.78
冠城大通	2008-01-03	23.42	15.12	18	13.38	9.26	6.73
广宇集团	2008-01-11	17.79	10.92	14.22	7.75	5.06	2.95
华发股份	2008-01-14	17.36	14.22	N.A.	11.5	2.95	N.A.
深长城	2008-01-29	0.38	14.07	N.A.	-5.48	2.8	N.A.
金地集团	2008-01-31	9.49	15.5	N.A.	3.63	4.23	N.A.
万业企业	2008-02-01	13.65	11.55	N.A.	7.79	0.28	N.A.
名流置业	2008-04-11	7.33	5.83	N.A.	1.47	-5.44	N.A.
新湖中宝	2008-05-30	20.61	19.72	N.A.	14.75	8.45	N.A.
银基发展	2008-07-16	9.61	7.98	N.A.	3.75	-3.29	N.A.
首开股份	2009-6-10	14.31	N.A.	N.A.	3.04	N.A.	N.A.
名流置业	2009-07-18	5.83	N.A.	N.A.	-5.44	N.A.	N.A.

资料来源：Wind，民生证券研究所

注*：与行业比较数值代表公司 ROE 减行业平均 ROE，正值为公司 ROE 高于行业平均水平，负值相反。

（二）股权激励对公司的成长性没有明显提高作用

统计数据显示，推出股权激励计划的公司成长性方面并没有明显优势。激励计划推

出后第一年至第三年净利润增长率高于行业平均的公司占比分别为 29.41%, 20%和 37.5%。计划推出后连续三年净利润增长率高于行业平均的公司个数为 0, 连续两年增长率高于行业平均的公司也仅有泛海建设 1 家。表明股权激励并没有对公司业绩增长有明显作用。

表 2: 多数公司净利润增长率低于行业平均水平

名称	预案公告日	净利润增长率 (%)			与行业比较*		
		第一年	第二年	第三年	第一年	第二年	第三年
深振业 A	2006-02-24	19.18	95.88	106.97	-54.84	-72.94	-11.97
万科 A	2006-04-28	70.17	110.81	-16.74	-98.65	-8.13	-24.06
华侨城 A	2006-06-02	15.24	35.6	22.26	-153.58	-83.34	14.94
福星股份	2006-09-22	61.36	20.43	4.06	-107.46	-98.51	-3.26
泛海建设	2006-09-28	247.31	152.54	-68.02	78.49	33.60	-75.34
中粮地产	2007-12-20	182.01	-69.52	163.01	63.07	-76.84	102.32
冠城大通	2008-01-03	14.4	-15.97	63.11	-104.54	-23.29	2.42
广宇集团	2008-01-11	67.69	-22.6	41.16	-51.25	-29.92	-19.53
华发股份	2008-01-14	81.61	4.37	N.A.	74.29	-56.32	N.A.
深长城	2008-01-29	-96.64	3828.84	N.A.	-103.96	3768.15	N.A.
金地集团	2008-01-31	-12.86	111.24	N.A.	-20.18	50.55	N.A.
万业企业	2008-02-01	-22.85	-20.01	N.A.	-30.17	-80.70	N.A.
名流置业	2008-04-11	6.59	-10.87	N.A.	-0.73	-71.56	N.A.
新湖中宝	2008-05-30	102.07	4.58	N.A.	94.75	-56.11	N.A.
银基发展	2008-07-16	-8.87	-10.02	N.A.	-16.19	-70.71	N.A.
首开股份	2009-06-10	63.25	N.A.	N.A.	2.56	N.A.	N.A.
名流置业	2009-07-18	-10.87	N.A.	N.A.	-71.56	N.A.	N.A.

资料来源: Wind, 民生证券研究所

注*: 与行业比较数值代表公司净利润增长率减行业平均净利润增长率, 正值为公司净利润增长率高于行业平均水平, 负值相反。

二、短期内股权激励对公司股价有催化作用, 长期不明显

我们对公司推行股权激励计划后不同时段公司股价相对于行业指数的涨跌幅进行了统计, 统计数据显示股权激励推出后仅对公司股价有短期刺激作用, 中长期作用不明显, 60 日之后有超过一半的公司未获得超额收益。

激励计划推出首日获得超额收益的公司比例为 65.22%, 推出后 3 日该比例上升至 73.91%, 5 日和 30 日后有超额收益的公司占比也在 60%以上, 而 60 日之后比例下降至 47.37%, 推出后一年获得超额收益的公司仅有 28.57%。

