

融創 (1918 HK, HK\$5.39, 目標價: HK\$5.22, 持有) — 最壞的時候過去嗎?

- ❖ **2016 上半年邊際利潤只有 0.7%**。因為交付面積增加 121%至 63 萬平方米,2016 上半年營業額增加 94.5%至 106 億元(人民幣·下同),毛利率由 2015 上半年的 11.4%增加至期內的 13.3%,但因為出售收益減少、高昂的財務費用及聯營公司虧損,融創的利潤受到蠶食,2016 上半年的純利下挫 92.3%至 7,294 萬元,邊際利潤由 2015 年的 17.5%下跌至期內的 0.7%。
- ❖ **上調銷售目標至 1,100 億元**。2016 年 1-7 月的合同銷售總額及面積分別增加 93.1%至 676 億元及 107.7%至 338 萬平方米,因為銷售增長理想,公司決定上調銷售目標由 800 億元至 1,100 億元,目前完成全年新銷售目標 61.5%。截至 2016 年 6 月,約 310 億元的物業已預售等待入賬,其中的 230 億元將在 2016 下半年確認收入。融創在 2016 下半年將推出 1,120 億元的物業供銷售,其中 403 億元為全新項目。如果融創在下半年的銷售率達到 45.4%,將可完成新銷售目標。在未來數年,融創的可售貨源料每年增加 20-30%。
- ❖ **財務紀律是一個擔憂**。雖然融創提出會在現金流管理方面嚴格控制,但公司的高負債令我們擔憂,淨負債比率由 2015 年末的 75.9%上升至 2016 年中的 85.1%。此外,新增加的 68.3 億元的永續債美化了負債比率,如將永續債視為普通債務,經調整後的淨負債比率增加至 149%。在發行國內債券後,2016 上半年的借貸成本減少 1.34 個百分點至 6.36%。
- ❖ **8 月份買地 300 億元**。融創在 2016 上半年購入 1,342 萬平方米土地儲備,其中 2/3 以併購方式來進行。截至 2016 年 6 月,總及應佔權益的土地儲備分別為 3,776 萬平方米及 2,472 萬平方米。公司在 2016 年中持有現金 401 億元,融創在 8 月份購入土地總值 300 億元,我們擔憂其財政狀況。
- ❖ **下調目標價**。我們調整 2016-18 年盈利預測至 24.9 億元、46.4 億元及 83.1 億元,我們更將 2016 年底的資產淨值預測由 21.74 港元上升至 26.12 港元,但我們擔憂其高負債情況及短期欠佳的盈利,我們以 80%的資產淨值折讓(之前為 75%)來計算目標價,因此目標價由 5.44 港元下調至 5.22 港元,評級維持為「持有」。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	25,072	23,011	37,670	59,295	85,744
淨利潤 (百萬元人民幣)	3,209	3,298	2,494	4,644	8,308
每股收益 (人民幣)	0.958	0.972	0.734	1.366	2.444
每股收益變動 (%)	(0.5)	1.4	(24.5)	86.2	78.9
市盈率(x)	4.8	4.8	6.3	3.4	1.9
市帳率(x)	1.0	0.8	0.8	0.6	0.5
股息率 (%)	4.1	4.2	3.9	6.9	12.5
權益收益率 (%)	19.6	17.4	12.0	18.7	25.5
淨財務槓杆率 (%)	44.5	75.9	98.8	68.7	43.9

來源: 公司、招銀國際證券預測

融創 (1918 HK)

評級	持有
收市價	HK\$5.39
目標價	HK\$5.22
市值 (港幣百萬)	18,340
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	78.4
52 周高/低 (港幣)	6.08/3.83
發行股數 (百萬)	3,399
主要股東	孫宏斌(48.0%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	11.9%	6.4%
3 月	12.8%	1.8%
6 月	4.6%	-11.8%

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)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	25,072	23,011	37,670	59,295	85,744
物業發展	24,709	22,509	37,070	58,551	84,837
物業投資	11	2	-	-	-
物業管理	353	500	600	744	907
銷售成本	(20,730)	(20,154)	(30,905)	(46,679)	(67,363)
毛利	4,342	2,857	6,764	12,616	18,382
銷售費用	(697)	(661)	(678)	(1,186)	(1,715)
行政費用	(681)	(775)	(753)	(1,304)	(1,801)
其他收益	998	3,970	1,460	443	244
息稅前收益	3,962	5,391	6,793	10,568	15,110
融資成本	(1,267)	(2,521)	(2,787)	(2,423)	(2,235)
聯營公司	2,181	1,693	43	894	1,904
特殊收入	13	-	-	-	-
稅前利潤	4,889	4,564	4,049	9,039	14,779
所得稅	(1,669)	(955)	(1,406)	(3,126)	(5,211)
非控制股東權益	(11)	(311)	75	(826)	(816)
永續債	-	-	(224)	(444)	(444)
淨利潤	3,209	3,298	2,494	4,644	8,308
核心淨利潤	3,199	3,298	2,494	4,644	8,308

