睿智投资

招银国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

融创(1918 HK, HK$6.94, 目标价: HK$8.24, 买入）—不确定的收购计划

融创 (1918 HK)

评级	买入
收市价	HK$6.94
目标价	HK$8.24
市值 (港币百万)	23,472
过去 3 月平均交易 (港币百万)	116
52 周高/低 (港币)	8.65/3.44
发行股数 (百万)	3,382
主要股东	孙宏斌(48.0%)

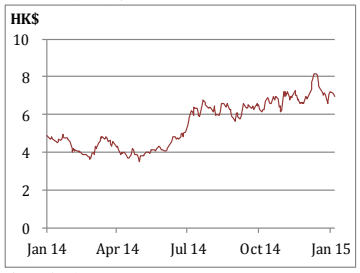
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	3.4%	-2.7%
3 月	13.3%	8.8%
6 月	16.0%	15.3%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

- **更新融绿合营收购。**在取消了收购绿城中国(3900 HK)的收购计划后，融创在 2014 年 12 月 31 日公布了收购融绿合营公司的计划。但随后绿城中国对新一项收购行动持有不同的意见，融创与绿城中国的争议并未停止。较早前，我们与融创联络以了解收购事件最新发展。目前，两家公司仍为解决问题而商讨，融创可能退出在无锡及常州的项目，而上海的项目会维持现状，最后，余下的项目可能待融创收购。不过最后的方案仍在商议中，最终决定仍未定下来。

- **媒体报导融创收购佳兆业(1638 HK)。**部份媒体最近报导融创是其中一家公司有兴趣收购佳兆业，并且在进行尽职审查中。不过融创并没有对我们透露详情。因为我们相信融创对华南地区并不感到兴趣，所以我们不相对融创会买下整家佳兆业公司。相反，我们倾向相信融创对佳兆业的西部地区、上海及环渤海地区的项目有意买下来。

- **料 2015 年合同销售增长 20%。**2014 年合同销售金额及面积分别上升 31%至 716 亿元(人民币，下同)及 35.1%至 339 万平方米，公司已完成 2014 年销售目标 650 亿元的 110%。我们相信强大的销售队伍及策略、以及随行就市的定价方法帮助公司达成强劲的销售增长。虽然目前中国房屋库存量问题严重，我们预计融创 2015 年销售将有 20%的增长。

- **收回宋寿款项使负债改善。**在终止绿城中国的收购后，融创在 2014 年 12 月 29 日证实收回宋卫平及寿柏年 62.1 亿港元的款项。所以融创在 2014 年末的现金水平增加，我们预计融创的净负债比率由 2013 年末的 69.7%将下降至 2014 年末的 51.1%。

- **终止绿城中国的收购令我们下降盈利预测。因为收购绿城中国的失败，我们分别下调融创 2014-16 年盈利预测 1.0%至 40.5 亿元、21.5%至 43.0 亿元及 18.4%至 53.1 亿元。此外，我们更新以 2015 年底的每股资产净值预测来作估值，目标价由之前的 7.03 港元上升至 8.24 港元，与 2015 年底的每股资产净值折让为 50%，评级上升至买入。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (百万元人民币)	20,843	30,837	37,044	38,322	51,318
净利润 (百万元人民币)	2,607	3,178	4,050	4,295	5,312
每股收益 (元人民币)	0.868	0.963	1.211	1.274	1.576
每股收益变动 (%)	10.5	10.9	25.8	5.3	23.7
市盈率(x)	6.4	5.8	4.6	4.4	3.5
市帐率 (x)	1.8	1.4	1.1	0.9	0.7
股息率 (%)	1.4	3.4	3.6	4.3	5.4
权益收益率 (%)	27.5	23.4	23.7	20.7	20.9
净财务杠杆率 (%)	78.9	69.7	51.1	47.4	47.4

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	**20,843**	**30,837**	**37,044**	**38,322**	**51,318**
物业发展	20,654	30,573	36,749	37,998	50,968
物业投资	17	32	34	37	41
物业管理	171	232	260	286	309
销售成本	(15,460)	(23,660)	(27,589)	(28,500)	(40,159)
毛利	**5,382**	**7,177**	**9,455**	**9,821**	**11,159**
销售费用	(530)	(615)	(704)	(728)	(924)
行政费用	(355)	(520)	(593)	(632)	(847)
其他收益	43	132	(77)	(56)	(96)
息税前收益	**4,541**	**6,172**	**8,081**	**8,405**	**9,293**
融资成本	(113)	(580)	(789)	(835)	(847)
联营公司	(39)	72	521	937	1,314
特殊收入	295	20	-	-	-
税前利润	**4,685**	**5,684**	**7,814**	**8,507**	**9,759**
所得税	(2,070)	(2,191)	(3,698)	(4,021)	(3,981)
非控制股东权益	(7)	(315)	(65)	(192)	(466)
净利润	**2,607**	**3,178**	**4,050**	**4,295**	**5,312**
核心净利润	**2,312**	**3,163**	**4,050**	**4,295**	**5,312**