值得注意的是, 多数公司在股权激励预案公布前一个月股价表现较好, 在我们统计的公司中有 78.26% 的公司股权激励计划公布前一个月获得了相对收益。

表 3: 股权激励推动公司短期股价上涨, 长期作用不明显

名称	预案公告日	相对行业指数涨跌幅							
		推出前一月	首日	3 日	5 日	30 日	60 日	120 日	一年
深振业 A	2006-02-24	5.76%	-2.55%	-0.53%	4.37%	0.76%	16.48%	27.08%	-29.01%
万科 A	2006-04-28	-5.75%	-1.47%	1.73%	-4.89%	-18.30%	-24.62%	-0.79%	-31.41%
华侨城 A	2006-06-02	-13.06%	-7.15%	-9.16%	-11.94%	-17.48%	-24.09%	-18.70%	-107.38%
福星股份	2006-09-22	8.10%	5.06%	12.34%	13.97%	9.43%	13.89%	36.08%	-44.13%
泛海建设	2006-09-28	-2.27%	1.77%	1.85%	-3.50%	-10.82%	45.86%	73.29%	260.16%

中粮地产	2007-12-20	-3.25%	3.82%	3.41%	7.59%	29.21%	20.19%	-4.09%	10.63%
冠城大通	2008-01-03	21.92%	6.18%	11.24%	9.61%	8.04%	-1.85%	-5.40%	-12.72%
广宇集团	2008-01-11	8.03%	7.91%	9.55%	12.88%	28.87%	11.14%	-3.41%	-6.73%
华发股份	2008-01-14	16.90%	3.37%	4.69%	21.26%	17.42%	23.33%	12.94%	18.08%
深长城	2008-01-29	10.22%	8.38%	8.01%	5.87%	11.00%	-6.36%	-11.73%	-11.14%
金地集团	2008-01-31	13.39%	6.81%	8.26%	6.97%	-2.25%	-12.16%	-13.20%	-6.09%
名流置业	2008-04-11	-2.78%	-3.47%	-7.69%	-8.31%	-3.75%	-2.17%	-6.79%	-12.53%
首开股份	2009-6-10	3.63%	-1.95%	2.15%	-0.51%	6.12%	-3.22%	3.44%	-4.56%
名流置业	2009-07-18	7.50%	-0.46%	-1.59%	7.15%	11.98%	21.93%	10.29%	16.69%
金地集团	2010-01-15	0.02%	1.77%	1.43%	-0.55%	1.23%	3.16%	16.07%	
卧龙地产	2010-06-08	17.59%	-1.16%	0.19%	1.36%	-11.55%	-20.24%	-22.36%	
荣盛发展	2010-07-13	4.04%	3.67%	3.95%	5.38%	7.84%	10.66%	33.32%	
冠城大通	2010-07-29	15.12%	4.58%	7.07%	2.72%	-4.38%	-4.40%		
世联地产	2010-08-19	12.62%	4.14%	7.30%	13.79%	10.60%	-10.76%		
万科 A	2010-10-25	2.04%	-1.69%	-2.34%	-0.34	-4.52%			
中国宝安	2010-11-02	16.69%	4.22%	7.49%	9.85%	22.50%			
新潮中宝	2010-12-21	15.35%	1.33%	-2.27%	-3.07%				
苏宁环球	2010-12-28	5.90%	1.54%	3.28%	4.43%				
跑赢行业指数的公司占比		78.26%	65.22%	73.91%	65.22%	61.90%	47.37%	47.06%	28.57%

资料来源：Wind，民生证券研究所

三、强势市场低配股权激励股，平稳或弱势市场可增配

通过公司推行股权激励计划后的股价表现，可以看出：在行业基本面好，市场上行的时期，股权激励对公司股价上升的刺激作用不明显；而在行业平稳运行或基本面较差的时期，推出股权激励计划的公司多数可获得超额收益。

（一）在行业快速发展时期，股权激励对公司股价刺激作用小

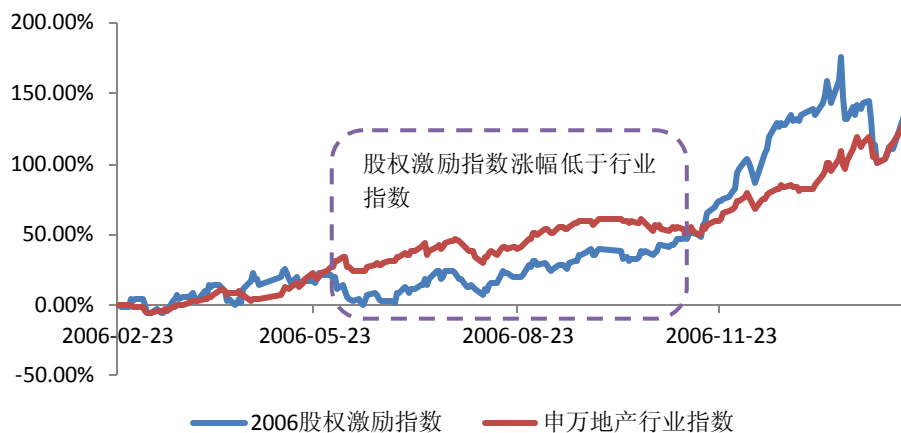
2006 年，2008 年和 2010 年是地产企业股权激励推出的三个相对集中时期，其中 2006 年推出股权激励计划的公司有 5 家，2008 年有 9 家，2010 年有 9 家。我们将这三组公司分别做出指数，来分析不同市场环境下股权激励对股价的推动作用。