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	14,895	21,784	23,043	23,321	23,730
物業、廠房及設備	62	69	75	83	92
投資物業	239	-	-	-	-
聯營公司	12,049	15,261	17,730	18,000	18,400
無形資產	149	230	238	238	238
其他	2,397	6,224	5,000	5,000	5,000
流動資產	97,467	93,725	131,696	128,827	139,831
現金及現金等價物	25,041	27,058	35,196	32,827	37,931
應收貿易款項	5,043	5,137	8,000	9,000	10,500
關連款項	17,999	11,660	20,000	15,000	16,400
存貨	49,383	49,870	68,500	72,000	75,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	64,949	64,495	82,800	79,650	81,350
借債	13,840	14,584	25,000	20,000	18,500
應付貿易賬款	23,887	24,364	30,000	34,000	37,000
應付稅項	6,509	7,333	6,800	7,800	8,000
關連款項	20,714	18,213	21,000	17,850	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	26,431	31,594	43,600	40,200	42,200
借債	20,544	27,214	38,200	35,000	37,000
遞延稅項	5,887	4,379	5,400	5,200	5,200
其他	-	-	-	-	-
淨資產總值	20,983	19,420	28,339	32,298	40,011
股東權益	16,353	19,005	20,863	24,871	32,544
永續債	-	-	6,825	6,826	6,827
少數股東權益	4,630	415	650	600	640
總權益	20,983	19,420	28,339	32,298	40,011

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	3,962	5,391	6,793	10,568	15,110
折舊和攤銷	25	28	34	38	42
營運資金變動	3,213	9,545	(12,438)	(2,500)	(2,500)
稅務開支	(2,735)	(1,729)	(919)	(2,326)	(5,011)
其他	12,253	2,706	1,251	(1,234)	(806)
經營活動所得現金淨額	16,717	15,942	(5,279)	4,545	6,835
購置固定資產	(6,340)	(6,182)	(7,972)	30	33
聯營公司	(7,525)	(6,538)	(2,455)	28	235
其他	4,980	188	1,224	-	-
投資活動所得現金淨額	(8,885)	(12,532)	(9,202)	58	267
股份發行	126	45	-	-	-
淨銀行借貸	6,172	8,345	21,401	(8,200)	500
股息	(636)	(2,360)	(659)	(612)	(1,088)
其他	(6,245)	(7,653)	(5,553)	1,850	(1,400)
融資活動所得現金淨額	(583)	(1,623)	15,190	(6,962)	(1,988)
現金增加淨額	7,250	1,787	709	(2,359)	5,114
年初現金及現金等價物	13,414	20,657	22,687	23,386	21,017
匯兌	(6)	243	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	20,657	22,687	23,386	21,017	26,121
受限制現金	4,384	4,371	11,810	11,810	11,810
資產負債表的現金	25,041	27,058	35,196	32,827	37,931

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	98.6	97.8	98.4	98.7	98.9
物業投資	-	-	-	-	-
物業管理	1.4	2.2	1.6	1.3	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	(18.7)	(8.2)	63.7	57.4	44.6
毛利	(39.5)	(34.2)	136.7	86.5	45.7
經營利率	(35.8)	36.1	26.0	55.6	43.0
淨利潤	1.0	2.8	(24.4)	86.2	78.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.3	12.4	18.0	21.3	21.4
稅前利率	19.5	19.8	10.7	15.2	17.2
淨利潤率	12.8	14.3	6.6	7.8	9.7
核心淨利潤率	12.8	14.3	6.6	7.8	9.7
有效稅率	34.1	20.9	34.7	34.6	35.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
平均應收賬款周轉天數	36.7	40.7	38.8	27.7	22.3
平均應付帳款周轉天數	479.2	436.9	321.0	250.2	192.4
平均存貨周轉天數	946.3	898.8	699.0	549.3	398.3
淨負債/ 總權益比率 (%)	44.5	75.9	130.2	87.1	52.9
回報率 (%)					
資本回報率	21.4	18.7	12.5	20.3	28.9
資產回報率	3.1	2.9	1.8	3.0	5.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.958	0.972	0.734	1.366	2.444
每股股息(人民幣)	0.190	0.194	0.180	0.320	0.580
每股賬面值(人民幣)	4.85	5.59	6.14	7.32	9.57

來源: 公司、招銀國際證券預測

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士。