中信建投证券
CHINA SECURITIES

证券研究报告·上市公司简评　　房地产开发Ⅱ

诚意回购，彰显信心

招商蛇口(001979)

事件

拟以 20-40 亿元回购部分社会公众股

16 日晚招商蛇口发布回购股份预案，拟以集中竞价交易方式出资 20-40 亿元回购公司股份，其中 50%用于股权激励或员工持股计划，其余 50%用于转换发行的可转债。

预计回购价格不超过 23.12 元/股，按此测算回购股份数占公司总股本数在 1.09%-2.19%之间。其中，回购资金的 80%为公司债权融资方式解决，20%为自有资金。

简评

回购方案彰显公司诚意

据我们统计，自去年 10 月全国人大常委会针对股份回购政策进行修改以来，A 股房地产行业共计 11 家上市房企发布股份回购预案，回购金额上限在 2-40 亿元，回购股份数占公司总股本数上限在 0.5-7.55%。公司此次回购金额居于同行最高水平，回购比例处于居中水平，充分彰显公司诚意。

回购金额提振市场信心

按照公告收盘日流通盘 435 亿元计算，公司回购金额 20-40 亿占比在 4.7%-9.5%；公司回购期限为 6 个月，假设按照前 6 个月总成交额 470 亿计算，回购金额占回购期间总成交额的比例约 4.3%-8.5%。我们认为无论是回购行为本身，还是较大的回购金额，均有助于提振公司股价。

回购用途助力提升长期价值

一方面，回购股份的 50%用于股权激励或员工持股计划，将有效绑定管理层、员工与公司的利益，提升公司价值；另一方面，其余 50%用于转换可转债则有助于改善负债比率，保障公司财务安全性。

预测和比率

	2017A	2018F	2019F	2020F
营业收入(百万)	75,455	133,272	180,763	234,082
净利润(百万)	12,220.3	15275.4	19751.1	25755.4
净利润增长率	27.5%	25.0%	29.3%	30.4%
EPS	1.55	1.93	2.50	3.26
P/E	11.4	9.2	7.1	5.4

请参阅最后一页的重要声明

维持　　**买入**

刘璐
liulu@csc.com.cn
18621286899
执业证书编号：S1440513090012
研究助理 尹欢科
yinhuanke@csc.com.cn
18616396058

发布日期：2019 年 01 月 17 日

当前股价：17.71 元
目标价格 6 个月：26.25 元

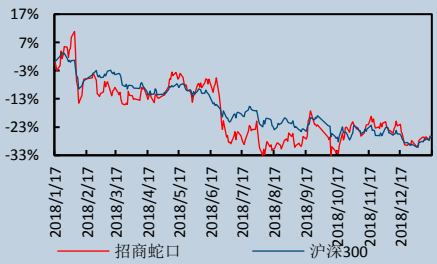
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-4.73/-3.56	8.58/7.69	-21.23/5.3

12 月最高/最低价（元）	27.4/15.92
总股本（万股）	790,409.27
流通 A 股（万股）	235,169.39
总市值（亿元）	1,399.81
流通市值（亿元）	416.48
近 3 月日均成交量（万）	1,838.38
主要股东	
招商局集团有限公司	66.1%

股价表现



相关研究报告

18.10.23	【中信建投房地产】招商蛇口(001979): 结转积极存量变现
18.08.21	招商蛇口（001979）：全面提速积极成长
18.07.17	招商蛇口（001979）：业绩高增长，销售快车道

事件：拟以 20-40 亿元回购股份

16 日晚招商蛇口发布回购股份预案，拟以集中竞价交易方式出资 20-40 亿元回购公司股份，其中 50%用于股权激励或员工持股计划，其余 50%用于转换发行的可转债，回购价格不超过 23.12 元/股，按此测算回购股份数占公司总股本数在 1.09%-2.19%之间。其中，回购资金的 80%为公司债权融资方式解决，20%为自有资金。对此我们解读如下：