2006 年推出股权激励计划的公司有深振业 A、万科 A、华侨城 A、福星股份和泛海建设。我们从深振业 A 激励计划出台的前一日（2 月 23 日）为基期，此后每家公司以推出激励计划的前一日加入指数，得出“2006 年股权激励指数”。同样的方法，我们做了“2008 年股权激励指数”和“2010 年股权激励指数”。

将 2006 年股权激励指数与地产行业指数比较，多数时期股权激励指数与行业指数走势一直或低于行业指数，仅在 11 月底至 2007 年初跑赢行业指数。截止一年，指数走势再趋一致。

2006 年行业基本面向好，且整个市场环境较优，可选择的投资标的众多，因此推行股权激励的公司并不容易获得超额收益。

图 1：2006 股权激励指数与行业指数走势相似，未获超额收益，且中期一度跑输行业指数

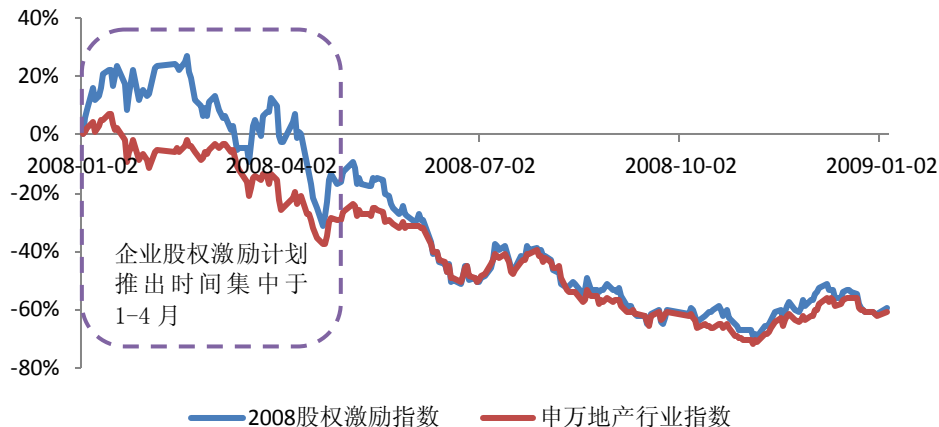


资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）行业平稳运行及悲观时期，股权激励公司更容易获得超额收益

我们的统计数据显示，在 2008 年和 2010 年，投资股权激励的公司可获得超额收益。

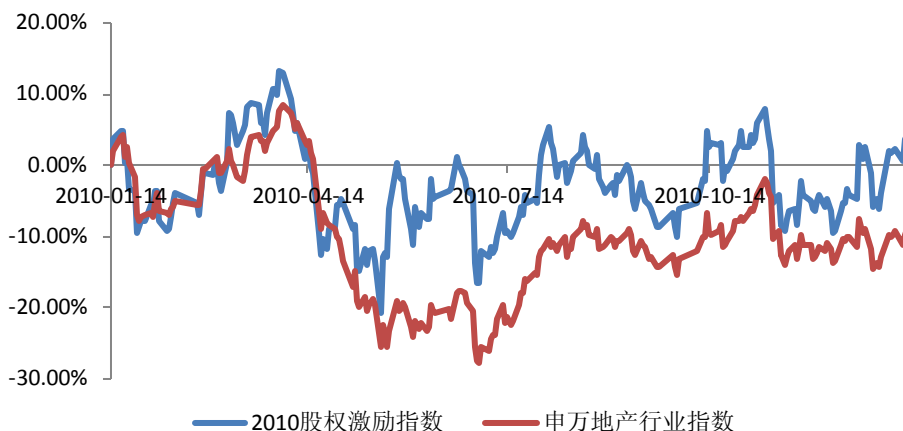
图 2：2008 股权激励指数获得相对收益，在股权激励集中出台的 1-4 月相对行业指数优势更明显



