

融創(1918 HK, HK\$9.01, 目標價: HK\$10.0, 持有) — 重回起步點

- ❖ **收購佳兆業失敗。**融創宣佈放棄對佳兆業(1638 HK)大股東郭英成收購其手上的49.25%股權，放棄的原因是之前定下的所需的先決條件不可能達成。郭英成將退回所收取的定金予融創，其中11.625億港元已在5月29日前退回，餘下的11.625億港元將連同利息於12月28日前交還。雖然融創在今年2月已購入佳兆業在上海的4個項目，但佳兆業有權在明年2月前回購項目，所以此收購仍然不明朗。
- ❖ **綠城合營公司收購塵埃落定。**融創與綠城中國(3900 HK)簽定關於資產互換框架協議，融創將會向綠城中國出售3個項目(於杭州、北京及上海各有1個)的部份權益，而融創將向綠城中國購入3個項目(2個於上海及1個在杭州)的部份權益，而且融創將會購入上海融創綠城及Sunac Greentown的餘下50%權益。融創將會向綠城中國交付的現金為33.9億元(人民幣·下同)以完成交易，而融創可以錄取8.14億元的稅前利潤。在交易完成後，我們相信融創綠城合營公司的最重要資產會給綠城中國取走。
- ❖ **2015年1-4月平坦的銷售表現。**2015年1-4月的合同銷售金額下跌0.2%至184億元，不過同期的銷售面積增加6.2%至79萬平方米。雖然中國政府自今年3月開始放寬房屋調控政策，但融創4月份的單月銷售仍然同比下跌8.1%至45.2億元。截至4月底，融創完成全年銷售目標660億元的27.9%。雖然銷售增長表現欠佳，但銷售步伐仍可維持。
- ❖ **具股份增發的風險。**因為資產互換，我們調整2015-17年盈利預測至36.3億、49.7億元及63.2億元；我們輕微調整2015年底的資產淨值預測由16.73港元至16.66港元。收購綠城及佳兆業的不明朗因素已消除，但基於融創的積極的商業模式及股價自年初上升14.2%，我們擔心融創會有增發股份的機會。因此我們以40%(之前為60%)來計算目標價，我們上調目標價由6.69港元至10.0港元。評級重申為「持有」。

財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
營業額(百萬港元)	30,837	25,072	24,303	35,830	51,500
淨利潤(百萬港元)	3,178	3,209	3,631	4,965	6,315
每股收益(港元)	0.963	0.958	1.073	1.467	1.866
每股收益變動(%)	10.9	(0.5)	12.1	36.7	27.2
市盈率(x)	7.5	7.5	6.7	4.9	3.9
市帳率(x)	1.8	1.5	1.3	1.0	0.8
股息率(%)	2.6	2.6	3.3	4.2	4.2
權益收益率(%)	23.4	19.6	18.8	21.0	21.5
淨財務槓桿率(%)	69.7	44.5	40.0	36.6	39.0

來源: 公司、招銀國際證券預測

融創(1918 HK)

評級	持有
收市價	HK\$9.01
目標價	HK\$10.0
市值(港幣百萬)	30,612
過去3月平均交易(港幣百萬)	203
52周高/低(港幣)	10.78/3.89
發行股數(百萬)	3,382
主要股東	孫宏斌(48.0%)

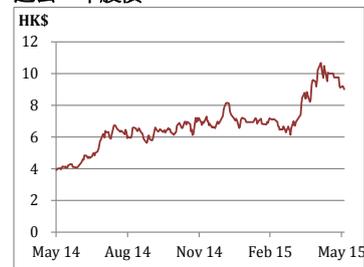
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-10.7%	-8.5%
3月	28.1%	14.1%
6月	35.1%	16.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	30,837	25,072	24,303	35,830	51,500
物業發展	30,573	24,709	23,904	35,398	51,034
物業投資	17	11	11	13	14
物業管理	247	353	388	419	452
銷售成本	(23,660)	(20,730)	(18,257)	(26,373)	(37,618)
毛利	7,177	4,342	6,046	9,457	13,883
銷售費用	(615)	(697)	(583)	(752)	(927)
行政費用	(520)	(681)	(486)	(645)	(850)
其他收益	132	998	840	(6)	(68)
息稅前收益	6,172	3,962	5,817	8,053	12,038
融資成本	(580)	(1,267)	(869)	(898)	(953)
聯營公司	72	2,181	842	1,398	1,695
特殊收入	20	13	-	-	-
稅前利潤	5,684	4,889	5,790	8,553	12,780
所得稅	(2,191)	(1,669)	(1,905)	(2,956)	(4,804)
非控制股東權益	(315)	(11)	(254)	(632)	(1,661)
淨利潤	3,178	3,209	3,631	4,965	6,315
核心淨利潤	3,163	3,199	3,631	4,965	6,315