回购方案彰显公司诚意，提振市场信心

据我们统计，自去年 10 月全国人大常委会针对股份回购政策进行修改以来，A 股房地产行业共计 11 家上市房企发布股份回购预案，回购金额上限在 2-40 亿元，回购股份数占公司总股本数上限在 0.5-7.55%。公司此次回购金额居于同行最高水平，回购比例亦处于中等偏上水平，同时，回购价格上限较目前股价溢价 30.5%，充分彰显公司诚意。

图表1： 股份回购政策修改以来上市房企回预案情况

公司	回购金额区间或上限（亿元）	占公司股本区间或上限（%）
京汉股份	1.5-3	1.9147-3.8294
阳光城	4.09	0.6-1.2
新湖中宝	5-15	--
浙江广厦	0.5-2	--
苏宁环球	8	7.55
新城控股	8.36	0.5-1
皇庭国际	2-3	4.34
格力地产	2-3	2.51
中天金融	31.69	3-6
万业企业	4.5-9	7.44
招商蛇口	**20-40**	**2.19**

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

按照公告收盘日流通盘 435 亿元计算，公司回购金额 20-40 亿占比在 4.7%-9.5%；公司回购期限为 6 个月，假设按照前 6 个月总成交额 470 亿计算，回购金额占回购期间总成交额的比例约 4.3%-8.5%。回购行为本身有利于提振市场，极具诚意的回购方案更体现公司对未来成长的信心。

回购用途助力提升长期价值

从回购用途来看，再度彰显公司管理市场化程度与其他国企的比较优势。一方面，回购股份的 50%用于股权激励或员工持股计划，将有效绑定管理层、员工与公司的利益，提升公司价值；另一方面，其余 50%用于转换可转债则有助于改善负债比率，保障公司财务安全性，助力公司进一步成长。

图表2： 招商蛇口往期股权激励及员工持股计划

激励类型	实施时间	激励对象	占总股本	认购价格/行权价格	有效期
员工持股计划	2016 年 1 月	部分董事、部分监事、高级管理人员、核心骨	0.36%	23.6	4 年，前 3 年为锁定期

激励类型	实施时间	激励对象	占总股本	认购价格/行权价格	有效期
股票期权（首次授予）	2016 年 12 月	干共计 1403 人 部分董事、部分监事、高级管理人员、核心骨干共计 252 人	0.558%	18.39（调整后）	5 年．前 2 年为等待期
股票期权（预留）	2017 年 12 月	董事长、核心管理人员、核心技术人员共计 26 人	0.05%	18.39（调整后）	4 年，前 1 年为等待期

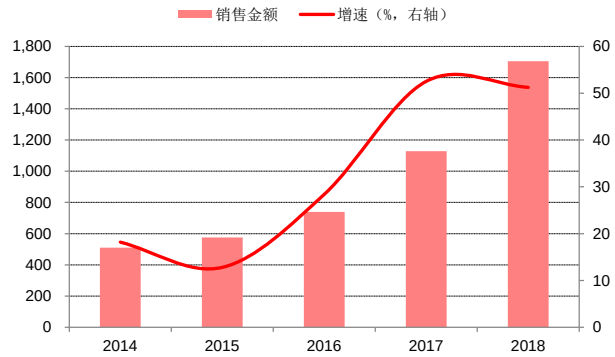
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

