

融創中國 (1918 HK, HK\$2.19, 目標價: HK\$3.26, 買入) — 從過去中學習

- ❖ **價廉的股票等待重估的機會。**我們首次覆蓋融創，評級為買入。融創估值相等於1.9倍2012年市盈率或較資產淨值(即10.9港元)折讓79.9%。我們相信高負債和管理層以往的經驗導致估值便宜，但是現在來自一些機構投資者的董事會成員將鞏固和加強公司管治。另外，強勁的物業銷售和債務減少將成為未來的催化劑。我們的目標價為3.26港元，較資產淨值折讓70%，升值潛力是49.0%。
- ❖ **以往的經驗增強了管理層的風險控制。**孫宏斌于1995年成立順馳。但順馳在2004年面臨的經濟衰退，業務被賣掉。然後，孫宏斌自2006年起建立了融創。我們相信因為他以往的經驗，孫宏斌會以穩重的風格管理融創。此外，從機構投資者的參與管理工作將加強融創的公司管治。
- ❖ **強大的銷售加強財務實力。**融創在過去3年和2012年的首四個月創下強勁物業銷售，在2012年的首四個月合同銷售金額上升了87%至66億元(人民幣·下同)。融創是少數錄得強勁銷售增長的開發商之一。我們相信強勁的銷售可幫助公司的盈利增長和改善資產負債表。我們預計淨利潤從2011年至2014年以複合年增長率16.6%增長，淨資產負債比率可由2011年的109%改善至2014年的33%。
- ❖ **810萬平方米的土地儲備分為3個主區。**公司採用聚焦策略來管理房地產業務。融創在內地發展6個城市的20個專案由3個區域總部管理。在2011年，公司收購了5個項目，總建築面積為220萬平方米。在2012年年初，融創收購了綠城中國在無錫的物業專案51%的股權。目前，總土地儲備為810萬平方米。
- ❖ **預計盈利將以複合年增長率16.6%增長。**受惠於銷售強勁，我們預計的總營業額以複合年增長率28.9%增長，從2011年的106億元增至2014年的227億元。雖然邊際利潤可能會在2014年因為房地產的緊縮措施而減少，但我們預計在未來3年內淨利潤會以複合年增長率16.6%增長，我們估計在2012-14年的淨利潤分別為28.3億元、32.1億元及37.3億元。同時，我們估計至2012年底融創的資產淨值為每股10.9港元，分別從下列兩方面考慮，發展中物業以加權平均資本成本9.4%現金流折算方法，及投資物業以成本考慮。

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	16,253	18,910	22,704
淨利潤(人民幣百萬元)	1,542	2,356	2,828	3,214	3,734
每股收益(人民幣)	0.636	0.785	0.943	1.071	1.245
每股收益變動(%)	73.5	23.5	20.0	13.6	16.2
市盈率(x)	2.8	2.3	1.9	1.7	1.4
市帳率(x)	1.1	0.8	0.6	0.4	0.3
股息率(%)	0.0	4.4	5.6	7.3	7.3
權益收益率(%)	33.1	33.4	29.5	25.9	23.7
淨財務杠杆率(%)	31.0	109.3	94.6	74.7	32.6

來源: 公司及招銀國際研究部

融創中國 (1918 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.19
目標價	HK\$3.26
市值(港幣百萬)	6,570
過去3月平均交易(港幣百萬)	8.0
52周高/低(港幣)	3.02/1.17
發行股數(百萬)	3,000
主要股東	孫宏斌(52%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-10.2%	4.1%
3月	-13.1%	-0.6%
6月	31.1%	38.3%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	6,654	10,604	16,253	18,910	22,704
物業發展	6,594	10,433	16,054	18,674	22,422
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)	(10,094)	(11,952)	(15,240)
毛利	2,878	3,566	6,159	6,958	7,464
銷售費用	(109)	(314)	(488)	(529)	(727)
行政費用	(156)	(301)	(358)	(378)	(499)
其他收益	41	29	21	19	21
息稅前收益	2,654	2,980	5,335	6,069	6,259
融資成本	(187)	(202)	(249)	(259)	(247)
聯營公司	129	(10)	-	15	392
特殊收入	-	760	-	-	-
稅前利潤	2,597	3,528	5,086	5,825	6,404
所得稅	(1,056)	(1,145)	(2,192)	(2,493)	(2,466)
非控制股東權益	1	(27)	(66)	(118)	(204)
淨利潤	1,542	2,356	2,828	3,214	3,734
核心淨利潤	1,542	2,413	2,828	3,214	3,734

