

融創(1918 HK, HK\$6.94, 目標價: HK\$8.24, 買入) — 皆大歡喜但.....

- ❖ **證實收購佳兆業。**融創在上週五與佳兆業(1638 HK)的主要股東(郭氏兄弟)達成一個股份收購協議，準備收購郭氏兄弟持有佳兆業的 49.25% 股權，收購價為每股 1.8 港元或總價為 45.53 億港元。根據收購守則，融創會就所有以發行股份以每股 1.8 港元提出可能有條件強制性現金要約。此外，融創收到富德生命的不可撤銷承諾，富德生命為佳兆業的第二大股東及持有 29.94% 佳兆業股權，富德生命將不接納要約及不會出售股份與融創或其他第三者。
- ❖ **股份買賣協議的先決條件。**收購在以下條件達成後方為有效。1) 債務違約已解決及部份或所有現有債務已重組; 2) 現有債務的所有可能違約條款已被豁免; 3) 所有現有的糾紛、法院申請已解決; 4) 所有佳兆業的業務運營非正常狀態已解決; 及 5) 獲得融創股東的批准。如果以上條款未能在 2015 年 7 月 31 日達成，任何一方可終止買賣協議。
- ❖ **幫助融創開拓華南市場。**佳兆業在國內 31 個城市投資 90 個地產項目。於 2014 年中的總土地儲備共 2,360 萬平方米，其中於珠三角地區佔總土地儲備 43%。因為融創並未拓展至華南地區，收購佳兆業可幫助融創開拓華南市場。此外，佳兆業於 2014 年中的每股賬面值為 4.45 港元，以 0.4 倍的市帳率收購價可令融創以吸引的價錢來擴張土地儲備。不過，佳兆業負債較高，於 2014 年中的淨負債比率為 78.5%，所以併表後的融創負債率將被拉高。
- ❖ **維持目標價及盈利預測不變。**融創收購綠城中國(3900 HK)主要股權失敗，並受九龍倉(4 HK)就收購融綠合營公司的挑戰。因為收購行動的不明朗，我們維持融創 2014-16 年盈利預測不變，分別為 40.5 億元人民幣、43.0 億元人民幣及 53.1 億元人民幣。此外，我們也維持 2015 年底的每股資產淨值預測不變，目標價為 8.24 港元，與 2015 年底的每股資產淨值折讓為 50%，評級維持為買入。

融創 (1918 HK)

評級	買入
收市價	HK\$6.94
目標價	HK\$8.24
市值 (港幣百萬)	23,480
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	105
52 周高/低 (港幣)	8.65/3.44
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	-6.1%	-9.0%
3 月	-0.3%	-4.1%
6 月	12.8%	11.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	20,843	30,837	37,044	38,322	51,318
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,607	3,178	4,050	4,295	5,312
每股收益 (元人民幣)	0.868	0.963	1.211	1.274	1.576
每股收益變動 (%)	10.5	10.9	25.8	5.3	23.7
市盈率(x)	6.4	5.8	4.6	4.4	3.5
市帳率(x)	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7
股息率 (%)	1.4	3.4	3.6	4.3	5.4
權益收益率 (%)	27.5	23.4	23.7	20.7	20.9
淨財務槓杆率 (%)	78.9	69.7	51.1	47.4	47.4

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	20,843	30,837	37,044	38,322	51,318
物業發展	20,654	30,573	36,749	37,998	50,968
物業投資	17	32	34	37	41
物業管理	171	232	260	286	309
銷售成本	(15,460)	(23,660)	(27,589)	(28,500)	(40,159)
毛利	5,382	7,177	9,455	9,821	11,159
銷售費用	(530)	(615)	(704)	(728)	(924)
行政費用	(355)	(520)	(593)	(632)	(847)
其他收益	43	132	(77)	(56)	(96)
息稅前收益	4,541	6,172	8,081	8,405	9,293
融資成本	(113)	(580)	(789)	(835)	(847)
聯營公司	(39)	72	521	937	1,314
特殊收入	295	20	-	-	-
稅前利潤	4,685	5,684	7,814	8,507	9,759
所得稅	(2,070)	(2,191)	(3,698)	(4,021)	(3,981)
非控制股東權益	(7)	(315)	(65)	(192)	(466)
淨利潤	2,607	3,178	4,050	4,295	5,312
核心淨利潤	2,312	3,163	4,050	4,295	5,312

