



2018.08.27

激励之道，规模之路

——房企拾企系列之激励篇（一）

	谢皓宇（分析师）	郝亚雯（分析师）
	010-59312829	010-59312829
	xiehaoyu@gtjas.com	haoyawen@gtjas.com
证书编号	S0880518010002	S0880518010005

摘要：

前十大房企的激励机制囊括了公司运营的各个层面和各层次的员工，最新的激励机制项目跟投将会成为越来越多房企选择的规模冲刺和高周转利器。

- **前十大房企主要有六大激励机制：期权激励、股权类激励、项目跟投、合伙人、奖金、其他。**采用最多的激励方式是奖金和期权激励。从各项激励机制的考核目的看，主要包括盈利性、成长性、周转性、成本管控、风险管控、其他这六大类。从激励对象覆盖范围看，期权和股权类主要是针对中高层，剩下四类可以根据情况将全部员工都包括进去。从实践看，多项机制是联合一起使用。目前能把这些方面基本上全都覆盖的机制是项目跟投和合伙人制度。万科和碧桂园是激励机制最复杂的两家公司。
- **期权激励：留住中高层的良器。**期权激励是一种偏中长期的激励机制，主要是用来鼓励和挽留高层员工，因此可以无业绩要求，经营业绩改善效果一般，8家房企采用过（除了绿地和华夏幸福）。期权激励主要集中在2006~2010年间采用，近几年有3家公司开始陆续继续启动，员工覆盖范围尚未超过7%，对应股票数量尚未超过10%。
- **股权激励：刺激高管的武器。**股权类激励也是一种偏中长期针对高管的激励机制，但是由于通常设立了业绩目标，因此对改善经营业绩有一定激励性。前十大房企中采取了股权类激励有4家公司，分别是万科、碧桂园、龙湖和华润。股权激励集中在2006~2009年间采用，激励对象覆盖范围较广，万科不超过8%，龙湖在12%左右；股票数量尚未超过5%。
- **项目跟投：激励前线员工的利器。**项目跟投是让员工以自有资金参与到项目中，相当于以劣后级LP的形式投资。所以参与项目跟投的员工不仅要实现项目利益的最大化，而且要严格控制风险，并且在获取项目层面具有很高的积极性。目前采取项目跟投的有万科、碧桂园和保利。项目跟投出现的时间在2014年，目前万科67%的项目参与到跟投，碧桂园则达到80%。
- **合伙人：全员运动的神器。**合伙人的本质是让员工分享到公司权益，实现利益共享和风险共担的目的。很多公司的合伙人制度本质是项目跟投，但是从更大的范围看，应该还可以让员工参与到决策层面，而不仅仅是执行层面。目前只有万科是真正意义的合伙人制度。
- **奖金：美好生活的必需。**十大房企都有奖金激励，包括节点奖（月度、季度奖等）和年度花红。奖金是最基本和最原始的一种激励方式，简单直接，对于各个层级的员工都适用。奖金适合简单的目标，例如销售、业绩等，但是对于难以量化的指标来说不适合，例如品牌度、客户忠诚度、新业务拓展进度等。绿地和华夏幸福基本上只靠奖金激励。

感谢萧廷瀚对本报告的贡献。

相关报告

房地产：《去杠杆进行时，销售数据持续上行》

2018.08.19

房地产：《销售稳增拿地下降，利差扩大过程暂缓》

2018.08.15

房地产：《去杠杆初期，数据继续上行》

2018.08.15

房地产：《超强执行力，央企优势规模再造，重回前三》

2018.08.13

房地产：《预期推盘加速，看好短期反弹行情》

2018.08.13

目录

1. 六大激励机制混合使用，由内而外自上而下激发	4
2. 期权激励：留住中高层的良器	6
2.1. 经营改善效果一般，但普适性较强	6
2.2. 万科：奖励多于激励	6
2.3. 保利：不断下坠去贴近目标	7
2.4. 融创：靠的是狼性精神	9
2.5. 恒大：激励范围大幅扩大	10
2.6. 碧桂园：以执行董事为主	12
2.7. 龙湖：客户和业务伙伴也可参与	13
2.8. 华润：调动参与感	13
2.9. 中海：以人才为本	14
3. 股权类：刺激高管的武器	15
3.1. 经营改善效果较好，普适性不高	15
3.2. 万科：归属条件有弊端	15
3.3. 碧桂园：等待期太长	16
3.4. 龙湖：覆盖人群较广	17
3.5. 华润：不直接持股，以资金兑现	18
4. 项目跟投：激励前线员工的利器	20
4.1. 激励基层员工冲规模非常有利，未来可能成为主流模式	20
4.2. 万科：基层员工的合伙方式	20
4.3. 碧桂园：基层员工的利润分享	22
4.4. 保利：破冰之旅	23
5. 合伙人制度：全员运动的神器	23
5.1. 绑定员工利益，利于增长和拓展新业务	23
5.2. 万科：集团层面持股，项目层面跟投	23
5.3. 其他公司：本质就是项目跟投	24
6. 其他设计：复杂了所有人的暗器	25
6.1. 万科的经济利润奖金：凭积分兑换奖金	25
6.2. 碧桂园的成就共享：奖金+购股权计划	25
7. 奖金：美好生活的必需	26

图表目录

图 1：多项激励机制通常混合使用，前期主要以管理层为激励对象，后期主要以基层人员为激励对象	5
图 2：前十大房企中，规模越大激励机制越复杂	6
图 3：万科的考核目标设定较低，只要保持之前的表现水平就能申请行权	7
图 4：保利的净利润增速和周转率不断下降去贴近考核线	8
图 5：保利的 ROE 一直高于考核水平	9
图 6：融创的净利润增速和 ROE 在近两年才出现大幅增长，与购股权激励无明显关系	10
图 7：恒大的净利率在 2016 年反转，销售和管理费用率出现下降	11

图 8: 恒大在 2017 年以前实行“三高一低”的策略, 实现了销售规模的大幅增长.....	11
图 9: 万科因为股价未满足条件, 而使得 2007 年计划终止	16
图 10: 碧桂园的员工激励计划在 2017 年底累计持有 1.08 亿股股份 ..	16
图 11: 龙湖限制性股票计划在 2017 年底累计买入约 7715 万股股票 ..	18
图 12: 龙湖在 2014~2017 年间净利润增速为 15%, ROE 平均为 17% 18	
图 13: 截止 2016 年底, 受托人累计以 11.8 亿港元的代价购入公司 8763 万股.....	19
图 14: 华润从 2010 年开始归属限制性股份, 累计归属 9290 万股	19
图 15: 万科自实施项目跟投以来, 现金流和成本管控有明显改善	21
图 16: 2016 年底碧桂园的跟投项目占比 80%.....	22
图 17: 碧桂园自 2014 年实施项目跟投以来, 在手项目大幅增长, 回报率大幅提升	22
表 1: 从六大类激励机制看, 10 家房企采用最多的是奖金和期权激励 4	
表 2: 项目跟投和合伙人制度将房企的盈利性、成长性等六大指标均纳入考量.....	5
表 3: 除期权和股权外, 其他激励机制基本上能把公司所有员工都覆盖进去.....	5
表 4: 万科 2011 年的股票期权计划主要考核 ROE 和净利润增速	7
表 5: 保利的第一期期权计划考核净利润增长率、ROE 和营业利润/利润总额, 并与同行相比.....	8
表 6: 保利第二期的期权计划考核指标将营业利润/利润总额调整为资产周转率.....	8
表 7: 融创的购股权激励主要是针对高层, 保持每年授予一次的频率 10	
表 8: 恒大的购股权激励覆盖人群在 2017 年大幅增加	11
表 9: 碧桂园的购股权激励以执行董事为主要对象, 且静默期较长 ...	12
表 10: 龙湖的购股权计划参与范围广泛, 可以包括客户和业务伙伴 ..	13
表 11: 华润的期权计划旨在加强参与者对公司的承担	13
表 12: 中海的期权计划从鼓励员工贡献到后来旨在吸纳人才	14
表 13: 万科的 3 年限制性股票激励计划只有前两年完成业绩目标	15
表 14: 龙湖首次公开发售前实施过两次股份奖励计划, 旨在表彰员工的早期贡献.....	17
表 15: 万科的项目跟投经过 4 年的探索, 2017 年底跟投项目占比 67%	20

有人说，作为同质化很严重的行业，身处其中的房企是应该去顺应市场，但又每每在谈及房企战略的时候，又更愿意让房企做到逆周期。在以自上而下作为研究手段的时候，顺应市场和逆周期是难两全的决策，因此，有必要做一次大的视角切换。考虑到房地产行业的周期性，因此，在决策判断方向上，也会存在波动，然而，不论方向如何，都会存在统一的决策机制，我们尝试开启新的研究系列，自下而上的不断丰富企业间差异，并以员工的切身利益作为研究的开端。

本篇报告从激励机制的角度来看行业 TOP10 的房企的发展路径。从前十大房企的薪酬和激励制度看，主要是提供行业内具有竞争力的薪酬和一系列的奖金和福利。激励手段从物质上升到精神层面。考核目标涵盖盈利性、成长性、周转性、规模性、成本管控、资金、留任长短等等。激励的期限从短期到中长期。激励的对象从集团和高层管理人员不断往基层和一线员工下沉，甚至包括客户和合作方。

1. 六大激励机制混合使用，由内而外自上而下激发

从前十大家房企的激励机制看，简单分为六大类：期权激励（购股权激励）、股权类激励（限制性股票激励、员工持股计划）、项目跟投、合伙人、奖金（销售奖、年终奖、加薪等）、其他（福利、职业晋升、惩罚）。从公司公告的情况看，万科和碧桂园是仅有的两家公司把以上六类激励机制均覆盖的公司。采用最多的激励方式是奖金激励和期权激励。

