

融创中国 (1918 HK, HK\$3.08, 目标价: HK\$3.31, 持有) — 加速增长但负债上升

❖ **与绿城组建合资企业。**融创上周五宣布将与绿城中国合组一家各占 50% 股权的合资公司，合资公司将从绿城收购 9 个项目，总代价为 33.7 亿元(人民币·下同)。这 9 个物业项目的总可售建筑面积和总应占权益面积分别为 252 万平方米和 144 万平方米。除天津蓝色海岸外，其余 8 个项目皆位于南苏和上海。融创可以通过这种合作，迅速地开拓上海房地产市场。这个合资企业未来也可参与在南苏和上海的其他物业发展项目。融创的管理层已经证实，他们可以通过内部资源融资这些收购，因为在过去几个月的合同销售强劲。

❖ **对融创的影响。**在收购以后，融创总土地储备和应占权益土地储备将分别增加至 1,050 万平方米及 773 万平方米；此外，公司将进入上海和常州的新市场。然而，净负债比率料将在 2012 年底增至 123%，因为大部分收购的成果会在 2013 年反映出来。

❖ **盈利在 2013 年和 2014 年获得提升。**我们预期在 2012-14 年的交付建筑面积分别为 112 万平方米、123 万平方米和 196 万平方米，分别比收购前我们预测的 89 万平方米、104 万平方米和 161 万平方米为高。因此，我们上调 2012-14 年的收入预测，分别调高 22.1%/28.6%/41.5% 至 198 亿元/243 亿元/321 亿元。不过，扣除少数股东权益将抵消部分收入增长的影响。因此，我们上调 2012-14 年的净利润预测，分别调高 2.0%/6.6%/11.2% 至 28.8 亿元/34.3 亿元/41.5 亿元。

❖ **评级下调至持有。**收购后，根据物业发展以 8.9% 的加权资金成本的自由现金流折让办法(DCF)及投资物业以成本计算，我们向上修改融创的 2012 年底每股资产净值预测，由 10.87 港元上升至 11.05 港元。因此，我们的目标价由 3.26 港元上调至 3.31 港元，较资产净值折让 70%。我们相信以 70% 折让资产净值已反映了高负债的风险。升值潜力是 7.6%。

融创中国 (1918 HK)

评级	持有
收市价	HK\$3.08
目标价	HK\$3.31
市值(港币百万)	9,240
过去 3 月平均交易(港币百万)	10.3
52 周高/低(港币)	3.19/1.17
发行股数(百万)	3,000
主要股东	孙宏斌(52%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	27.8%	25.6%
3 月	23.7%	34.6%
6 月	97.4%	93.6%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(人民币百万元)	6,654	10,604	19,843	24,319	32,135
净利润(人民币百万元)	1,542	2,356	2,884	3,428	4,153
每股收益(人民币)	0.636	0.785	0.961	1.143	1.384
每股收益变动(%)	73.5	23.5	22.4	18.9	21.2
市盈率(x)	3.9	3.2	2.6	2.2	1.8
市帐率(x)	1.6	1.1	0.8	0.6	0.5
股息率(%)	0.0	3.1	4.0	5.2	6.0
权益收益率(%)	33.1	33.4	29.9	27.0	25.4
净财务杠杆率(%)	31.0	109.3	122.5	74.4	50.6

来源: 公司及招銀国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	6,654	10,604	19,843	24,319	32,135
物业发展	6,594	10,433	19,644	24,082	31,854
物业投资	19	18	19	20	21
物业管理	41	153	181	217	260
销售成本	(3,776)	(7,038)	(12,586)	(15,382)	(20,836)
毛利	2,878	3,566	7,257	8,937	11,299
销售费用	(109)	(314)	(595)	(681)	(1,028)
行政费用	(156)	(301)	(437)	(486)	(707)
其他收益	41	29	23	22	15
息税前收益	2,654	2,980	6,248	7,791	9,579
融资成本	(187)	(202)	(283)	(302)	(270)
联营公司	129	(10)	-	154	759
特殊收入	-	760	-	-	-
税前利润	2,597	3,528	5,965	7,644	10,068
所得税	(1,056)	(1,145)	(2,628)	(3,291)	(4,026)
非控制股东权益	1	(27)	(454)	(925)	(1,889)
净利润	1,542	2,356	2,884	3,428	4,153
核心净利润	1,542	2,413	2,884	3,428	4,153

