

招商蛇口 (001979)

证券研究报告

2019年02月24日

回购加速彰显公司未来发展信心，股权激励改善公司激励机制

事件：公司于2019年2月20日首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式回购公司股份24,814,900股，占公司总股本的0.31%；本次回购股份最高成交价为21.56元/股，最低为20.18元/股，已支付的总金额为522,775,498.30元（不含印花税、佣金等交易费用）。

后续继续回购的空间很大，回购均价已逼近上限

本次回购金额5.23亿元仅占此前公告的回购方案中回购资金下限23.3亿元的22.5%，上限40亿元的13.1%，后续继续回购的空间很大。本次回购成交均价为21.07元/股，为此前公告的回购价格上限23.12元/股的91.1%，已逼近上限，不排除公司后续会加快实施回购的进度。

回购完成后负债率仅上升0.43个百分点，EPS提升幅度为1.29%

根据此前的公告，假设最终实际实施的回购资金金额为下限23.3亿元，以2018年9月30日财务数据测算，回购金额约占公司总资产的0.55%、约占公司净资产的2.43%、约占公司流动资产的0.63%，占比均较小；公司资产负债率会由77.17%上升至77.60%，上升幅度较小，不会对公司的盈利能力、债务履行能力产生不利影响。若按照回购价格上限23.12元/股测算，回购股份数量约占公司目前总股本的1.27%。按照2017年度财务数据模拟测算，假设回购股份在2016年12月31日完成，在公司2017年度经营损益保持不变的情况下，公司2017年度基本每股收益提升1.29%。

股权激励改善公司激励机制，发行可转换为股票的公司债券优化公司资本结构

本次回购股份用途包括股权激励、员工持股计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券，其中回购股份的50%用于股权激励或员工持股计划，回购股份的50%用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。该方案的实施有利于公司优化资本结构，降低融资成本，改善公司激励机制，提高公司竞争力。

投资建议：我们认为公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。同时在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源，有望受益于粤港澳大湾区城市群发展规划。公司可结算资源充足，未来业绩有望继续高速增长。公司加快推进回购进程，充分彰显公司对当前价值的认可和对未来发展的信心。回购股票用于股权激励或员工持股计划，有利于改善公司激励机制，加强公司发展的内生动力。我们预计公司2018-2020年净利润约为143.8亿、178.2亿、216.3亿，对应EPS为1.82、2.25和2.74元，对应PE为11.51X、9.29X和7.66X，给予“买入”评级。

风险提示：销售不及预期，前海区域开发进度不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	63,572.83	75,454.68	99,941.14	127,309.01	163,735.25
增长率(%)	29.15	18.69	32.45	27.38	28.61
EBITDA(百万元)	18,426.45	22,378.15	25,368.38	31,141.46	37,331.78
净利润(百万元)	9,581.42	12,220.31	14,383.54	17,821.18	21,631.50
增长率(%)	97.54	27.54	17.70	23.90	21.38
EPS(元/股)	1.21	1.55	1.82	2.25	2.74
市盈率(P/E)	17.28	13.55	11.51	9.29	7.66
市净率(P/B)	2.93	2.42	2.15	1.89	1.52
市销率(P/S)	2.60	2.19	1.66	1.30	1.01
EV/EBITDA	7.17	8.85	7.57	6.26	4.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.05元
目标价格	30.15元

基本数据

A股总股本(百万股)	7,904.37
流通A股股本(百万股)	2,402.33
A股总市值(百万元)	165,596.50
流通A股市值(百万元)	50,328.91
每股净资产(元)	7.84
资产负债率(%)	77.17
一年内最高/最低(元)	24.09/15.92

作者

陈天诚	分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
徐超	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070007	
xuchao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《招商蛇口-季报点评:销售维持高速增长、投资收益超预期》2018-11-01
- 2 《招商蛇口-半年报点评:业绩超预期,销售高增长》2018-08-31
- 3 《招商蛇口-季报点评:业绩超预期,销售高增长》2018-05-03

事件：公司于 2019 年 2 月 20 日首次通过回购专用证券账户，以集中竞价方式回购公司股份 24,814,900 股，占公司总股本的 0.31%；本次回购股份最高成交价为 21.56 元/股，最低为 20.18 元/股，已支付的总金额为 522,775,498.30 元（不含印花税、佣金等交易费用）。

1. 后续继续回购的空间很大，回购均价已逼近上限

本次回购金额 5.23 亿元仅占此前公告的回购方案中回购资金下限 23.3 亿元的 22.5%，上限 40 亿元的 13.1%，后续继续回购的空间很大。本次回购成交均价为 21.07 元/股，为此前公告的回购价格上限 23.12 元/股的 91.1%，已逼近上限，不排除公司后续会加快实施回购的进度。