表 1：从六大类激励机制看，10 家房企采用最多的是奖金和期权激励

	期权激励	股权类激励	奖金激励	项目跟投	合伙人	其他
万科	✓	✓	✓	✓	✓	✓
中国恒大	✓		✓			✓
碧桂园	✓	✓	✓	✓	✓	✓
保利地产	✓		✓	✓		✓
融创中国	✓		✓			
绿地控股			✓			
龙湖地产	✓	✓	✓			
华夏幸福			✓			✓
华润置地	✓	✓	✓			✓
中海地产	✓		✓			✓

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

从各项激励机制的考核和目的看，简单可以分为六大类：盈利性（利润情况、ROE、ROIC 等）、成长性（销售规模和增长、业务扩张和创新等）、周转性（项目周期、资产和存货周转率等）、成本管控（土地、建设、营销等）、风险管控（负债率、回款率等）、其他（产品质量和创新、客户满意度、雇员满意度和忠诚度等）。通常情况下，期权和股权类激励仅就公司业绩、回报、雇员留任方面为重点目标，而项目跟投和合伙人制度是从各个方面去考量，是地产行业最新和最受关注的两个机制。

表 2: 项目跟投和合伙人制度将房企的盈利性、成长性等六大指标均纳入考量

	期权激励	股权类激励	奖金激励	项目跟投	合伙人	其他
盈利性	✓	✓	✓	✓	✓	✓
成长性	✓	✓	✓	✓	✓	✓
周转性				✓	✓	
成本管控				✓	✓	
风险管理				✓	✓	
其他	✓	✓	✓	✓	✓	✓

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

从激励对象覆盖范围看，如果按照公司三级架构，集团是高层，区域或者部门公司是中层，城市或者一线是基层；或者按照职级的三级架构分类，集团管理层是高层，区域/部门以及城市/一线负责人是中层，剩下的员工是基层，那么期权和股权类主要是针对中高层，剩下四类可以根据情况将全部员工都包括进去。比较特殊的是，个别公司还有针对客户和合作方的感恩和奖励，主要存在于期权和股权类方式（分别是龙湖和华润采取的方式）。

表 3: 除期权和股权外，其他激励机制基本上能把公司所有员工都覆盖进去

	期权激励	股权类激励	奖金激励	项目跟投	合伙人	其他
高层	✓	✓	✓	✓	✓	✓
中层	✓	✓	✓	✓	✓	✓
基层			✓	✓	✓	✓
外部人员	✓	✓				

数据来源：国泰君安证券研究

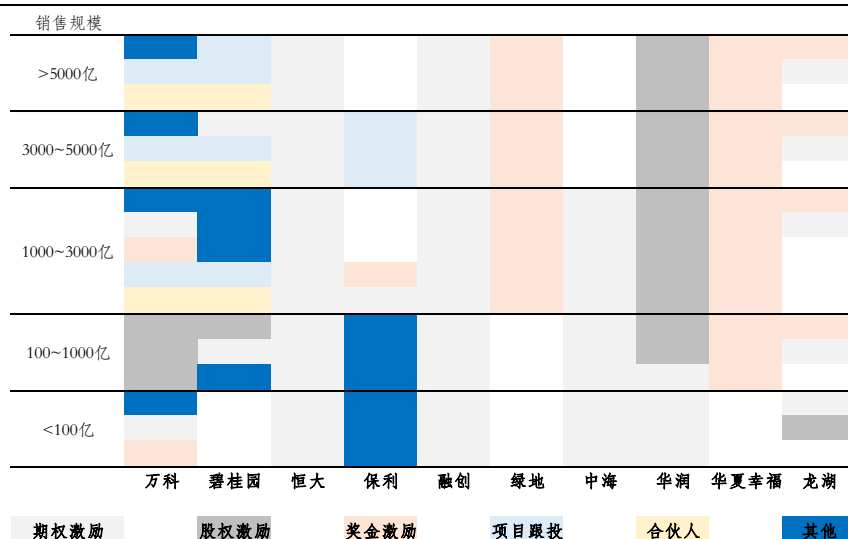
从当前实践手段看，多项机制是联合一起使用，从短期到长期，从高层到基层，从物质到精神。而目前能把这些方面基本上全都覆盖的机制是项目跟投和合伙人制度。期权、股权类激励主要针对集团运营管理层面，激励对象以中高层管理人员为主；而销售奖金、项目跟投、合伙人等都是从业务的实际操作和运营层面进行激励，激励对象以基层员工为主。

图 1: 多项激励机制通常混合使用，前期主要以管理层为激励对象，后期主要以基层人员为激励对象

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
期权激励		中海				华润	碧桂园	恒大	恒大	万科		保利				保利	碧桂园	中海
股权激励						万科	龙湖	碧桂园	龙湖									
奖金激励				万科				华润	龙湖		华夏幸福			万科	绿地	保利		
项目跟投														万科				保利
														碧桂园				
合伙人														万科				
														碧桂园				
其他	万科					保利	保利					碧桂园						

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：前十大房企中，规模越大激励机制越复杂



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

本篇报告将从前十大房企采取上述激励机制的比例、效果、适用性来评判该项激励机制的应用情况。

2. 期权激励：留住中高层的良器

2.1. 经营改善效果一般，但普适性较强

1) 期权激励是前十大房企采取最多的激励方式之一，8 家房企均采用（除了绿地和华夏幸福），占比 80%。期权激励是一种中长期针对高管和核心骨干（3 年及以上）的激励方式，由两个部分组成，授权和行权。因此一般会有两个条件，授予时的条件，以及行权时的条件，这样将整个激励的过程拉长，是一种偏中长期的激励机制。

2) 期权激励如果设置了业绩条件，例如净利润和 ROE 等等，公司通常能达到。但是如果设置的时间太长和频率太高，那么会有压低业绩的动力，同时激励性也会较差。期权激励以奖励和表彰出发的初衷比较好，而不是设置目标让公司去达到。

3) 期权激励适合所有公司，特别是人才是核心竞争力的公司。房地产早期时候，拿地能力、融资渠道是核心竞争力，这些都跟员工的个人能力有关。期权激励的核心优点是绑定公司与经营管理层利益，留住高管和骨干人才；缺点是约束性较小、难以激发授权对象的全部潜力、会稀释公司所有者的股权。

2.2. 万科：奖励多于激励

万科采取过两次期权激励计划，分别是 1993-1995 年为期 9 年的首期职员持股计划，以及 2011-2013 年的股票期权计划。其中 2011 年这次拟向激励对象授予 11,000 万份股票期权，占当时总股本的 1.0004%；激励对象 851 人（含地产和物业，集团总部、区域公司和城市公司），占在册员工总数的 3.94%，有效期 4 年，股票期权行权价格 8.89 元；股票来源为定向发行。万科的行权业绩指标主要是摊薄 ROE 和归母净利润增长率。

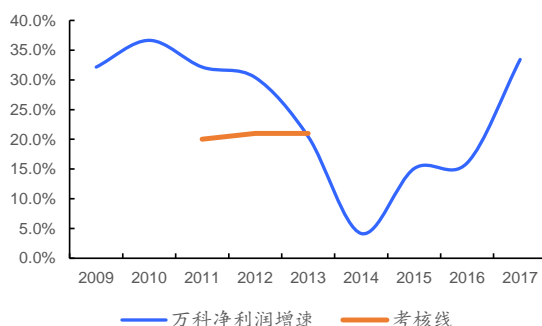
表 4: 万科 2011 年的股票期权计划主要考核 ROE 和净利润增速

时间段	T		T+1		T+2	
万科	目标	实际	目标	实际	目标	实际
行权份额	第一个行权期 40%		第二个行权期 30%		第三个行权期 30%	
摊薄 ROE	$\geq 14\%$	2011 年 18.2%	$\geq 14.5\%$	2012 年 19.7%	$\geq 15\%$	2013 年 19.7%
归母净利润增长率	$T/T-1 \geq 20\%$	2011/2010 年 32.2%	$T+1/T-1 \geq 45\%$	2012/2010 年 72.3%	$T+2/T-1 \geq 75\%$	2013/2010 年 107.6%

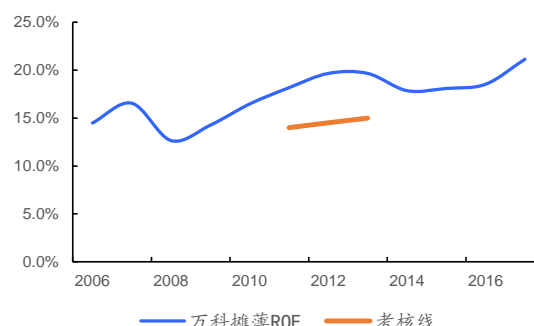
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

从 2011 年开始摊薄 ROE 要不低于 14%（每年 0.5%递增），归母净利润转换成每年的增速看，第一年增速不低于 20%，后面两年平均每年增速不低于 21%。从公司 2009 年以来看，摊薄 ROE 就在 14.3%以上，归母净利润每年增速不低于 30%。也就是说万科的计划以奖励为主，只要不比之前差，然后每年的员工内部考核达到及格及以上就能申请当期股票期权的行权。

图 3: 万科的考核目标设定较低，只要保持之前的表现水平就能申请行权



数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

点评：万科的期权激励计划主要考核的是净利润增速和 ROE。从净利润增速看，全行业自 2006 年以来便处于下行趋势，因此万科在期权计划期间净利润增速下行受到行业的一定影响。万科的净利润增速和 ROE 均高于考核线。因此，万科的期权计划以奖励为主，而非以冲刺某个目标而定。实施该计划对公司的该两项指标没有明显影响。

2.3. 保利：不断下坠去贴近目标

保利同样采取过两期期权激励，分别是 2012-2017 年，以及 2016-2021 年。其中 2012 年实施这期拟授予 5666 万份股票期权，占总股本的 0.953%；激励对象 178 人（包括公司总部职能管理中心（办公室）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），占比