资料来源：Wind，民生证券研究所

2008 年股权激励指数在上半相对于行业指数获得超额收益，相对收益呈前高后低走势，因为我们统计的公司股权激励计划推出时间集中在 1-4 月，更进一步说明股权激励仅对公司股价有短期刺激作用。2008 年是行业基本面较差的时期，经济危机的悲观气氛笼罩市场，地产行业指数持续下行，市场可选的投资标的较少，投资股权激励被作为可提升公司未来业绩预期的不多因素之一，受到投资者关注。

图 3：2010 股权激励指数跑赢行业指数，且全年获得绝对收益



资料来源：Wind，民生证券研究所

2010 年股权激励指数明显跑赢行业指数，不仅获得相对收益，且于年末获得绝对收益。因 2010 年公司推出股权激励的时间较分散，因此在后期指数相对收益仍然明显。2010 年地产行业平稳运行，但迫于调控政策的压力，市场恐惧心理较严重，股权激励为股价带来强有力的催化作用。

在行业平稳运行或弱势市场中，公司推出股权激励计划后对指数有明显提振作用，因此在此平稳运行或是弱势市场中应增配推出股权激励的公司，可获得相对于行业的超额收益。

四、结论：2011 年应积极参与推出股权激励计划的公司

总结以上分析，股权激励对公司成长性没有明显提振作用，但可充分锁定预期，因此在行业快速成长期对股价的刺激作用不明显，在行业基本面差或者平稳运行时期可获得超额收益，其中短期收益更明显。根据以上结论，未来推出股权激励计划的公司是否具有投资价值，需要先对行业基本面进行判断。

2011 年是地产行业的平稳发展期，但房地产调控政策具有不确定性。我们对 2011 年行业的判断：

1) 成交量保持平稳增长，2011 年商品房成交面积增长 9.43%。

2) 短期内房价将保持稳定。三因素模型说明：企业内部资金压力促使降价动力逐步形成，但各大城市库存处于低位，且通胀背景公众预期对房价有支撑，三因素合力支撑房价平稳运行。

3) 地产行业调控常态化，未来两年仍不会放松。

在 2011 年地产行业平稳运行，且政策具有不确定性的大背景下，股权激励可作为选择投资标的的因素之一。未来一年实施股权激励的公司可跑赢行业指数，股权激励推出前 1 个月至后一个月有超额收益，平稳市场配置股权激励股可跑赢行业指数，建议 2011 年对推出股权激励的个股重点配置。

表 4：2010 年实施股权激励计划的公司相关指标

公司	推出时间	股权激励方案要求增长率	净利润增长率（%）			较行业平均			2011PE
			2007	2008	2009	2007	2008	2009	
金地集团	2010-01-15	20%	103.34	-12.86	111.24	-15.60	-20.18	50.55	10.04
卧龙地产	2010-06-08	80%	69.71	-14.72	33.27	-49.23	-22.04	-27.42	14.75
荣盛发展	2010-07-13	35%	64.18	30.33	64.43	-54.76	23.01	3.74	13.50
冠城大通	2010-07-29	25%	14.4	-15.97	63.12	-104.54	-23.29	2.43	6.70
世联地产	2010-08-19	15%（收入）	11.98	-17.74	127.27	-106.96	-25.06	66.58	20.97
万科 A	2010-10-25	20%	110.82	-16.74	32.15	-8.12	-24.06	-28.54	10.01
中国宝安	2010-11-02	20%	69.86	-13.02	26.49	-49.08	-20.34	-34.20	20.41
新潮中宝	2010-12-21	50%	74.61	102.07	4.58	-44.33	94.75	-56.11	12.13
苏宁环球	2010-12-28	35%	175.49	80.84	37.32	56.55	73.52	-23.37	10.07

资料来源：Wind，民生证券研究所

插图目录

图 1: 2006 股权激励指数与行业指数走势相似, 未获超额收益, 且中期一度跑输行业指数.....	6
图 2: 2008 股权激励指数获得相对收益, 在股权激励集中出台的 1-4 月相对行业指数优势更明显	6
图 3: 2010 股权激励指数跑赢行业指数, 且全年获得绝对收益	7

表格目录

表 1: 多数公司 ROE 高于行业平均水平	3
表 2: 多数公司净利润增长率低于行业平均水平	4
表 3: 股权激励推动公司短期股价上涨, 长期作用不明显	4
表 4: 2010 年实施股权激励计划的公司相关指标	8

分析师与行业专家简介

王新亮，房地产行业分析师，经济学硕士，曾在房地产公司从事投资管理工作 2 年，熟悉房地产项目运作流程，对房地产实务有深入了解。2008 年 6 月加入民生证券，从事房地产行业研究工作。

赵若琼，房地产行业分析师，中国农业大学硕士，2008 年加入民生证券。擅长估值模型建立，从数据出发对行业与公司基本面分析，负责地产行业与公司研究，估值模型建立与更新。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。