当禀赋搭载速度

销售高增长，扩储显积极

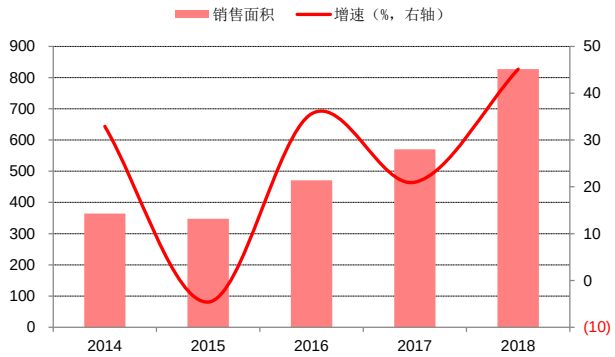
销售方面，公司 2018 年实现销售金额 1705.8 亿元，同比增长 51.3%；销售面积 827.4 万平，同比增长 45.2%，继续维持高增长。销售均价 20618 元/平，较上年继续提升 833 元/平。拿地方面，2018 年公司拿地金额 970.9 亿元，同比增长 11%，即排除前海项目等非市场化扩张的体量，公开市场拿地额即占销售金额 57%，彰显积极的拿地意愿。

图表3： 销售金额及增速



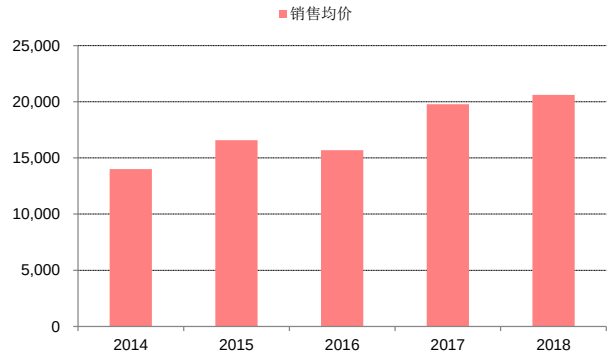
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 销售面积及增速



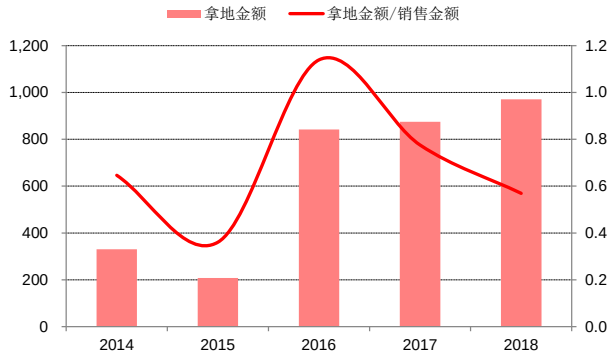
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表5： 销售均价



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表6： 拿地金额及占销售金额比重



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

模式再复制，前海新进展

公司在 2018 年进一步发挥自身禀赋优势。2018 年 5 月，公司发布公告称拟以 85.53 亿元现金收购招商局所持有的招商漳州 48%股权，以及招商香港所持 30%股权。此举将扩充公司土储总建面约 760 万方，其中住宅总建面约 150 万方，商业用地总建面约 100-200 万方，且未来还具延展性。其中，双鱼岛项目已获产证，总建面约 220 万方，其中住宅 120 万方，商业文娱 100 万方，预计今年住宅用地将步入招拍挂市场，而商业部分公司可以通过补地价形式直接锁定二级开发，成本优势显著。此外，招商漳州前期打造的漳州开发区有望注入公司丰富先进的管理经验，“前港-中区-后城”的蛇口模式再度复制值得期待。

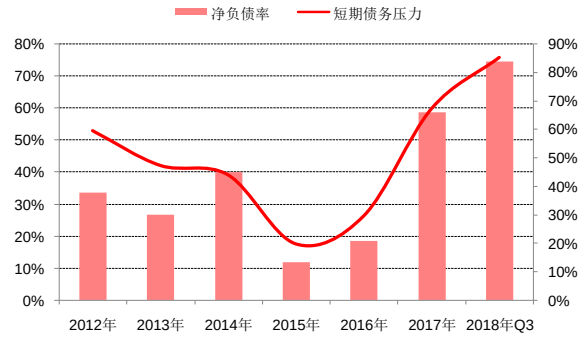
2018 年 12 月，公司前海土地整备迎新进展，公司持股 82.5%控股子公司招商驰迪获总值 432 亿元的土地使用权置换形式补偿，总建面约 213 万平，其中商务公寓可以进入市场销售。与此同时，招商置换用地和前海出资部分土地将纳入合资合作范围，招商和前海管理局各持 50%股权，并由公司合并财务报表。此举消除了市场的疑虑，有助于公司发挥禀赋优势，提升经营业绩，并持续享受未来前海发展的红利。