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	6,103	9,765	10,159	10,679	10,902
物業、廠房及設備	49	65	60	65	70
投資物業	571	252	265	280	298
聯營公司	4,205	7,909	8,200	8,700	8,900
無形資產	309	234	234	234	234
其他	970	1,305	1,400	1,400	1,400
流動資產	64,832	87,590	100,697	105,066	113,290
現金及現金等價物	12,263	16,009	21,497	19,666	18,490
應收貿易款項	3,105	3,720	4,800	5,000	5,400
關連款項	3,062	9,755	16,400	16,400	16,400
存貨	46,401	58,106	58,000	64,000	73,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	44,294	51,789	59,450	58,950	62,150
借債	11,783	7,835	10,000	8,000	9,200
應付貿易賬款	22,262	26,049	25,000	26,500	28,500
應付稅項	5,096	6,512	6,600	6,600	6,600
關連款項	5,153	11,393	17,850	17,850	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	14,646	27,355	29,300	30,800	31,000
借債	9,942	20,872	22,800	24,000	24,000
遞延稅項	4,537	6,483	6,500	6,800	7,000
其他	167	-	-	-	-
少數股東權益	2,505	4,606	5,000	5,230	5,600
淨資產總值	9,489	13,605	17,106	20,765	25,442
股東權益	9,489	13,605	17,106	20,765	25,442

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	4,541	6,172	8,081	8,405	9,293
折舊和攤銷	15	24	33	30	33
營運資金變動	(1,577)	(107)	(3,376)	(8,200)	(8,900)
稅務開支	(1,688)	(2,790)	(3,594)	(3,721)	(3,781)
其他	8,219	5,025	1,456	3,312	1,551
經營活動所得現金淨額	9,509	8,324	2,600	(174)	(1,805)
購置固定資產	(2,573)	(9,424)	38	25	28
聯營公司	(2,692)	(4,609)	(130)	(203)	220
其他	5	(1,035)	(95)	-	-
投資活動所得現金淨額	(5,260)	(15,067)	(188)	(178)	247
股份發行	24	1,628	87	-	-
淨銀行借貸	3,757	7,972	4,094	(800)	1,200
股息	(236)	(261)	(631)	(669)	(809)
其他	(2,162)	2,511	(188)	-	-
融資活動所得現金淨額	1,382	11,851	3,362	(1,469)	391
現金增加淨額	5,632	5,107	5,775	(1,821)	(1,166)
年初現金及現金等價物	2,763	8,394	13,414	19,179	17,348
匯兌	(1)	(87)	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	8,394	13,414	19,179	17,348	16,172
受限制現金	3,869	2,595	2,318	2,318	2,318
資產負債表的現金	12,263	16,009	21,497	19,666	18,490

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	99.1	99.1	99.2	99.2	99.3
物業投資	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
物業管理	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	96.6	48.0	20.1	3.4	33.9
毛利	50.9	33.3	31.7	3.9	13.6
經營利率	52.3	35.9	30.9	4.0	10.6
淨利潤	10.7	21.9	27.4	6.0	23.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.8	23.3	25.5	25.6	21.7
稅前利率	22.5	18.4	21.1	22.2	19.0
淨利潤率	12.5	10.3	10.9	11.2	10.4
核心淨利潤率	11.1	10.3	10.9	11.2	10.4
有效稅率	44.2	38.5	47.3	47.3	40.8
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
平均應收賬款周轉天數	27.2	22.0	23.6	23.8	19.2
平均應付賬款周轉天數	376.7	372.6	337.7	329.8	249.9
平均存貨周轉天數	850.5	806.1	768.0	781.2	622.6
淨負債/ 總權益比率 (%)	78.9	69.7	51.1	47.4	47.4
回報率 (%)					
資本回報率	31.5	27.5	26.4	22.7	23.0
資產回報率	5.0	3.8	3.9	3.8	4.4
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.868	0.963	1.211	1.274	1.576
每股股息 (人民幣)	0.078	0.191	0.200	0.240	0.300
每股賬面值 (人民幣)	3.15	4.10	5.08	6.16	7.55

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(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。