2. 回购完成后负债率仅上升 0.43 个百分点，EPS 提升幅度为 1.29%

根据此前的公告，假设最终实际实施的回购资金金额为下限 23.3 亿元，以 2018 年 9 月 30 日财务数据测算，回购金额约占公司总资产的 0.55%、约占公司净资产的 2.43%、约占公司流动资产的 0.63%，占比均较小；公司资产负债率会由 77.17% 上升至 77.60%，上升幅度较小，不会对公司的盈利能力、债务履行能力产生不利影响。若按照回购价格上限 23.12 元/股测算，回购股份数量约占公司目前总股本的 1.27%。按照 2017 年度财务数据模拟测算，假设回购股份在 2016 年 12 月 31 日完成，在公司 2017 年度经营损益保持不变的情况下，公司 2017 年度基本每股收益提升 1.29%。

3. 股权激励改善公司激励机制，发行可转换为股票的公司债券优化公司资本结构

本次回购股份用途包括股权激励、员工持股计划、转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券，其中回购股份的 50% 用于股权激励或员工持股计划，回购股份的 50% 用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。该方案的实施有利于公司优化资本结构，降低融资成本，改善公司激励机制，提高公司竞争力。

投资建议：我们认为公司储备货值充足，拿地扩张积极，销售有望维持高速增长。同时在粤港澳大湾区核心片区拥有大量土地资源，有望受益于粤港澳大湾区城市群发展规划。公司可结算资源充足，未来业绩有望继续高增长。公司加快推进回购进程，充分彰显公司对当前价值的认可和对未来发展的信心。回购股票用于股权激励或员工持股计划，有利于改善公司激励机制，加强公司发展的内生动力。我们预计公司 2018-2020 年净利润约为 143.8 亿、178.2 亿、216.3 亿，对应 EPS 为 1.82、2.25 和 2.74 元，对应 PE 为 11.51X、9.29X 和 7.66X，给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	45,602.73	45,277.68	54,967.62	63,654.78	73,681.14
应收账款	32,686.99	62,516.91	65,185.65	62,123.36	65,226.28
预付账款	12,468.08	5,792.21	12,184.52	10,792.36	12,917.13
存货	114,186.87	164,232.90	173,729.53	193,900.51	209,160.86
其他	6,007.35	8,765.56	8,764.56	8,764.56	8,764.56
流动资产合计	210,952.01	286,585.26	314,831.89	339,235.57	369,749.96
长期股权投资	2,951.95	8,263.94	13,575.93	14,831.93	16,230.93
固定资产	2,624.33	2,838.86	2,814.28	2,771.83	2,705.66
在建工程	372.08	220.62	168.37	149.02	119.41
无形资产	494.17	465.43	446.75	428.07	409.39
其他	33,337.14	34,246.81	34,985.29	35,880.21	36,881.13
非流动资产合计	39,779.67	46,035.66	51,990.61	54,061.06	56,346.52
资产总计	250,731.68	332,620.92	366,822.50	393,296.62	426,096.49
短期借款	4,443.60	16,768.08	24,061.68	36,701.87	26,666.51
应付账款	43,191.96	67,417.75	71,003.03	71,453.61	82,658.09
其他	73,152.39	83,123.69	111,775.00	109,036.97	137,435.77
流动负债合计	120,787.95	167,309.52	206,839.72	217,192.45	246,760.37
长期借款	38,285.29	60,696.56	43,980.26	44,336.54	20,000.00
应付债券	8,133.22	8,397.75	8,000.00	9,000.00	10,000.00
其他	5,699.54	3,434.37	3,434.37	3,434.37	3,434.37
非流动负债合计	52,118.05	72,528.69	55,414.63	56,770.91	33,434.37
负债合计	172,906.00	239,838.21	262,254.35	273,963.37	280,194.75
少数股东权益	21,395.39	24,414.68	27,697.45	31,764.80	36,701.78
股本	7,904.09	7,904.09	7,904.09	7,904.37	7,904.37
资本公积	19,753.86	19,714.41	19,586.96	19,591.74	19,591.74
留存收益	27,795.74	36,064.00	44,694.12	55,386.83	77,018.33
其他	976.60	4,685.52	4,685.52	4,685.52	4,685.52
股东权益合计	77,825.68	92,782.71	104,568.15	119,333.26	145,901.74
负债和股东权益总	250,731.68	332,620.92	366,822.50	393,296.62	426,096.49