1.56%，有效期 6 年；行权价格 9.97 元；股票来源为定向发行。首个激励计划中第三期由于未达到可行权条件而自动失效。

表 5：保利的第一期期权计划考核净利润增长率、ROE 和营业利润/利润总额，并与同行相比

时间段	T-1		T	T+1		T+2		T+3	
保利首期	目标	实际	授权年份 2012 年	目标	实际	目标	实际	目标	实际
行权份额	授予条件			第一个行权期 30%		第二个行权期 30%		第三个行权期 40%	
净利润增长率	>=20%	39.8%		2011-2013 年 CAGR >=21%	30%	2012-2014 年 CAGR >=21%	22.96%	2013-2015 年 CAGR >=21%	19.4%
加权平均 ROE	>=14%	20.2%		>=14%	23.0%	>=14.5%	21.3%	>=15%	18.6%
营业利润/利润总额	>=90%	98.9%		92%	99%	92%	100%	92%	99%
其他条件	各年度归母净利润及归母扣非净利润均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。 上述指标不低于对标企业相同指标的 75 分位水平。								

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

第二期计划拟授予 13035 万份股票期权，占总股本的 1.212%；激励对象 688 人（包括公司总部职能管理中心（办公室）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），占比 2.18%。该计划有效期 6 年，自授予日起 2 年为等待期，之后分为三个行权期进行行权，三个行权期的行权数量分别为授予期权总数的 33%、33%、34%。行权价格 8.75 元；股票来源为定向发行。

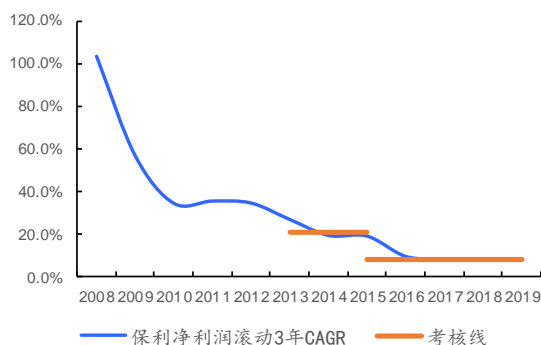
表 6：保利第二期的期权计划考核指标将营业利润/利润总额调整为资产周转率

时间段	T-1		T	T+1		T+2		T+3	
保利第二期	目标	实际	授 权 年 份 2016 年	目标	实际	目标	实际	目标	实际
行权份额	授予条件			第一个行权期 33%		第二个行权期 33%		第三个行权期 34%	
净利润增长率	2013-2015 年 CAGR>=8%	13.6%		2015~2017 年 CAGR >=8%	8.1%	2016-2018 年 CAGR>=8%	-	2017-2019 年 CAGR >=8%	-
加权平均 ROE	>=14%	18.5%		>=14%	16.32%	>=14.5%	-	>=15%	-
资产周转率	>=0.25	0.32		>=0.25	0.25	>=0.25	-	>=0.25	-
其他	各年度归母净利润及归母扣非净利润均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。 上述指标不低于对标企业相同指标的 75 分位水平。								

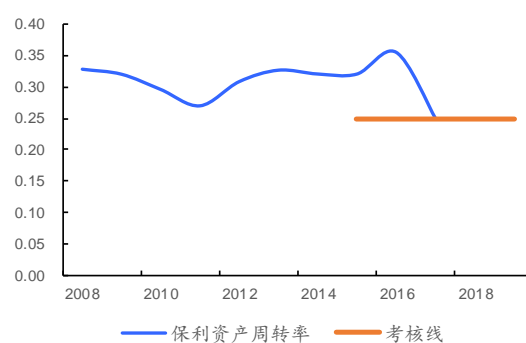
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

从公司考核的指标看，第一期是净利润、加权平均 ROE 和营业利润/利润总额；第二期是净利润、加权平均 ROE 和资产周转率。其中，ROE 指标没有调整过，净利润从累计涨幅调整为年均涨幅，同时替换营业利润/利润总额为资产周转率。最后一项指标的调整意味着公司的侧重点发生转移，从控制营业外收支，到加强公司的经营性。公司过去三年的滚动净利润增长率均高于 8%，公司的考核难度有所放宽。但是公司指标从大幅优于行权条件不断下降接近行权条件。

图 4：保利的净利润增速和周转率不断下降去贴近考核线



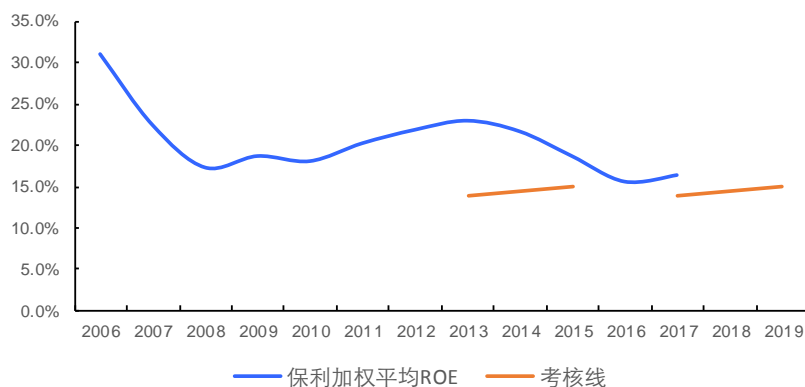
数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：保利的净利润口径为归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，同时如果有以发行股票收购资产的行为，则应剔除这部分新增资产带来的净利润数额。为方便计算，此处采用的是净利润指标。因此具体每年公司的业绩结果以公司公告为准。

图 5：保利的 ROE 一直高于考核水平



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

点评：保利的各项指标一开始是高于目标线的，但是随着计划的推进，公司的净利润增速和周转率不断下行去贴近目标线，第一期计划甚至在最后一年没有完成目标而失效。这是因为公司考量的是滚动3年的利润增速，为了使后期解锁容易，前期指标越低越好，即2017年及以前的业绩增速越低越有利于后期的解锁。2018年和2019年具备上行的动力，前提是没有新增的同样考核办法的激励机制。因此，这样的激励机制其实还是以保目标为主，没有起到激励作用。最后，保利的净利润口径非常复杂，解锁条件也很复杂，一定程度上会负面影响员工的执行力。

2.4. 融创：靠的是狼性精神

融创自2010年上市以来，除了首次公开发售前的购股权计划和雇员股份奖励计划（已失效），还实施了两期首次公开发售后购股权计划。上市前的购股权计划授予对象121人（包括5名董事和13名高层），占2010年底雇员总人数的6.1%；授予5108万份，占比上市后总股本的1.67%；行权价格为IPO价格的80%。2011年采纳的购股权计划，旨在激励雇员提高股东利益及公司股份价值，并吸引和挽留高素质工作伙伴。授予数量不超过9990万股，不超过总股本的3.33%。授予对象包括

公司董事、区域董事长、联营公司高管等。每一次授权的行使期为三年（当年 30%，第二年 30%，第三年 40%）。2014 年融创采取新购股权计划，授予数量不超过 1.66 亿股，不超过总股本的 5%，期限六年。

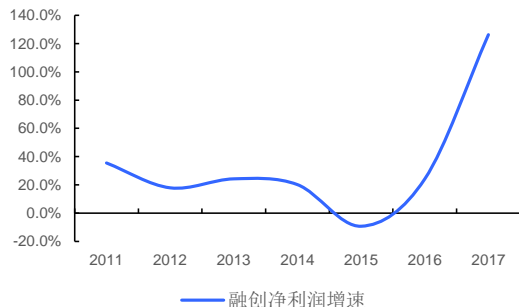
表 7：融创的购股权激励主要是针对高层，保持每年授予一次的频率

	首次公开发售前购股权计划	首次公开发售后购股权计划			新购股权计划			
时间段	2010 年	2011 年			2014 年			
总规模	5108 万股	<=9990 万股			<=16637 万股			
占比	1.67%	<=3.33%			<=5%			
授予时间	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
规模	5108 万股	3990 万股	2910 万股	3090 万股	3327 万股	3327 万股	3992 万股	5992 万股
占比	1.67%	1.33%	0.97%	0.93%	1%	1%	1.17%	1.40%
授予人数	121	141	-	117	-	-	-	-
占比	6.1%	4.7%	-	2.00%	-	-	-	-
职位	5 名董事、 8 名高层（城市公司总经理、 部门总）、 108 名其他雇员	5 名董事、 7 名高层（副 总裁、城市公 司总经理）、 129 名其他 雇员	5 名董事、 高级管理 层及其他 雇员	5 名董事、 高级管理 层及其他 雇员	6 名董事、 高级管理 层及其他 雇员	5 名董事、 高级管理 层及其他 雇员	5 名董事、 高级管理 层及其他 雇员	6 名董事、 高级管理 层及其他 雇员
备注	除非另外声明，否则无须达到任何业绩目标							

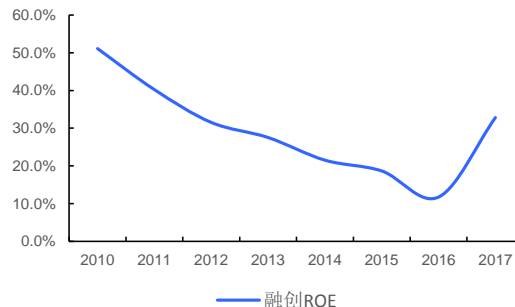
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

根据融创公告，除非董事会另行说明，否则不须达到任何业绩目标。从融创 2010 年上市以来的业绩增速看，近 7 年的年均复合增速为 32%，平均 ROE 为 29.4%。