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	9,765	14,895	10,345	11,828	14,634
物業、廠房及設備	65	62	65	70	74
投資物業	252	239	280	298	330
聯營公司	7,909	12,049	8,500	10,000	12,800
無形資產	234	149	100	60	30
其他	1,305	2,397	1,400	1,400	1,400
流動資產	87,590	97,467	106,652	116,497	124,900
現金及現金等價物	16,009	25,041	23,452	25,697	24,000
應收貿易款項	3,720	5,043	8,800	9,400	10,500
關連款項	9,755	17,999	16,400	16,400	16,400
存貨	58,106	49,383	58,000	65,000	74,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	51,789	64,949	62,550	65,850	69,930
借債	7,835	13,840	9,100	9,200	9,480
應付貿易賬款	30,547	23,887	29,000	32,200	36,000
應付稅項	6,512	6,509	6,600	6,600	6,600
關連款項	6,895	20,714	17,850	17,850	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	27,355	26,431	30,300	33,800	35,000
借債	20,872	20,544	24,000	27,000	28,000
遞延稅項	6,483	5,887	6,300	6,800	7,000
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	4,606	4,630	4,800	5,000	5,250
淨資產總值	13,605	16,353	19,347	23,675	29,354
股東權益	13,605	16,353	19,347	23,675	29,354

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	6,172	3,962	5,817	8,053	12,038
折舊和攤銷	24	25	31	33	35
營運資金變動	(107)	3,213	(8,990)	(6,400)	(8,300)
稅務開支	(2,790)	(2,735)	(1,400)	(2,456)	(4,604)
其他	5,025	12,253	1,335	1,762	1,115
經營活動所得現金淨額	8,324	16,717	(3,208)	991	284
購置固定資產	(9,424)	(6,340)	28	28	31
聯營公司	(4,609)	(7,525)	3,788	(1,052)	(2,267)
其他	(1,035)	4,980	997	-	-
投資活動所得現金淨額	(15,067)	(8,885)	4,813	(1,024)	(2,236)
股份發行	1,628	126	-	-	-
淨銀行借貸	7,972	6,172	(1,284)	3,100	1,280
股息	(261)	(636)	(637)	(812)	(1,015)
其他	2,511	(6,245)	(1,265)	-	-
融資活動所得現金淨額	11,851	(583)	(3,185)	2,288	265
現金增加淨額	5,107	7,250	(1,579)	2,255	(1,687)
年初現金及現金等價物	8,394	13,414	20,657	19,068	21,313
匯兌	(87)	(6)	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	13,414	20,657	19,068	21,313	19,616
受限制現金	2,595	4,384	4,384	4,384	4,384
資產負債表的現金	16,009	25,041	23,452	25,697	24,000

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	99.1	98.6	98.4	98.8	99.1
物業投資	0.1	-	-	-	-
物業管理	0.8	1.4	1.6	1.2	0.9
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	48.0	(18.7)	(3.1)	47.4	43.7
毛利	33.3	(39.5)	39.3	56.4	46.8
經營利率	35.9	(35.8)	46.8	38.4	49.5
淨利潤	21.9	1.0	13.1	36.7	27.2
盈利能力比率 (%)					
毛利率	23.3	17.3	24.9	26.4	27.0
稅前利率	18.4	19.5	23.8	23.9	24.8
淨利潤率	10.3	12.8	14.9	13.9	12.3
核心淨利潤率	10.3	12.8	14.9	13.9	12.3
有效稅率	38.5	34.1	32.9	34.6	37.6
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.7	1.5	1.7	1.8	1.8
平均應收賬款周轉天數	22.0	36.7	66.1	47.9	37.2
平均應付賬款周轉天數	407.3	479.2	528.7	423.5	330.9
平均存貨周轉天數	806.1	946.3	1,073.4	851.2	674.4
淨負債/ 總權益比率 (%)	69.7	44.5	40.0	36.6	39.0
回報率 (%)					
資本回報率	27.5	21.4	20.3	23.1	23.8
資產回報率	3.8	3.1	3.2	4.0	4.7
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.963	0.958	1.073	1.467	1.866
每股股息(人民幣)	0.191	0.190	0.240	0.300	0.300
每股賬面值(人民幣)	4.10	4.85	5.72	7.00	8.67

來源: 公司、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。