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	12,186.88	15,009.36	14,383.54	17,821.18	21,631.50
折旧摊销	799.29	943.23	155.51	160.48	164.46
财务费用	1,740.00	1,210.23	928.61	864.14	645.58
投资损失	(4,202.61)	(2,910.05)	(3,500.00)	(3,700.00)	(3,700.00)
营运资金变动	(22,974.97)	(19,908.82)	13,900.36	(12,257.13)	19,249.31
其它	(263.33)	947.37	3,262.77	4,070.11	4,939.65
经营活动现金流	(12,714.74)	(4,708.69)	29,130.78	6,958.77	42,930.49
资本支出	1,652.25	8,431.83	5,371.99	1,336.00	1,449.00
长期投资	851.65	5,311.99	5,311.99	1,256.00	1,399.00
其他	2,978.82	(46,400.70)	(13,408.51)	(1,259.76)	(1,734.67)
投资活动现金流	5,482.73	(32,656.88)	(2,724.54)	1,332.24	1,113.33
债权融资	59,946.73	99,475.15	89,654.70	98,038.41	64,666.51
股权融资	905.62	2,920.12	(1,056.06)	(859.36)	(645.58)
其他	(49,096.63)	(68,612.37)	(105,314.95)	(96,783.17)	(98,038.41)
筹资活动现金流	11,755.72	33,782.91	(16,716.30)	395.87	(34,017.47)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4,523.72	(3,582.66)	9,689.94	8,686.88	10,026.36

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	63,572.83	75,454.68	99,941.14	127,309.01	163,735.25
营业成本	41,617.14	47,039.33	64,716.21	82,716.76	106,692.72
营业税金及附加	6,171.06	6,672.90	9,994.11	12,730.90	16,373.52
营业费用	1,159.89	1,467.70	1,898.88	2,291.56	3,602.18
管理费用	1,066.14	1,281.63	1,599.06	2,291.56	3,602.18
财务费用	1,417.74	835.73	928.61	864.14	645.58
资产减值损失	(51.28)	331.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(56.52)	(13.98)	(20.00)	2.76	2.67
投资净收益	4,202.61	2,910.05	3,500.00	3,700.00	3,700.00
其他	(8,292.17)	(5,822.05)	(6,960.00)	(7,405.52)	(7,405.34)
营业利润	16,338.22	20,751.98	24,284.26	30,116.85	36,521.75
营业外收入	219.37	157.89	220.00	240.00	280.00
营业外支出	77.76	175.92	100.00	120.00	100.00
利润总额	16,479.84	20,733.96	24,404.26	30,236.85	36,701.75
所得税	4,292.95	5,724.60	6,737.96	8,348.32	10,133.26
净利润	12,186.88	15,009.36	17,666.30	21,888.53	26,568.48
少数股东损益	2,605.47	2,789.05	3,282.77	4,067.35	4,936.98
归属于母公司净利润	9,581.42	12,220.31	14,383.54	17,821.18	21,631.50
每股收益(元)	1.21	1.55	1.82	2.25	2.74

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	29.15%	18.69%	32.45%	27.38%	28.61%
营业利润	62.94%	27.01%	17.02%	24.02%	21.27%
归属于母公司净利润	97.54%	27.54%	17.70%	23.90%	21.38%
获利能力					
毛利率	34.54%	37.66%	35.25%	35.03%	34.84%
净利率	15.07%	16.20%	14.39%	14.00%	13.21%
ROE	16.98%	17.87%	18.71%	20.35%	19.81%
ROIC	26.09%	26.48%	16.32%	21.70%	23.01%
偿债能力					
资产负债率	68.96%	72.11%	71.49%	69.66%	65.76%
净负债率	77.20%	72.60%	90.93%	98.57%	76.95%
流动比率	1.75	1.71	1.52	1.56	1.50
速动比率	0.80	0.73	0.68	0.67	0.65
营运能力					
应收账款周转率	2.53	1.59	1.57	2.00	2.57
存货周转率	0.54	0.54	0.59	0.69	0.81
总资产周转率	0.28	0.26	0.29	0.33	0.40
每股指标(元)					
每股收益	1.21	1.55	1.82	2.25	2.74
每股经营现金流	-1.61	-0.60	3.69	0.88	5.43
每股净资产	7.14	8.65	9.73	11.08	13.82
估值比率					
市盈率	17.28	13.55	11.51	9.29	7.66
市净率	2.93	2.42	2.15	1.89	1.52
EV/EBITDA	7.17	8.85	7.57	6.26	4.16
EV/EBIT	7.44	9.19	7.62	6.29	4.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com