图 6：融创的净利润增速和 ROE 在近两年才出现大幅增长，与购股权激励无明显关系



数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

点评：融创强调的是精神激励。融创只有购股权和花红的激励机制，但还是从 2012 年的第 18 名冲到 2017 年的第 4 名。融创的购股权激励主要集中在董事、高管及其他雇员。因此公司靠购股权挽留高层人员，靠花红激励基层人员。随着公司区域快速扩张，为内部也创造了一定的职业升迁路径，同样激励内部员工奋斗。融创的净利润增速和 ROE 在近两年才出现大幅增长，与购股权激励无明显关系。

2.5. 恒大：激励范围大幅扩大

恒大在 2009 年上市前采纳了首次公开发售前的购股权计划，上市后采纳了首次公开发售后的购股权计划。发售前计划授予数量 2.08 亿股，占比总股本的 1.39%。首次公开发售后的购股权拟授予数量不超过 15 亿

股，占比不超过 10%，期限 10 年。公司不定期授予，分别在 2010 年、2014 年和 2017 年。恒大的激励规模和覆盖人群出现大幅扩大，2010 年覆盖人群占总员工数的 0.7%，2014 年仅 0.1%，到了 2017 年达 6.4%。

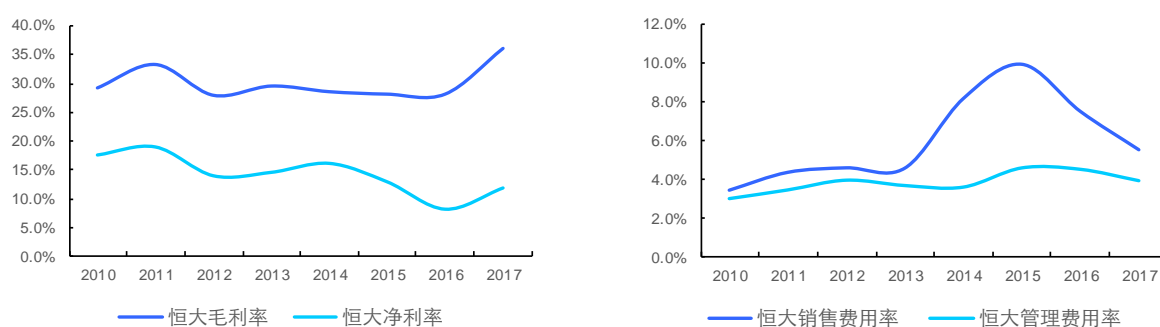
表 8: 恒大的购股权激励覆盖人群在 2017 年大幅增加

	首次公开发售前购股权激励计划	首次公开发售后购股权激励计划		
时间段	2009 年	2010~2020 年		
总规模	2.08 亿股	<=15 亿股		
占比	1.39%	<=10%		
授予时间	2009 年	2010 年	2014 年	2017 年
规模	2.08 亿股	7.13 亿股	5.3 亿股	7.4 亿股
占比	1.39%	4.75%	3.63%	5.70%
授予人数	-	137	101	7994
占比	-	0.7%	0.1%	6.4%
职位	董事和其他雇员	7 名董事及 130 名雇员	8 名董事和 93 名雇员	5 名董事和 7989 名管理干部

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

恒大推行业务部门成本费用与经营业绩、薪酬奖励挂钩的考核机制，追求合理控制土地和建筑等重大开支，加紧对各业务单位的成本费用考核管理。从公司的毛利率和净利率看，毛利率自上市以来一直维持在 28% 及以上的水平，净利率在 2014 年以来出现下降，但是 2017 年开始出现好转，为 12%。恒大的销售费用率在 2014 年以来出现近翻倍的增长，管理费用率维持在近 4% 的水平。2017 年，公司从“三高一低”（高负债、高杠杆、高周转、低成本）向“三低一高”（低负债、低杠杆、低成本、高周转）的经营模式进行转换。存货周转率的变化不明显，但是公司实现了销售规模的大幅增长，得益于经营杠杆和财务杠杆的利用，也就意味着高杠杆和高周转。

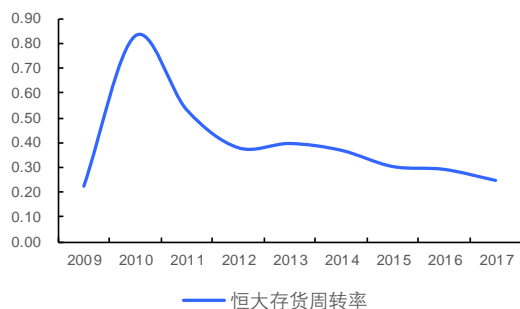
图 7: 恒大的净利率在 2016 年反转，销售和管理费用率出现下降



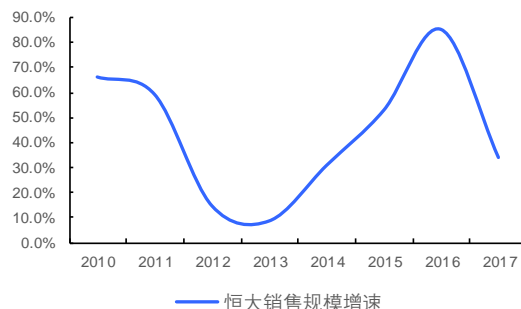
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 8: 恒大在 2017 年以前实行“三高一低”的策略，实现了销售规模的大幅增长



数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

点评：恒大的购股权激励自 2009 年实施以来，净利润增速较低，但是销售规模出现大幅增长。由于公司强调成本管控，公司在行业毛利率下行期间 2011~2016 年期间还是能保持基本持平。恒大购股权计划最大的亮点在于 2017 年授予对象大幅增加，从百名员工增至近万名员工，这意味着员工积极性将被大幅调动。公司从“三高一低”向“三低一高”转变，预计未来将看见公司负债率得到改善。

2.6. 碧桂园：以执行董事为主

碧桂园上市以来实施了四类期权激励计划。2007 年公司批准购股权计划，直到 2012 年首次授出，有效期 10 年，目的在于奖励参与者，合格参与者包括公司及其附属公司的雇员（含执行和非执行董事），实际参与人士基本上均为执行董事或主要股东关联人。第二类是 2017 年采纳新的购股权计划，有效期 10 年，截止到最新授予对象均为公司执行董事。第三次是 2012 年开始实行的“成就共享”项目奖励制度，其中包括奖金和购股权两部分。第四次是 2016 年的利润分享奖励计划。

表 9：碧桂园的购股权激励以执行董事为主要对象，且静默期较长

	购股权计划					新购股权计划			
时间段	2007-2017 年					2017-2027 年			
总规模	<=16 亿股					<=21.34 亿股			
占比	<=10%					<=9.82%			
授予时间	2012 年	2013 年	2016 年 3 月	2016 年 5 月	2016 年 8 月	2017 年 5 月	2017 年 8 月	2017 年 12 月	2018 年 3 月
规模	300 万股	617 万股	243 万股	160 万股	127 万股	290 万股	98 万股	66 万股	95 万股
占比	0.02%	0.03%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.005%	0.003%	0.004%
授予人数	3	-	3	2	2	4	2	2	2
占比	0.01%	-	0.003%	0.002%	0.002%	0.003%	0.002%	0.002%	-
职位	3 名独立非执行董事	2 名执行董事，1 名项目总经理及其他	3 名执行董事	2 名执行董事	2 名执行董事	4 名执行董事	2 名执行董事	3 名执行董事	2 名执行董事
备注	有效期至 2022 年	行使期 2018~2023 年	行使期 2021~2026 年	行使期 2021~2026 年	行使期 2021~2026 年	行使期 2022~2027 年	行使期 2022~2027 年	行使期 2022~2027 年	行使期 2023~2028 年

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

点评：碧桂园的购股权激励主要以执行董事为主，2007 年的目的在于奖励，2017 年的目的在于使参与人士与集团利益绑定。从授予日到首次行权间隔 5 年，也就意味着碧桂园主要是想留住集团高管人才。碧桂园上市以来至 2017 年底一共离职 7 名高管，职位包括总裁、副总裁、首席财务官、联席总裁、公司秘书等。这些高管基本上不在购股

权计划授予对象中。

2.7. 龙湖：客户和业务伙伴也可参与

龙湖实施过两次购股权计划，分别是 2007 年采取的首次公开发售前购股权计划和 2009 年采纳的首次公开发售后购股权计划。其中首次公开发售前购股权计划，旨在表彰高管人员的贡献和挽留该等人员；首次公开发售后购股权计划旨在鼓励参与者为公司和股东创造价值。根据计划计划，参与人员可以为集团成员公司的任何董事（包括执行董事、非执行董事和独立非执行董事）及雇员，以及董事会认为已对或将对龙湖做出贡献的任何成员公司的任何顾问、专业顾问、分销商、承包商、合约制造商、供应商、代理人、客户、业务伙伴及服务提供商。

表 10: 龙湖的购股权计划参与范围广泛，可以包括客户和业务伙伴

	首次公开发售前购股权计划	员工购股权计划			
时间段	2007 年	2009 年			
总规模	3794 万股	-			
占比	0.95%	<=10%			
授予时间	2007 年	2009 年	2011 年 1 月	2011 年 9 月	2014 年
规模	3794 万股	1060 万股	4600 万股	1.5 亿股	1.1 亿股
占比	0.95%	-	-	-	-
授予人数	6	6	-	-	-
占比	-	0.1%	-	-	-
职位	6 名高管（含 2 名执行董事）	5 名董事，1 名高管	1 名执行董事，若干高级管理人员及雇员	10 名董事，1 名董事配偶，若干高级管理人员及雇员	2 名董事，若干高级管理人员及雇员
备注	于授出购股权时，公司可指明可行使购股权前须达到的任何业绩目标				
参与范围	集团成员公司的任何董事（包括执行董事、非执行董事和独立非执行董事）及雇员，以及董事会认为已对或将对龙湖做出贡献的任何成员公司的任何顾问、专业顾问、分销商、承包商、合约制造商、供应商、代理人、客户、业务伙伴及服务提供商。				