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
非流動資產	1,776	2,749	2,864	3,021	3,229
物業、廠房及設備	18	28	35	42	50
聯營公司	638	1,421	1,500	1,600	1,750
投資物業	584	552	580	630	680
無形資產	309	314	314	314	314
其他	228	435	435	435	435
流動資產	13,973	30,863	34,339	38,936	38,172
現金及現金等價物	4,249	3,867	2,739	2,936	4,572
應收貿易款項	682	1,345	1,600	2,000	1,800
關連款項	0	-	-	-	-
存貨	9,042	25,651	30,000	34,000	31,800
其他	-	-	-	-	-
流動負債	6,118	14,628	15,966	17,846	15,916
借債	1,068	2,254	2,800	3,200	2,700
應付貿易賬款	3,869	11,053	11,800	13,200	11,800
應付稅項	731	1,255	1,300	1,380	1,350
關連款項	450	66	66	66	66
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	4,968	11,579	11,258	11,258	9,258
借債	4,625	9,321	9,000	9,000	7,000
遞延稅項	211	2,258	2,258	2,258	2,258
其他	132	-	-	-	-
少數股東權益	-	355	400	450	480
淨資產總值	4,664	7,051	9,579	12,403	15,747
股東權益	4,664	7,051	9,579	12,403	15,747

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
息税前收益	2,655	2,981	5,336	6,069	6,259
折旧和摊销	10	14	21	26	32
营运资金变动	(3,922)	10,161	(4,017)	(3,800)	2,000
稅務开支	(328)	(1,246)	(2,147)	(2,413)	(2,496)
其他	7	(14,584)	(217)	340	(1,223)
经营活动所得现金净额	(1,578)	(2,675)	(1,025)	223	4,572
购置固定资产	(4)	(832)	14	19	24
聯營公司	(189)	(637)	(108)	(145)	(69)
其他	1	(10)	0	-	-
投资活动所得现金净额	(192)	(1,479)	(93)	(126)	(46)
股份發行	2,041	-	-	-	-
淨銀行借貸	3,242	3,178	225	400	(2,500)
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	(10)	100	(2,890)
现金增加净额	2,534	(1,195)	(1,128)	197	1,636
年初现金及现金等价物	1,424	3,958	2,763	1,635	1,832
匯兌	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,958	2,763	1,635	1,832	3,468
受限現金	291	1,104	1,104	1,104	1,104
资产负债表中的現金	4,249	3,867	2,739	2,936	4,572

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
销售组合 (%)					
物業發展	99.1	98.4	98.8	98.8	98.8
物業投資	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
物業管理	0.6	1.4	1.1	1.1	1.1
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	37.9	36.8	32.9
稅前利率	39.0	33.3	31.3	30.8	28.2
淨利潤率	23.2	22.2	17.4	17.0	16.4
核心淨利潤率	23.2	22.8	17.4	17.0	16.4
有效稅率	40.7	32.5	43.1	42.8	38.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.3	2.1	2.2	2.2	2.4
速动比率 (x)	0.8	0.4	0.3	0.3	0.4
平均应收账款周转天数	18.7	23.2	18.0	19.3	14.5
平均应付账款周转天数	411.5	387.0	413.2	381.7	299.4
平均存货周转天数	717.8	899.7	1,006.2	977.2	788.0
总负债/权益比率 (%)	122.1	164.2	123.2	98.4	61.6
净负债/权益比率 (%)	31.0	109.3	94.6	74.7	32.6
回报率 (%)					
资本回报率	51.1	40.2	34.0	29.2	26.5
资产回报率	12.1	9.5	8.0	8.1	9.0
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.636	0.785	0.943	1.071	1.245
每股股息 (人民幣)	-	0.079	0.100	0.130	0.130
每股賬面值 (人民幣)	1.6	2.4	3.2	4.1	5.2

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。