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	**6,103**	**9,765**	**10,159**	**10,679**	**10,902**
物业、厂房及设备	49	65	60	65	70
投资物业	571	252	265	280	298
联营公司	4,205	7,909	8,200	8,700	8,900
无形资产	309	234	234	234	234
其他	970	1,305	1,400	1,400	1,400
流动资产	**64,832**	**87,590**	**100,697**	**105,066**	**113,290**
现金及现金等价物	12,263	16,009	21,497	19,666	18,490
应收贸易款项	3,105	3,720	4,800	5,000	5,400
关连款项	3,062	9,755	16,400	16,400	16,400
存货	46,401	58,106	58,000	64,000	73,000
其他	-	-	-	-	-
流动负债	**44,294**	**51,789**	**59,450**	**58,950**	**62,150**
借债	11,783	7,835	10,000	8,000	9,200
应付贸易账款	22,262	26,049	25,000	26,500	28,500
应付税项	5,096	6,512	6,600	6,600	6,600
关连款项	5,153	11,393	17,850	17,850	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	**14,646**	**27,355**	**29,300**	**30,800**	**31,000**
借债	**9,942**	**20,872**	**22,800**	**24,000**	**24,000**
递延税项	**4,537**	**6,483**	**6,500**	**6,800**	**7,000**
其他	**167**	-	-	-	-
少数股东权益	**2,505**	**4,606**	**5,000**	**5,230**	**5,600**
净资产总值	**9,489**	**13,605**	**17,106**	**20,765**	**25,442**
股东权益	**9,489**	**13,605**	**17,106**	**20,765**	**25,442**

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	4,541	6,172	8,081	8,405	9,293
折旧和摊销	15	24	33	30	33
营运资金变动	(1,577)	(107)	(3,376)	(8,200)	(8,900)
税務开支	(1,688)	(2,790)	(3,594)	(3,721)	(3,781)
其他	8,219	5,025	1,456	3,312	1,551
经营活动所得现金净额	**9,509**	**8,324**	**2,600**	**(174)**	**(1,805)**
购置固定资产	(2,573)	(9,424)	38	25	28
聯營公司	(2,692)	(4,609)	(130)	(203)	220
其他	5	(1,035)	(95)	-	-
投资活动所得现金净额	**(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)	-	-
融资活动所得现金净额	**1,382**	**11,851**	**3,362**	**(1,469)**	**391**
现金增加净额	**5,632**	**5,107**	**5,775**	**(1,821)**	**(1,166)**
年初现金及现金等价物	2,763	8,394	13,414	19,179	17,348
匯兌	(1)	(87)	(10)	(10)	(10)
年末现金及现金等价物	**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
资产负债表的现金	**12,263**	**16,009**	**21,497**	**19,666**	**18,490**

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
物业发展	99.1	99.1	99.2	99.2	99.3
物业投资	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
物业管理	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
毛利率	50.9	33.3	31.7	3.9	13.6
經營利率	52.3	35.9	30.9	4.0	10.6
净利润率	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
税前利率	22.5	18.4	21.1	22.2	19.0
净利润率	12.5	10.3	10.9	11.2	10.4
核心净利润率	11.1	10.3	10.9	11.2	10.4
有效税率	44.2	38.5	47.3	47.3	40.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
平均应收账款周转天数	27.2	22.0	23.6	23.8	19.2
平均应付账款周转天数	376.7	372.6	337.7	329.8	249.9
平均存货周转天数	850.5	806.1	768.0	781.2	622.6
净负债/總权益比率 (%)	78.9	69.7	51.1	47.4	47.4
回报率 (%)					
资本回报率	31.5	27.5	26.4	22.7	23.0
资产回报率	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

来源: 公司及招银国际研究部

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之分析员，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关于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-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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，并可能会受目标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责任。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(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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 年证券交易法规则 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人。