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

点评：龙湖两次购股权计划不一样，上市前的计划旨在表彰和挽留高管；上市后的计划旨在鼓励参与者为公司提升价值，并可能赋予业绩目标。龙湖的计划参与对象包括外部人群，因此是由内而外，潜在地激励产业链的方式。

2.8. 华润：调动参与感

华润设立了两个股份期权计划书，“新计划”和“旧计划”。旧计划指持续至 2002 年 1 月 31 日的股份期权计划书，并已于 2002 年 1 月 31 日终止；新计划指从 2002~2012 年的购股权计划，并于 2006 年 5 月更新授予计划上限。该计划归属期和行使期分别不超过 4 年和 10 年（紧随接纳授予日）。合格的参与者包括公司执行或非执行董事；公司任何雇员、执行或非执行董事设立的全权信托的任何全权受益人；集团的顾问和任何行政人员；公司和集团的联营公司的行政总裁或主要股东；公司董事、行政总裁及主要股东的联系人及主要股东的雇员。截止 2016 年底，公司无尚未行使的购股权。

表 11: 华润的期权计划旨在加强参与者对公司的承担

	旧计划	新计划
--	-----	-----

时间段	2002 年以前		2002~2012 年			
总规模			5927 万股			
占比			3.90%			
授予时间	1997 年	2000 年	2002 年	2004 年	2005 年	2006 年
职位	董事、雇员及其他参与者					
备注	合格参与者为公司及其附属公司的雇员（包括董事）		合格的参与者包括公司执行或非执行董事；公司任何雇员、执行或非执行董事设立的全权信托的任何全权受益人；集团的顾问和任何行政人员；公司和集团的联营公司的行政总裁或主要股东；公司董事、行政总裁及主要股东的联系人及主要股东的雇员。			

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

点评：新计划旨在加强参与者对公司的承担，并努力实践公司的目标。

2.9. 中海：以人才为本

中国海外发展自上市以来实行了两次期权激励计划，第一次是 1992 年设立期权计划，有效期至 2002 年。公司已授出 4.6 亿股购股权，约占当时已发行股份的 8.4%。第二次是 2002 年设立期权计划有效期为十年，目的旨在鼓励董事及合格员工为公司长远发展作出贡献。合格参与人士包括公司或其附属公司的全职雇员、执行董事或非执行董事。期权可在期权通知书满 1 年至 9 年后任何时间行使，任何 12 个月内行使不能超过公司已发行股份的 1%。公司于 2004 年授出总数 6514 万股期权予 67 名雇员（包括董事），占当时已发行股份的 1.0%（此后再无授出）。该次期权计划已于 2012 年到期，以及 2014 年行使到期。

2018 年 3 月，公司提议采纳新的股份期权激励计划，旨在通过优化薪酬构架的方式，有效保留和吸引优秀人才，调整员工及股东的利益，并有效鼓励管理团队及关键员工。

表 12：中海的期权计划从鼓励员工贡献到后来旨在吸纳人才

	期权计划	期权计划	股份期权奖励计划
时间段	1992~2002 年	2002~2012 年	2018 年
占比	≤10%	≤10%	已公告拟采纳新计划
授予时间	1998、2000、2001 年	2004 年	
规模	4.6 亿股	6514 万股	
授予人数	-	67	
职位	其他雇员	67 名雇员（包括董事）	旨在通过优化薪酬构架的方式，有效保留和吸引优秀人才，调整员工及股东的利益，并有效鼓励管理团队及关键员工。
备注	目的在于鼓励及奖励合资格参与者为本集团做出贡献	旨在鼓励参与者为公司长远发展做出贡献	
参与对象	公司及其附属公司任何雇员（包括执行董事）	公司及其附属公司任何雇员（包括执行董事）	
备注	-	静默期 1 年，10 年行使完毕，无须达成本集团任何业务表现指标	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

点评：中海的期权计划从一开始的鼓励和奖励，到最新建议采纳的新计划新增保留和吸引人才。中海的期权计划比较简单明了，并且没有要求业绩目标，这样的计划也是以鼓励和奖励为主。2015 年中海物业分拆上市，中海的员工数从 2.6 万大幅下降到 5300 名，人才显得尤其重要。

3. 股权类：刺激高管的武器

3.1. 经营改善效果较好，普适性不高

1) 前十大房企中采取了股权类激励有 4 家公司，分别是万科、碧桂园、龙湖和华润，占比 40%。股权类激励主要包括两种方式，一种是限制性股票激励，一种是员工持股计划。其中限制性股票激励是当公司达到一定业绩目标时，由第三方托管的方式从二级市场买入；员工持股计划是员工自有资金持有公司股票。4 家公司用的都是限制性股票激励的方式。

2) 股权类激励的本质是让员工成为公司股东，享受企业的所有权和未来收益权。一般来看，限制性股票实施后经营目标基本上能实现，但是如果在考核中还包括了股价的话就导致市场不好的时候，高管的动力也不足。同时，如果整个计划实施周期过长或者设立的目标太过激的话也会导致高管积极性下降。

3) 采用股权激励的公司不如前面期权激励多，普适性相比较弱一些。限制性股票设立的条件需要符合实际情况，并且应该更与员工自身的能力来改善公司业绩相挂钩。由于股权激励本身就带有对股价的诉求，因此不需要再把股价作为授予的条件之一。

3.2. 万科：归属条件有弊端

万科自 2006-2008 年采取限制性股票激励计划，在公司达到一定业绩条件下，按照当年净利润增加额的一定比例提取一定的激励基金，并通过信托管理方式，委托信托公司从二级市场买入公司股票，经过储备期和等待期，在合适的时候将购入股票奖励给激励对象。激励对象包括董事会和监事会成员、高层管理人员、中层管理人员、总经理提名的业务骨干和卓越贡献人员，合计不超过公司专业员工总数的 8%。

公司在提取激励基金时主要有两样业绩目标，净利润¹增速和摊薄 ROE。在 1 年等待期后的归属时也设立了条件，即 T+1 年全年的向后复权年均收盘价高于前一年，如果当期未能满足，可以延迟一年进行补充归属，但必须满足两个条件，即 T+2 年高于前一年和第一年。

表 13: 万科的 3 年限制性股票激励计划只有前两年完成业绩目标

时间段	2006		2007		2008	
储备期间业绩目标	目标	实际	目标	实际	目标	实际
NP 净利润增长率	>15%	54.68%	>15%	116.67%	>15%	-15.61%
摊薄 ROE	>12%	14.48%	>12%	16.55%	>12%	12.65%

当年度激励基金计提=if(净利润增长率>15%, min(净利润增长率*净利润增加额, 30%*净利润增加额, 净利润*10%), 0)

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

万科 2006 年股票激励计划合计提取的激励基金为 2.15 亿元，购买股票 4374 万股，2008 年过户给相关对象。2007 年预提的奖励基金持有 1723 万股，合计 6097 万股，占比 0.93%；2007 年计划由于股价情况未能达成补充归属条件，终止实施。2008 年由于扣非后的净利润下降

¹ 净利润=min（扣除非经常性损益前的净利润，扣除非经常性损益后的净利润）

15.61%，业绩指标未达成，激励计划不能实施。整个计划于 2010 年执行完毕。

点评：限制性股票激励计划是为了绑定股东、公司与职业经理人团队的利益，利于平衡公司短期和长期目标。万科的限制性股票不仅设立了业绩目标，也设立了归属时股价的目标。碰上 2008 年的金融危机，使得 2007 年的股份在 2008 年归属时失败（2007 年平均收盘价 11.18 元，2008 年 8.52 元），在 2009 年补充归属时继续失败（2009 年为 8.44 元）²。万科的业绩在 2008 年以前是远高于考核目标的，这就使得该计划本来是鼓励高管的。但是由于归属时考核股价，使得在股市不好的时候，公司便没有动力去实现业绩目标。股权激励本身自带提升股价的动力，但是变成短时间的强制条件时，就会使得该计划激励性大幅下降。

图 9：万科因为股价未满足条件，而使得 2007 年计划终止



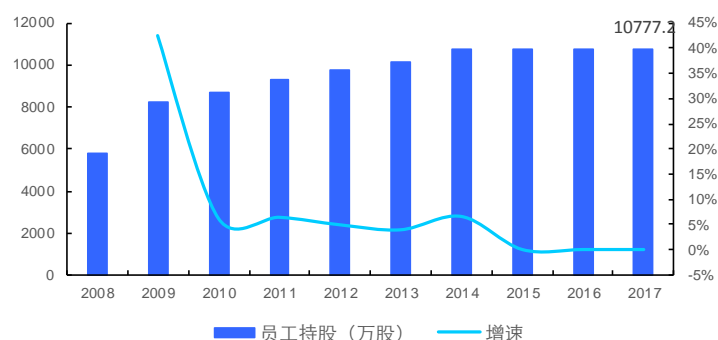
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3.3. 碧桂园：等待期太长

碧桂园于 2008 年实施员工激励计划，以表扬公司高管及员工的贡献，激励参与者提升表现和效率。2008~2011 年间，公司通过其附属公司自二级市场以 3.8 亿元人民币累计购买 9028 万股股份。2012 年开始不再购入，唯有以股代息的方式增持。2015 年开始，公司逐渐授出该计划之下的换股权给某些董事和员工，作为“奖励计划”的一部分（另外部分为现金），等待期为 5 年。截止 2017 年底，员工激励计划累计持有 1.08 亿股股份，占公司总股本的 0.51%。

图 10：碧桂园的员工激励计划在 2017 年底累计持有 1.08 亿股股份

² 注：为当前前复权的收盘价



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

点评：该计划实施期太长，利益难以兑现。从 2008 年开始实施到 2015 年首次授出相隔 7 年，然后从股份授予日起再等待 5 年。在授予给相关高管和职工的等待期到期之前，由公司的全资子公司代持。等待期太长，变数太多，不利于吸引员工。

