

**融創中國 (1918 HK, HK\$4.1, 目標價：HK\$3.71, 持有) — 負債較高**

- ❖ **發行 2017 年到期的加息債。**融創在 10 月中旬宣布成功發行了 12.5% 息率於 2017 年到期的優先票據，並籌集了 4 億美元。所得款項淨額 3.9 億美元擬用作收購新土地及一般企業營運用途。標準普爾及惠譽國際給予融創優先票據評級分別為 “B+” 和 “BB-”。
- ❖ **成立綠城合營企業後買了更多的土地。**融創 6 月以後買了 4 幅土地，應佔建築面積及應佔權益的土地成本分別為 251,271 平方米及 26.5 億元(人民幣·下同)。目前總土地儲備及應佔權益土地儲備分別為 1148 萬平方米及 756 萬平方米。融創的土地儲備大部分位於經濟增長強勁的二線城市。因此，促進了銷售增長。合約銷售金額在 2012 年首 9 個月同比增長 58% 至 213.5 億元。
- ❖ **至 2012 年中備考淨資產負債比率飆升至 151%。**2012 年 10 月，融創發佈“成立合營公司及收購房地產項目公司”的通函，內容是關於與綠城的交易。根據核數師所編制的資料，如果收購綠城的項目及新的合資公司的開始操作，至 2012 年 6 月 30 日銀行借款將由 124.5 億元增加至 176 億元。因此，淨負債比率（借貸淨額除以股東資金及少數股東權益的總和）將由合併合營公司前的 93.4% 激增至 151.0%，高於 1 倍淨資產負債比率會是一個關注的問題。
- ❖ **輕微改變盈利預測。**我們並不期望 6 月後新收購 4 塊土地會在 2012-2014 年有利潤貢獻。另一方面，加息債券將令利息費用增加，但根據最新的會計準則，大部分的利息費用將被可資本化。因此，我們輕微上調 2012 年盈利預測 0.1% 至 31 億元，但 2013 年及 2014 年盈利預測分別縮減 3.0% 至 34.5 億元及 4.5% 至 38.8 億元。
- ❖ **維持「持有」評級。**因為新增的土地儲備及合營公司的最新財務資料，我們上調融創在 2012 年底的每股資產淨值預測，從 11.04 港元升至 12.37 港元。目前估值相等於 3.3 倍 2012 年市盈率或較資產淨值折讓 66.9%。估值便宜，但財務風險較高。因此，我們的目標價將繼續使用 70% 對資產淨值的折讓。新的目標價從 3.31 港元上調至 3.71 港元。維持「持有」評級。

**財務資料**

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	6,654	10,604	19,843	24,319	32,135
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,542	2,356	3,100	3,455	3,883
每股收益 (人民幣)	0.636	0.785	1.032	1.150	1.292
每股收益變動 (%)	73.5	23.5	31.4	11.4	12.4
市盈率(x)	5.3	4.3	3.3	2.9	2.6
市帳率(x)	2.2	1.4	1.0	0.8	0.6
股息率 (%)	0.0	2.3	3.0	3.9	4.5
權益收益率 (%)	33.1	33.4	31.5	26.8	23.8
淨財務槓桿率 (%)	31.0	109.3	110.6	78.1	57.0

來源：公司及招銀國際研究部

**融創中國 (1918 HK)**

評級	持有
收市價	HK\$4.10
目標價	HK\$3.71
市值 (港幣百萬)	12,339
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	11.7
52 周高/低 (港幣)	4.12/1.4
發行股數 (百萬)	3,009
主要股東	孫宏斌(52%)

