

融創 (1918 HK, HK\$3.91, 目標價: HK\$5.69, 買入) — 因負債高而估值偏低

- ❖ **2013年核心利潤上升22%**。2013年收入和淨利潤分別增加48.0%至308億元(人民幣·下同)和21.9%至31.8億元。受惠於入賬的建築面積上漲46.2%至172萬平方米，因此，物業發展收入大幅上升48.0%至306億元。因為受與綠城合營項目7.0%毛利率及一些收購項目已評估增值影響，整體毛利率由2012年的25.8%收窄至2013年的23.3%。撇除重估收益，基礎盈利上升22%至31.6億元，較我們預期高3.2%。
- ❖ **2013年合約銷售增加54%**。2013年合同銷售金額和面積分別增長54%至547億元人民幣和26%至251萬平方米。2014年，融創將會推出51個項目銷售，其中15個為新項目，可供銷售貨源為1240億元，2014年銷售目標定為650億元。主席孫宏斌表示對國內物業市場審慎，尤其是剛需物業供應龐大，所以把2014年的去貨率定為52.4%。
- ❖ **於國內8個城市的2246萬平方米土地儲備**。融創在2013年收購了19個項目，總建築面積為957萬平方米或應佔權益545萬平方米的土地儲備，應佔權益的土地成本為163億元。現在的總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為2246萬平方米和1399萬平方米，重慶佔最大的份額，達31%。已竣工仍待銷售物業由2012年的87億元增加至2013年的174億元，所以減庫存為公司首要任務。
- ❖ **淨負債比率略為下降**。淨負債比率由2012年底的99.7%下降至2013年的93.3%，雖然負債比率仍於高處，快速銷售可提供足夠資金應付開支。至2013年底，手持現金160億元，2014年來自物業銷售的現金流入及資本開支分別預計為370億元及230億元，公司有償還今年的銀行貸款78億元。
- ❖ **高負債影響估值**。約190億元的物業已預售但仍未入賬。我們分別調高2014-15年的盈利預測19.7%至41.7億元及26.0%至56.3億元。此外，我們估計2014年每股資產淨值為14.22港元。融創的股價相當於與資產淨值折讓71.5%，我們相信高折讓是與高負債有關。我們的目標價由6.06港元下調至5.69港元，較資產淨值折讓60%。評級上升至「買入」。

融創 (1918 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.91
目標價	HK\$5.69
市值(港幣百萬)	13,009
過去3月平均交易(港幣百萬)	73
52周高/低(港幣)	6.55/3.56
發行股數(百萬)	3,320
主要股東	孫宏斌(48%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-12.9%	-10.0%
3月	-13.8%	-8.5%
6月	-20.2%	-14.6%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY12E	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬港元)	20,843	30,837	38,602	42,562	52,040
淨利潤(百萬港元)	2,607	3,178	4,170	5,629	6,819
每股收益(港元)	0.868	0.963	1.253	1.692	2.049
每股收益變動(%)	10.5	10.9	30.2	35.0	21.1
市盈率(x)	3.5	3.2	2.4	1.8	1.5
市帳率(x)	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
股息率(%)	2.6	6.3	7.9	11.5	13.8
權益收益率(%)	27.5	23.4	24.3	25.6	24.7
淨財務槓杆率(%)	99.7	93.3	95.9	82.6	72.5

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	38,602	42,562	52,040
物業發展	20,654	30,573	38,307	42,239	51,690
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)	(27,559)	(30,358)	(37,959)
毛利	5,382	7,177	11,043	12,204	14,081
銷售費用	(530)	(615)	(733)	(809)	(937)
行政費用	(355)	(520)	(618)	(702)	(859)
其他收益	43	132	(106)	(110)	(127)
息稅前收益	4,541	6,172	9,586	10,584	12,160
融資成本	(113)	(580)	(751)	(798)	(847)
聯營公司	(39)	72	521	1,213	2,171
特殊收入	295	20	-	-	-
稅前利潤	4,685	5,684	9,356	10,999	13,483
所得稅	(2,070)	(2,191)	(4,139)	(4,785)	(5,703)
非控制股東權益	(7)	(315)	(1,047)	(585)	(961)
淨利潤	2,607	3,178	4,170	5,629	6,819
核心淨利潤	2,312	3,163	4,170	5,629	6,819

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	9,695	10,155	10,353
物業、廠房及設備	49	65	50	55	55
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	180	120	100
其他	970	1,305	1,000	1,000	1,000
流動資產	64,832	87,590	93,350	96,950	103,777
現金及現金等價物	12,263	16,009	13,350	13,850	13,177
應收貿易款項	3,105	3,720	4,000	4,300	4,800
關連款項	3,062	9,755	8,000	3,800	3,800
存貨	46,401	58,106	68,000	75,000	82,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	44,294	51,789	51,600	49,100	49,900
借債	11,783	7,835	7,000	8,000	9,200
應付貿易賬款	22,262	26,049	27,000	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	11,000	8,000	5,600
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	17,145	21,975	27,630
股東權益	9,489	13,605	17,145	21,975	27,630

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	9,586	10,584	12,160
折舊和攤銷	15	24	33	25	28
營運資金變動	(8,284)	(7,033)	(11,576)	(10,300)	(7,000)
稅務開支	(1,688)	1,171	(4,034)	(4,485)	(5,503)
其他	14,925	7,989	1,295	2,176	1,485
經營活動所得現金淨額	9,509	8,324	(4,696)	(2,001)	1,168
購買固定資產	(2,573)	(3,500)	48	20	28
聯營公司	(2,692)	(3,362)	(130)	(111)	506
其他	5	(8,206)	305	-	-
投資活動所得現金淨額	(5,260)	(15,068)	222	(91)	533
股份發行	24	1,598	-	-	-
淨銀行借貸	3,757	5,472	1,094	2,200	1,200
股息	(236)	(235)	(631)	(799)	(1,165)
其他	(2,162)	5,016	1,362	1,200	(2,400)
融資活動所得現金淨額	1,382	11,851	1,825	2,601	(2,365)
現金增加淨額	5,632	5,107	(2,649)	510	(663)
年初現金及現金等價物	2,763	8,394	13,414	10,755	11,255
匯兌	(1)	(87)	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	8,394	13,414	10,756	11,255	10,582
受限制現金	3,869	2,595	2,595	2,595	2,595
資產負債表的現金	12,263	16,009	13,350	13,850	13,177

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
盈利能力比率 (%)					
毛利率	25.8	23.3	28.6	28.7	27.1
稅前利率	22.5	18.4	24.2	25.8	25.9
淨利潤率	12.5	10.3	10.8	13.2	13.1
核心淨利潤率	11.1	10.3	10.8	13.2	13.1
有效稅率	44.2	38.5	44.2	43.5	42.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.7	1.8	2.0	2.1
速動比率 (x)	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
平均應收賬款周轉天數	27.2	22.0	18.9	18.4	16.8
平均應付賬款周轉天數	376.7	372.6	351.3	321.6	264.4
平均存貨周轉天數	850.5	806.1	835.1	859.7	754.8
總負債/ 權益比率 (%)	228.9	211.0	173.8	145.6	120.2
淨負債/ 權益比率 (%)	99.7	93.3	95.9	82.6	72.5
回報率 (%)					
資本回報率	31.5	27.5	27.1	28.8	27.5
資產回報率	5.0	3.8	4.2	5.4	6.2
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.868	0.963	1.253	1.692	2.049
每股股息 (人民幣)	0.078	0.191	0.240	0.350	0.420
每股賬面值 (人民幣)	3.15	4.10	5.17	6.63	8.33

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) 他們的新酬在過往、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。