3.4. 龙湖：覆盖人群较广

龙湖实施过三次股权激励计划，两次是首次公开发售前股份奖励计划（2007 年和 2009 年），一次是 2014~2022 年的限制性股票激励计划。2007 年的股份奖励计划，公司以集团合计 121 名雇员为受益人，向 Fit All 发行合共 6401 万股股份，约占当时股本的 1.6%。2009 年的首次公开发售前股份奖励计划，为集团合计 463 名雇员（其中 34 名雇员根据 2007 年的计划获授股份）的利益向 Fit All 转让合共 3000 万股股份。Fit All Trust 的受益对象合计为 550 名雇员，占最后实际公司全部已发行股本的 2.35%，合共 9401 万股。

表 14: 龙湖首次公开发售前实施过两次股份奖励计划，旨在表彰员工的早期贡献

	首次公开发售前股份奖励计划 I	首次公开发售前股份奖励计划 II	合计
时间段	2007 年	2009 年	-
规模	6401 万股	3000 万股	9401.4 万股
占比	1.60%	-	2.35%
授予人数	121	463	550
占比		9.9%	11.77%
备注	成立 Fit All Trust, 550 名雇员为受益人。吴氏家族信托 Charm Talent 转让 3841 万股，蔡氏家族信托 Precious Full 转让 2561 万股	Charm Talent 转让 1800 万股，Precious Full 转让 1200 万股	旨在表彰若干雇员的贡献，特别是对集团的早期发展及增长作出贡献者，并使彼等利益与公司股东利益一致
归属期	4 年	5 年	-

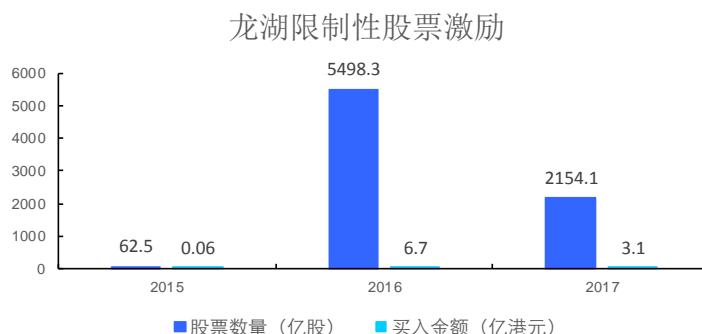
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

在 2014 年开始施行为期八年的限制性股票激励计划，根据激励计划，受托人可在市场上以该集团授出的现金购入最多张该公司于采纳日期已发行股本 3% 的现有股份，并以信托形式代相关经甄选雇员持有，直至该等股份按激励计划的条文归属相关经甄选雇员为止。

2014 年未作出授予；2015 年激励计划受托人开始购入股票；2017 年上半年尚未归属。截止 2017 年底，该计划累计买入约 7715 万股，占公司年底总股本的 1.3%。该计划旨在挽留和鼓励雇员，受托对象为 Dragon

Dynasty。

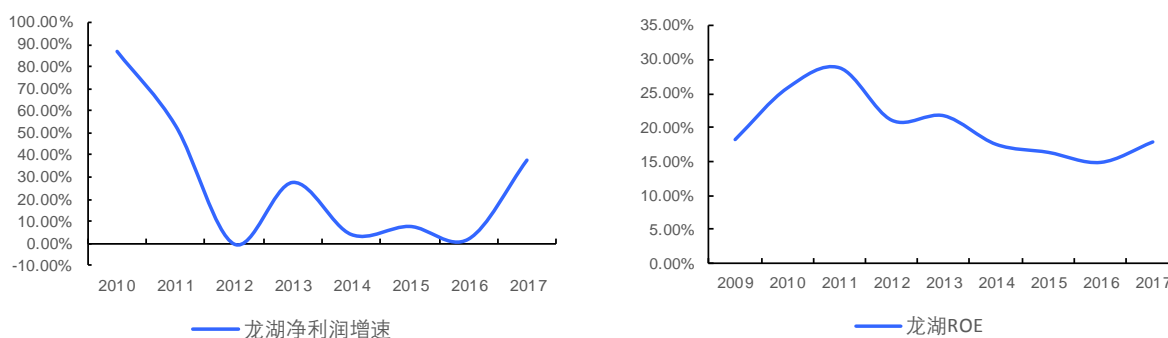
图 11: 龙湖限制性股票计划在 2017 年底累计买入约 7715 万股股票



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

点评: 龙湖的股权激励计划最大的特点是覆盖人群较多, 上市前的两期计划合计覆盖公司近 12% 的员工, 激励性很强。龙湖的限制性股票激励设立了归属条件, 考虑到前 3 年没有归属, 也就意味着设置的是一个偏中长期的条件。假设考虑的是提升公司价值, 用净利润增速和 ROE 这两个指标来看, 在过去 3 年公司的净利润的年均复合增长率为 14.7%, ROE 平均为 16.62%。

图 12: 龙湖在 2014~2017 年间净利润增速为 15%, ROE 平均为 17%



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

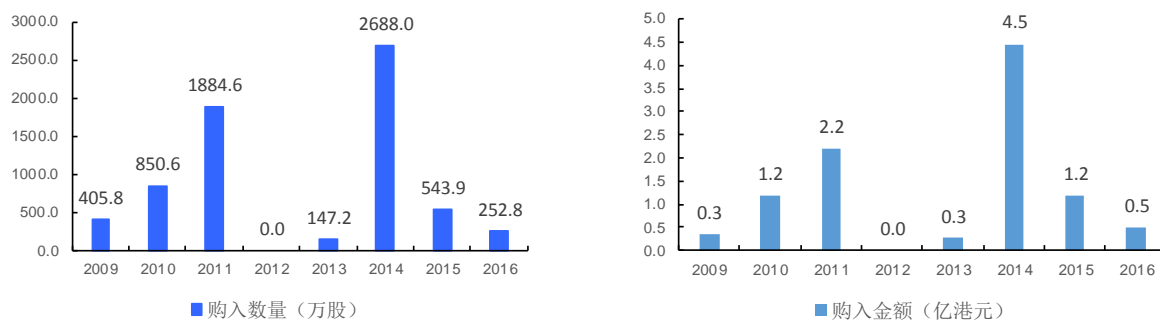
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3.5. 华润: 不直接持股, 以资金兑现

华润在 2008 年采纳为期 10 年的限制性股份奖励计划, 旨在嘉许雇员的贡献, 挽留并延聘更多员工, 并就达到公司长期商业目标向彼等提供直接经济利益。受托人将以集团授出的现金购入现有股份, 并以信托形式代持直至按相关条文归属。该计划上限不超过当时股本的 2.5%, 有效期 10 年。之后进行修订, 并在 2011 年改为“战略激励计划”。归属期由采纳日期一周年归属 20%, 三周年之日归属 80%, 修改为一周年 20%, 二周年 20%, 三周年 60%。截止 2016 年底, 受托人累计以总代

价 11.8 亿港元购入公司 8763 万股股份，占采纳日期总股本的 2.17%，基本上达到上限。

图 13: 截止 2016 年底，受托人累计以 11.8 亿港元的代价购入公司 8763 万股

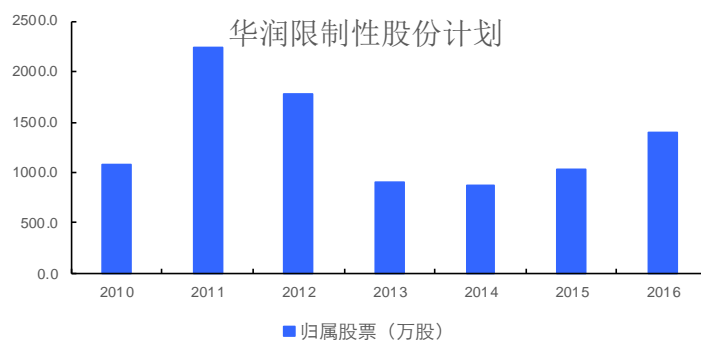


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

华润从 2010 年开始以零代价向董事和雇员颁授并归属，根据计划的修订条款，将出售已归属股份所得的款项分发给相关董事及雇员。也就是说，华润的股权激励其实并不涉及到直接持股，而是将股票出售后的利益分给授予对象。这样的方式使得该项机制对股价的诉求较强。

图 14: 华润从 2010 年开始归属限制性股份，累计归属 9290 万股



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

备注：2016 年的归属含配售股份

点评：按照 2009 年开始购入，2010 年开始归属，相当于每年一次考核归属，跟碧桂园相比周期较短，兑现比较及时。但是华润没有直接将股份授予给参与对象，而是出售后给予款项，这就使得公司对于股价的诉求较强，而通过持股形式参与到公司权益的归属感较弱。

4. 项目跟投：激励前线员工的利器

4.1. 激励基层员工冲规模非常有利，未来可能成为主流模式

1) 前十大房企中采用了项目跟投机制的房企有 3 个，包括万科、碧桂园和保利。但是另外非前十大的房企采用的比较多，如新城、旭辉等。

2) 项目跟投对于规模增长非常有利。项目跟投是让员工，特别是项目负责人以自有资金参与到项目中，相当于以劣后级 LP 的形式投资。所以参与项目跟投的员工不仅要实现项目利益的最大化，而且要严格风险控制风险，并且在获取项目层面具有很高的积极性。如果在跟投上再赋予一些具体条件，如碧桂园强调的回款率、开盘时间、出设计稿时间等，该机制发挥的效用更大。

3) 项目跟投基本上适用于所有有一定规模的地产公司，特别是想要继续冲规模、标准化程度高、扁平化管理结构的公司。项目跟投一方面意味着基层员工有很大的决定权要做什么项目，另一方面为了达到高周转，一定要公司内部已经形成较成熟的设计、开发、管理、销售的链条。对于想继续跨越梯队成长的公司尤其建议采纳。但是一定要注意风险管控，设置条件不宜太过苛刻。