來源：彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	3.9%	1.1%
3 月	20.8%	11.7%
6 月	64.6%	62.0%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>6,654</b>	<b>10,604</b>	<b>19,843</b>	<b>24,319</b>	<b>32,135</b>
物業發展	6,594	10,433	19,644	24,082	31,854
物業投資	19	18	19	20	21
物業管理	41	153	181	217	260
銷售成本	(3,776)	(7,038)	(12,586)	(15,440)	(21,119)
<b>毛利</b>	<b>2,878</b>	<b>3,566</b>	<b>7,257</b>	<b>8,879</b>	<b>11,016</b>
銷售費用	(109)	(314)	(556)	(681)	(1,028)
行政費用	(156)	(301)	(437)	(486)	(707)
其他收益	41	29	58	34	30
<b>息稅前收益</b>	<b>2,655</b>	<b>2,981</b>	<b>6,323</b>	<b>7,745</b>	<b>9,311</b>
融資成本	(187)	(202)	(76)	(84)	(88)
聯營公司	129	(10)	(8)	15	493
特殊收入	-	760	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>2,597</b>	<b>3,528</b>	<b>6,239</b>	<b>7,676</b>	<b>9,716</b>
所得稅	(1,056)	(1,145)	(2,685)	(3,298)	(3,952)
非控制股東權益	1	(27)	(454)	(923)	(1,881)
<b>淨利潤</b>	<b>1,542</b>	<b>2,356</b>	<b>3,100</b>	<b>3,455</b>	<b>3,883</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,542</b>	<b>2,413</b>	<b>3,100</b>	<b>3,455</b>	<b>3,883</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>非流動資產</b>	<b>1,776</b>	<b>2,749</b>	<b>4,460</b>	<b>5,317</b>	<b>5,075</b>
物業、廠房及設備	18	28	35	42	50
投資物業	584	552	580	630	680
聯營公司	638	1,421	3,000	3,800	3,500
無形資產	309	314	314	314	314
其他	228	435	531	531	531
<b>流動資產</b>	<b>13,973</b>	<b>30,863</b>	<b>45,101</b>	<b>48,309</b>	<b>53,984</b>
現金及現金等價物	4,249	3,867	6,601	6,109	6,684
應收貿易款項	682	1,345	2,500	2,700	2,800
關連款項	0	-	-	-	-
存貨	9,042	25,651	36,000	39,500	44,500
其他	-	-	-	-	-
<b>流動負債</b>	<b>6,118</b>	<b>14,628</b>	<b>22,901</b>	<b>24,401</b>	<b>26,001</b>
借債	1,068	2,254	4,500	4,200	4,000
應付貿易賬款	3,869	11,053	16,600	17,900	19,500
應付稅項	731	1,255	1,800	2,300	2,500
關連款項	450	66	1	1	1
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>4,968</b>	<b>11,579</b>	<b>15,310</b>	<b>14,310</b>	<b>14,310</b>
借債	4,625	9,321	13,000	12,000	12,000
遞延稅項	211	2,258	2,310	2,310	2,310
其他	132	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>-</b>	<b>355</b>	<b>1,500</b>	<b>2,000</b>	<b>2,400</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>4,664</b>	<b>7,051</b>	<b>9,850</b>	<b>12,915</b>	<b>16,348</b>
<b>股東權益</b>	<b>4,664</b>	<b>7,051</b>	<b>9,850</b>	<b>12,915</b>	<b>16,348</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	2,655	2,981	6,323	7,745	9,311
折舊和攤銷	10	14	21	26	32
營運資金變動	(3,922)	10,161	(9,917)	(4,100)	(5,500)
稅務開支	(328)	(1,246)	(2,088)	(2,798)	(3,752)
其他	7	(14,584)	3,376	1,061	637
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(1,578)</b>	<b>(2,675)</b>	<b>(2,285)</b>	<b>1,934</b>	<b>728</b>
購置固定資產	(4)	(832)	14	19	24
聯營公司	(189)	(637)	(1,610)	(845)	414
其他	1	(10)	(96)	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(192)</b>	<b>(1,479)</b>	<b>(1,692)</b>	<b>(826)</b>	<b>438</b>
股份發行	2,041	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,242	3,178	5,925	(1,300)	(200)
股息	(191)	-	(236)	(300)	(391)
其他	(789)	(219)	(65)	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>4,303</b>	<b>2,959</b>	<b>5,625</b>	<b>(1,600)</b>	<b>(591)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>2,534</b>	<b>(1,195)</b>	<b>1,648</b>	<b>(492)</b>	<b>575</b>
年初現金及現金等價物	1,424	3,958	2,763	4,411	3,919
匯兌	-	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>3,958</b>	<b>2,763</b>	<b>4,411</b>	<b>3,919</b>	<b>4,494</b>
受限制現金	291	1,104	2,190	2,190	2,190
<b>資產負債表的現金</b>	<b>4,249</b>	<b>3,867</b>	<b>6,601</b>	<b>6,109</b>	<b>6,684</b>

來源: 公司及招銀國際研究部

## 主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	99.1	98.4	99.0	99.0	99.1
物業投資	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
物業管理	0.6	1.4	0.9	0.9	0.8
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	43.3	33.6	36.6	36.5	34.3
稅前利率	39.0	33.3	31.4	31.6	30.2
淨利潤率	23.2	22.2	15.6	14.2	12.1
核心淨利潤率	23.2	22.8	15.6	14.2	12.1
有效稅率	40.7	32.5	43.0	43.0	40.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	2.3	2.1	2.0	2.0	2.1
速動比率 (x)	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
平均應收賬款周轉天數	18.7	23.2	23.0	20.3	15.9
平均應付帳款周轉天數	411.5	387.0	401.0	407.8	323.2
平均存貨周轉天數	717.8	899.7	893.9	892.4	725.9
總負債/權益比率 (%)	122.1	164.2	177.7	125.4	97.9
淨負債/權益比率 (%)	31.0	109.3	110.6	78.1	57.0
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	51.1	40.2	36.7	30.4	26.5
資產回報率	12.1	9.5	7.5	6.7	6.9
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.636	0.785	1.032	1.150	1.292
每股股息 (人民幣)	-	0.079	0.100	0.130	0.150
每股賬面值 (人民幣)	1.55	2.35	3.28	4.30	5.44

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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。而過去的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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。