多渠道融资，成本维持低位

三季度公司负债水平有所提升，净负债率为 74%，较年初水平提升了 14 个百分点，与中期基本持平。但在今年整体融资趋紧的环境下，公司基于成长诉求提升负债水平的同时，融资成本却依旧控制在低位。公司债方面，今年公司成功发行两期公司债，总规模约 70 亿，利率均在 5%左右，较去年 11 月所发行的公司债，利率出现小幅下行；10 月还成功发行 20 亿中票，期限分别为 3+N 年和 5+N 年，利率分别为 4.8%和 5.27%。公司上半年综合融资成本为 4.87%，三季度新增融资成本较上半年略有下降，再度彰显大平台国企在融资端的优势。

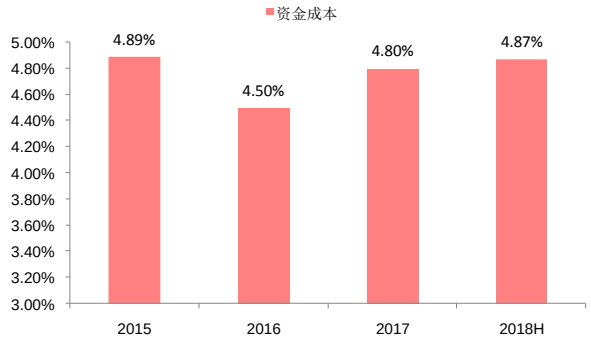
在融资方式上，公司有诸多创新。我们认为今年房企整体融资形势相对严峻，租赁业务的融资是在政策支持下具备绿色通道的端口，公司在长租公寓的布局以及对多元融资的积极探索进一步扩大了公司在融资层面的优势。

图表7： 净负债率和短债压力



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表8： 融资成本



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表9： 公司债发行情况

发行日期	发债方式	期限	规模（亿元）	利率
2017 年 11 月	公司债	3 年期	10.4	5.20%
		5 年期	13.6	5.40%
2018 年 4 月	公司债	3 年期	10	4.83%

发行日期	发债方式	期限	规模（亿元）	利率
		5 年期	20	5.00%
2018 年 7 月	公司债	3 年期	21.6	4.97%
		5 年期	18.4	5.25%
	超短融	180 天	10	3.55%
		270 天	30	3.74%
2018 年 10 月	中票	3+N 期	13	4.80%
		5+N 期	7	5.27%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

在行业同质化越来越严重的当下，公司禀赋优势尤为突出。目前《粤港澳大湾区发展规划纲要》已顺利完成，预计有望在近期获得批准实施，公司作为在粤港澳区域最具资源优势的企业，有望优先受益于粤港澳大湾区战略的推进，在未来发展过程中将继续分享制度与资源的红利。前海项目整备已到冲刺阶段，此次大举回购亦可印证公司成长诉求，持续的激励机制都彰显了公司上下全方面的信心。我们认为公司从禀赋优势到发展模式，都具备长期看点，在管理市场化的程度上亦是首屈一指，我们预计公司 18-19 年 EPS 分别为 1.93、2.50 元，维持“买入”评级。

分析师介绍

刘璐：毕业于复旦大学，从事房地产研究 4 年，所在团队获 2011 年第二届金牛分析师房地产行业第二名，2011 年第九届新财富房地产最佳分析师第二名，2012 年第十届新财富房地产最佳分析师第二名，2013 年第十一届新财富房地产最佳分析师第二名，2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科 18616396058 yinhuanke@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：（0755）8252-1369
传真：（0755）2395-3859