4.2. 万科：基层员工的合伙方式

万科在 2014 年推出事业合伙人制度时，同时推出了项目跟投制度。对于 2014 年 4 月 1 日后所有新增项目（旧改和个别特殊项目除外），原则上要求项目所在一线公司管理层和该项目的管理人员必须跟投，除公司董监高以外的其他员工可自愿跟投。截止 2014 年底，公司开放跟投项目 47 个，申请跟投人数 9089 人次（占年底公司总员工数的 22.4%）。

2015 年，公司跟投项目规模扩大，全年累计开放 76 个项目，并对方案进行升级，完善投后监控，启动问责机制。2016 年公司对跟投制度进行了进一步修订，取消追加跟投，设置门槛收益率和超额收益率，保障公司优先于跟投人获得门槛收益率对应的收益，鼓励跟投人员为公司和股东创造更大价值。截至 2017 年 2 月底，公司累计已有 308 个项目实施跟投。截止 2017 年底，公司共有 502 个项目引入跟投机制。2017 年度，公司新增项目中跟投认购总额 106.4 亿元，占跟投项目资金峰值的 3.48%，占万科权益资金峰值的 5.59%。由于跟投后，跟投投资人成为项目公司的少数股东，截止 2017 年底，跟投形成的少数股东权益合计 76.87 亿元。

表 15: 万科的项目跟投经过 4 年的探索，2017 年底跟投项目占比 67%

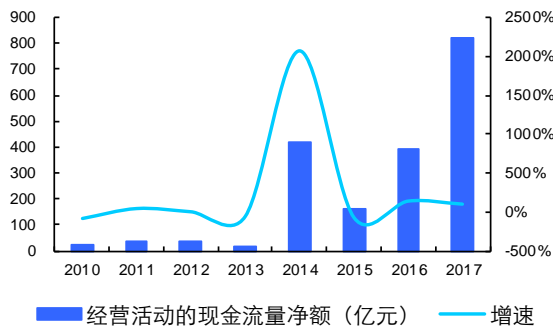
年份	跟投制度详情	跟投情况	少数股东权益
2014 年	设立项目跟投制度。员工初始跟投份额不超过项目资金峰值的 5%。将对跟投项目安排额外受让跟投，其投资总额不超过该项目资金峰值的 5%。项目所在一线公司跟投人员可在未来 18 个月内，额外受让此份额；受让时按人民银行同期同档次贷款基准利率支付利息。	截止 2014 年底，公司开放跟投项目 47 个，申请跟投人数 9089 人次（占年底总员工数的 22.4%）	-
2015 年	扩大了必须跟投人员范围，对不同类型跟投人员安排相应的额外受让跟投，并在原有方案基础上提高了额外受让跟投的份额上限。受此影响，公司安排额外受让跟投投资总额由不超过该项目资金峰值的“5%”增加至不超过项目资金峰值的“8%”。	2015 年全年累计开放 76 个项目。	合并范围内开放跟投项目 47 个，通过转让股

		2015 年底, 公司开发中项目合计 472 个, 跟投项目占比 16.1%。	权形成少数股东权益合计 24.72 亿元
2016 年	1、取消追加跟投安排, 降低跟投总额度上限: 将“初始跟投投资总额不超过项目资金峰值的 5%, 追加跟投投资总额不超过项目资金峰值的 8% (即跟投投资总额合计不超过项目资金峰值的 13%)”调整为“跟投投资总额不超过项目资金峰值的 10%”。 2、设置门槛收益率和超额收益率, 保障万科优先于跟投人获得门槛收益率对应的收益: 1)、当跟投项目内部收益率 \leq 门槛收益率时, 在收益分配时, 需优先保障万科享有门槛收益率的收益, 剩余收益 (如有) 再分配给跟投人; 2)、门槛收益率 $<$ 跟投项目内部收益率 \leq 超额收益率时, 跟投人按出资比例分配收益; 3)、当跟投项目内部收益率 $>$ 超额收益率时, 超额收益率以内对应的收益, 跟投人按出资比例分配收益; 超额收益率以上的收益部分, 跟投人按其出资比例对应收益的 1.2 倍分配收益。	截至 2017 年 2 月底, 累计已有 308 个项目实施跟投。 2016 年底, 公司开发中项目合计 600 个, 跟投项目占比约 51.3%。	合并范围内开放跟投项目 205 个, 通过转让股权形成少数股东权益合计 77 亿元
2017 年	1、跟投范围及跟投权益比例上限: 新获取的住宅开发销售类项目均列入跟投范围。跟投人员合计投入资金不超过项目资金峰值的 10%。跟投人员直接或间接持有的项目权益比例合计不超过 10%。对于万科股权比例低于 50% 的住宅开发销售类项目, 跟投人员直接或间接持有的项目权益比例还需不超过万科在该项目所持权益比例的 20%。单一跟投人员直接或间接持有的项目权益比例不超过 1%。旧改、一级土地整理、海外房地产开发等其他项目, 以及其他业务, 可参照上述原则安排跟投, 但不做强制要求。 2、跟投人员: 项目所在业务单元核心管理人员、城市公司管理层、项目管理人员, 为项目必须跟投人员。必须跟投人员名单由各单位分别确定。除公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿跟投。 3、跟投资金: 跟投人员应及时、足额支付跟投资金, 并保证跟投资金来源合法, 跟投人员不得在跟投过程中侵犯公司利益。跟投资金应在公司资金投入后 20 个工作日内到账。遇特殊情况, 跟投资金到账时间亦不得晚于公司资金到账后 40 个工作日。如跟投资金实际到账时间晚于公司资金到账, 跟投人员应额外支付权益溢价款, 金额为按照公司平均融资成本计算的期间收益。公司不对跟投人员提供借款、担保或者任何融资便利。 4、特殊劣后机制: 住宅开发销售类项目的跟投人员需以自己的跟投收益对万科劣后, 具体分配安排为: 项目内部收益率 (IRR) $\leq 10\%$: 项目收益优先向万科分配, 直至万科达到项目 IRR 为 10% 时对应的收益水平, 再向跟投人员分配项目收益。 10% $<$ 项目 IRR $\leq 25\%$: 跟投人员与万科按出资比例分配项目收益; 25% $<$ 项目 IRR: 在项目 IRR 超过 25% 后的项目收益范围内, 由跟投人员按其全部出资比例 1.2 倍分享。 5、资金分配: 综合评估项目或业务现金流情况及未来资金需求, 在保证项目正常开发、经营的前提下, 可以考虑分配资金。向跟投人员分配资金的时点不早于向公司分配资金的时点。 6、跟投方式: 跟投人员可以采取不违反法律法规要求的方式直接或间接参与跟投, 如以员工集合基金等方式进行。	截至 2017 年 12 月 31 日, 本集团已有 502 个项目引入跟投机制。报告期内新获取的项目中, 跟投认购总额为 106.4 亿元, 占跟投项目资金峰值的 3.48%, 占万科权益资金峰值的 5.59%。 2017 年底, 公司开发中项目合计 750 个, 跟投项目占比 66.9%。	合并范围内开放跟投项目 337 个, 通过转让股权形成少数股东权益合计 76.87 亿元

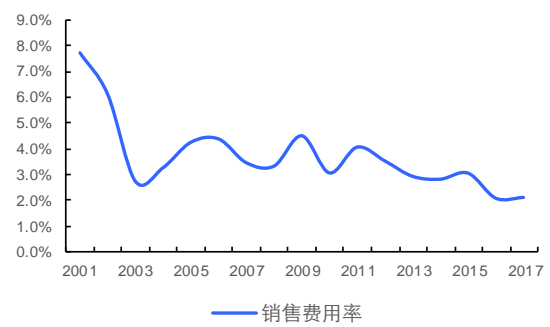
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

点评: 自公司实施项目跟投制度以来, 员工在加快项目周转、节约成本、促进销售等方面有明显改善。跟投项目从获取到首期开工、首期开盘以及现金流回正的平均时间明显缩短, 公司的营销费用率也得到有效控制。万科在 2014 年经营活动的现金流净额大幅增加, 从 2013 年的 19 亿元增长 2068.7% 到 417 亿元。销售费用率在 2013 年以前是 3%~4% 的水平, 2016 和 2017 年仅为 2.1%。

图 15: 万科自实施项目跟投以来, 现金流和成本管控有明显改善



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

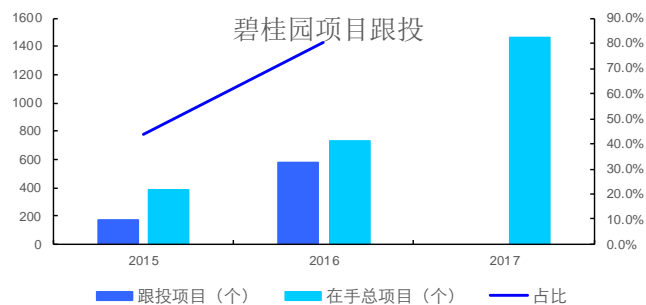


数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4.3. 碧桂园: 基层员工的利润分享

碧桂园在 2014 年推出“同心共享”合伙人制度下的项目跟投制度, 将员工的利益与公司利益统一, 实现盈亏共担。截止 2015 年底, 公司共有 168 个项目引入合伙人制度, 其中 73 个项目开盘在售, 累计合同销售额达 338 亿元, 2015 年签约销售部分净利润率预计约为 12%, 项目净现金流回正周期预计为 8.2 个月。截止 2016 年底, 公司共有 583 个项目参与项目跟投, 累计合同销售金额达 2612 亿元, 合伙人项目测算平均签约销售净利润率预计约为 12%, 项目净现金流平均回正周期预计为 8.4 个月。