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	1,776	2,749	4,164	4,921	4,279
物业、厂房及设备	18	28	35	42	50
联营公司	638	1,421	2,800	3,500	2,800
投资物业	584	552	580	630	680
无形资产	309	314	314	314	314
其他	228	435	435	435	435
流动资产	13,973	30,863	41,694	42,475	46,821
现金及现金等价物	4,249	3,867	4,194	3,775	3,221
应收贸易款项	682	1,345	2,500	2,700	2,800
关连款项	0	-	-	-	-
存货	9,042	25,651	35,000	36,000	40,800
其他	-	-	-	-	-
流动负债	6,118	14,628	20,966	21,466	22,566
借债	1,068	2,254	4,500	4,200	4,000
应付贸易账款	3,869	11,053	14,600	14,900	16,000
应付税项	731	1,255	1,800	2,300	2,500
关连款项	450	66	66	66	66
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	4,968	11,579	13,758	11,258	9,758
借债	4,625	9,321	11,500	9,000	7,500
递延税项	211	2,258	2,258	2,258	2,258
其他	132	-	-	-	-
少数股东权益	-	355	1,500	2,000	2,400
净资产总值	4,664	7,051	9,634	12,672	16,376
股东权益	4,664	7,051	9,634	12,672	16,376

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息税前收益	2,655	2,981	6,248	7,791	9,579
折旧和摊销	10	14	21	26	32
营运资金变动	(3,922)	10,161	(8,917)	(1,600)	(5,300)
稅務开支	(328)	(1,246)	(2,083)	(2,791)	(3,826)
其他	7	(14,584)	2,261	(66)	124
经营活动所得现金净额	(1,578)	(2,675)	(2,470)	3,360	609
购置固定资产	(4)	(832)	14	19	24
聯營公司	(189)	(637)	(1,408)	(699)	903
其他	1	(10)	0	-	-
投资活动所得现金净额	(192)	(1,479)	(1,393)	(679)	927
股份發行	2,041	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,242	3,178	4,425	(2,800)	(1,700)
股息	(191)	-	(236)	(300)	(390)
其他	(789)	(219)	(0)	-	-
融资活动所得现金净额	4,303	2,959	4,190	(3,100)	(2,090)
现金增加净额	2,534	(1,195)	327	(419)	(554)
年初现金及现金等价物	1,424	3,958	2,763	3,090	2,671
匯兌	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,958	2,763	3,090	2,671	2,117
受限制现金	291	1,104	1,104	1,104	1,104
资产负债表上的现金	4,249	3,867	4,194	3,775	3,221

来源: 公司及招銀国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
物业发展	99.1	98.4	99.0	99.0	99.1
物业投资	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
物业管理	0.6	1.4	0.9	0.9	0.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	43.3	33.6	36.6	36.7	35.2
稅前利率	39.0	33.3	30.1	31.4	31.3
淨利润率	23.2	22.2	14.5	14.1	12.9
核心淨利润率	23.2	22.8	14.5	14.1	12.9
有效稅率	40.7	32.5	44.1	43.1	40.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.3	2.1	2.0	2.0	2.1
速动比率 (x)	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
平均应收账款周转天数	18.7	23.2	23.0	20.3	15.9
平均应付账款周转天数	411.5	387.0	372.0	350.0	270.6
平均存货周转天数	717.8	899.7	879.4	842.4	672.7
总负债/ 权益比率 (%)	122.1	164.2	166.1	104.2	70.2
淨负债/ 权益比率 (%)	31.0	109.3	122.5	74.4	50.6
回报率 (%)					
资本回报率	51.1	40.2	34.6	30.7	28.6
资产回报率	12.1	9.5	7.3	7.4	8.4
每股数据					
每股盈利 (人民幣)	0.636	0.785	0.961	1.143	1.384
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	3.21	4.22	5.46

来源: 公司及招銀国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他个人。