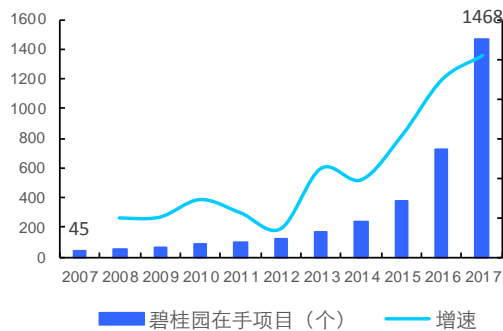
图 16: 2016 年底碧桂园的跟投项目占比 80%



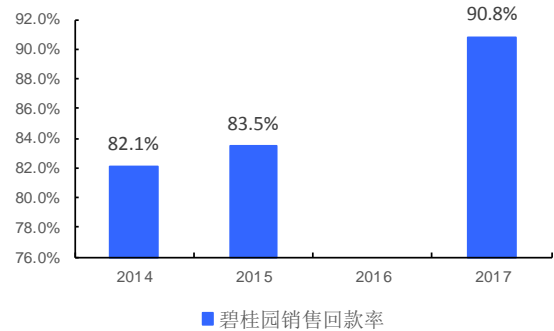
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

点评: 碧桂园的绩效体系重点关注项目的经营绩效和各项既定指标, 过程管理日益精细, 项目执行效率和产品品质得到大幅提升, 为公司未来的业绩增长提供了强大动力。碧桂园最明显的提升就是销售规模和回款率。公司的在手项目也出现了大幅增长。但是风险和质量管控有待提高。

图 17: 碧桂园自 2014 年实施项目跟投以来, 在手项目大幅增长, 回款率大幅提升



数据来源: Wind、国泰君安证券研究



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4.4. 保利: 破冰之旅

保利于 2017 年底同意实施房地产项目跟投方案, 授权经营层制定相应细则并具体实施。单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%。跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规投资结构参与跟投, 跟投收益和损失等均由个人承担。公司董事和监事不参与跟投。

点评: 基层员工的初试水, 目前尚未看到明显成效。2018 年上半年实现签约面积 1454 万方, 同比增长 37.9%; 实现签约金额 2153 亿元, 同比增长 46.9%。

5. 合伙人制度: 全员运动的神器

5.1. 绑定员工利益, 利于增长和拓展新业务

1) 采用了合伙人制度的公司主要是万科和碧桂园, 其中万科是真合伙, 碧桂园实质是项目跟投。其他还有非十大房企的新城控股, 也提到了合伙人机制, 但目前来看也是项目跟投的形式。

2) 当前看不出效果。合伙人的本质是让员工分享到公司权益, 实现利益共享和风险共担的目的。很多公司的合伙人制度本质是项目跟投, 但是从更大的范围看, 应该还可以让员工参与到决策层面, 而不仅仅是执行层面。

3) 合伙人制度适用于扁平化非集权式的企业, 以及非家族式企业。万科这样的股权分散且无实际控制人, 并且扁平化的公司很适合合伙人制度。由于合伙是多个层面的合伙, 例如万科地产的合伙、万科物业的合伙、项目的合伙等, 利于公司当前新业务的开拓。

5.2. 万科: 集团层面持股, 项目层面跟投

万科的合伙人制度包括了两个部分, 持股和跟投, 并都引入杠杆, 相当于劣后级的 LP。另外一个体现在基层员工的合伙人机制, 即是项目跟投制度。

2014 年, 万科推出事业合伙人制度, 集团层面持股, 项目层面跟投。

项目跟投制度其实是事业合伙人的一种表现形式。事业合伙人的重点在于“共创、共享共担”，将管理层的利益与公司的利益结合在一起。虽然万科自设立以来就是职业经理人的管理体系，将公司管理权和经营权分开，但是由于职业经理人是受雇于公司，因此经理人的职能范围就在薪酬范围之内。然而事业合伙人是为了将雇员的利益跟公司绑定在一起，并为股东创造价值。公司自上而下的“合伙”保证了全员的参与性，激发了全员的积极性，从战略到实施层面都参与其中。同时，集团层面的合伙还涵盖多业务板块的合伙（例如万科物业）。

早在 2010 年，公司为推动经营决策与股东利益一致，将“经济利润（EP）”纳入卓越绩效奖金考核的指标。2014 年，万科召开事业合伙人创始大会，共有 1320 位员工自愿成为公司首批事业合伙人（包括在公司任职的全部 8 名董事、监事、高管人员）。事业合伙人将其在经济利润奖金中集体奖金中的全部权益委托给深圳盈安财务顾问企业（简称“盈安合伙”）的 GP 投资管理，包括引入融资杠杆进行投资；同时承诺在集体奖金所担负的返还公司的或有义务解除前，以及融资本息偿付完成前，该部分集体奖金及衍生财产统一封闭管理，不兑付到具体个人。2014 年，盈安合伙代表公司 1320 名事业合伙人通过证券公司的集合资产管理计划买入公司 A 股 3584 万股，占比 0.33%。2015 年 1 月，公司事业合伙人持股计划迎来第二批员工的加入。截止到 2017 年底，盈安合伙合计持有 5.0 亿股，占比 4.49%。

2015 年，万科物业深化组织变革，全面推行合伙人机制。确立以 13 家中心城市为核心的扩张方案，完成 49 个管理中心的组织架构设立和相关运营机制的贯彻。实现了住宅项目运营专业化管理，为业务快速扩张建立了有效的组织保障与制度保障。同时，公司董事会通过了万科物业市场化发展的议案，同意增发 10% 股权启动万科物业事业合伙人机制，激发员工活力、共享共担未来，以此吸引更多优秀人才加入到推动万科物业的市场化扩张中。截止本报告披露日，增发股权的分配和有关工商变更手续已经完成。

点评：万科的合伙人是自上而下的合伙，属于全员参与的级别。高层持股在于战略层面的发展更加稳健，基层的跟投使得地产业务继续保持高增长，新业务部门的合伙使得新业务进展推进更积极。万科的股权分散，只有战略投资者没有实际控制人的结构尤其适合这种制度。其他地产公司有实际控制人或者是家族式的企业，基本没有分权给到职业经理人，职业经理人只有实践权利，没有决定企业发展方向的权利。

5.3. 其他公司：本质就是项目跟投

碧桂园于 2014 年推出“同心共享”合伙人，本质其实是项目跟投制度。其他公司雷同。

6. 其他设计：复杂了所有人的暗器

- 1) 前十大房企中万科和碧桂园用了复杂的激励机制。主要是多种单一方式的混合。
- 2) 从效果上看，两个公司在业绩上都有不错的表现。万科的经济利润奖金本质是“奖金+股权激励”，碧桂园的成就共享本质是“奖金+购股权激励”。万科的动力来自于股权层面，而碧桂园的动力来自于奖金层面。因此这个实施效果还是跟公司的性质有关。
- 3) 适用所有公司，越想从各个方面激励员工就越会去设计复杂的激励机制，并切中员工的真实内心，以及抓住公司发展的核心要素。

6.1. 万科的经济利润奖金：凭积分兑换奖金

2010 年公司为推动经营决策与股东利益一致，将“经济利润(EP)”纳入卓越绩效奖金考核的指标。由于经济利润比会计利润更多的考虑了机会成本，因此每年的经济利润会因为战略决策等问题出现负的情况。经济利润奖金奖励的对象主要包括公司高级和中级管理人员、总裁提名的业务骨干和突出贡献人。由第三方计算的 EP 作为业绩考核指标，采取正负双向调节机制，按固定比例提取或者扣减经济利润奖金，封闭期大概在 3 年左右。

2010~2013 年的奖金由两部分构成，个人和集体奖金，2014~2016 年均为集体奖金。奖励对象按照当年的业绩表现及对公司的贡献，获得“年功积分”，是集体奖金未来兑现的凭据。2010~2016 年度，公司共提取经济利润奖金 51.88 亿元。每年奖励人数在 782~2205 人之间(占比约 1.3%~9.6%)，其中具体向个人发放奖金 8.99 亿元，剩余 42.89 亿元发放给集体对象。2018 年经修订，取消了“集体奖金”和“年功积分”的安排，并以 A 股全部上市公司加权平均的摊薄 ROE 作为股权资本的机会成本。

6.2. 碧桂园的成就共享：奖金+购股权计划

2012 年，碧桂园引入以结果为导向的项目奖励制度(包括奖金和购股权)，让员工参与到集团的成就分享，这就是所谓的“成就共享”计划。

2013 年，公司根据年度利润分享奖励计划，向相关的某些董事和职工授予 617 万股(2014 年因供股调整为 626 万股)；2016 年授出合计 796.2 万股；2017 年合计授予 453 万股购股权，剩余部分以现金结算。等待期 5 年。这些授予与前面所述的碧桂园购股权计划对应上。

点评：“成就共享”计划从购股权部分看，与前面的购股权计划一致，也就是说前面的购股权计划其实就是“成就共享”计划中的一部分，基本上只有执行董事层面才获奖励。

7. 奖金：美好生活的必需

十大房企都有奖金激励，其中包括节点奖（月度奖、季度奖等）和年度花红。全员除了年终奖或花红等福利外，管理层还有公司经营的分红，例如经济利润奖金、企业年金，周期偏长（年度甚至更长）；基层员工主要是销售激励，周期偏短（月度、季度等）。

- 1) 前十大公司均采用了奖金形式，华夏幸福和绿地现在基本上都只有浮动收入激励这类最原始的方式。
- 2) 奖金简单直接，对于各个层级的员工都适用。奖金适合简单的目标，例如销售、业绩等，但是对于难以量化的指标来说不适合，例如品牌度、客户忠诚度、新业务拓展进度等。
- 3) 根据马斯洛的需求金字塔看，越是高级的员工越需要满足他们精神层面的要求，因此当公司想要激励高层，还是最好采用一些别的方式。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		