

**融创 (1918 HK, HK\$5.30, 目标价: HK\$8.63, 买入) — 2015年大幅增加土地储备**

- ❖ **其他收入带动, 盈利较预期为佳。**因为交付均价下跌 17.1%至每平方米 12,430 元(人民币·下同), 2015 年的营业额下降 8.2%至 230 亿元。此外, 因为低于预期的交付均价及来自高毛利的项目贡献较少, 2015 年的整体毛利率下降 4.9 个百分点至 12.4%。但是, 融创录取来自出售权益予绿城集团而产生的利润 21.8 亿元及业务合并收益 8.3 亿元, 再加上因土地增值税回拨 3.54 亿元而令 2015 年有效税率减少 13.1 个百分点至 20.9%。最后, 2015 年的纯利增加 2.4% 至 33.0 亿元, 纯利较我们预期多 32.6%, 差异主要来自较高的其他收益及较少的税率。
- ❖ **2016 年销售目标 800 亿元。**2015 年的合同销售金额及面积分别增加 2.7%至 735 亿元及 3.2%至 350 万平方米。截至 2015 年底的可售货源为 461 亿元, 公司预期 2016 年新推货源为 908 亿元, 其中的 358 亿元货值来自 22 个新盘, 2016 年的总货值达 1,370 亿元, 因此公司定下 2016 年销售目标为 800 亿元。最后, 约 200 亿元的物业已预售, 将可在 2016 年入账。
- ❖ **负债比率上升。**2015 年于土地及建筑的资本开支分别为 154 亿元及 75 亿元, 而同期的销售回款为 203 亿元, 所以融创的净负债比率由 2014 年末的 44.5% 上升至 2015 年末的 75.9%, 基于 2016 年的预期销售回款增加至 329 亿元, 我们预期 2016 年末的净负债比率将下降至 73.5%。
- ❖ **应占权益的土地储备为 2,155 万平方米。**融创自 2015 年至今新购入 1,473 万平方米共 46 个项目的土地储备, 新进入济南、南京、成都、西安及武汉。融创现有应占权益的土地储备为 2,155 万平方米, 分布在国内 19 个城市的 116 个项目。公司会聚焦发展位于北京、天津、上海、重庆及杭州的项目, 更会于 2016 年尝试开拓南方的一线城市。
- ❖ **边际利润薄弱而下调盈利预测。**因为预期毛利率下降, 我们分别下调 2016-17 年盈利预测 26.8%至 33.9 亿元及 19.9%至 55.8 亿元; 我们推出 2016 年底的资产净值预测为 21.57 港元。我们以 60%的资产净值折让来计算目标价, 我们调高目标价由 7.26 港元至 8.63 港元, 上升空间为 62.8%。评级维持为「买入」。

**财务资料**

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	25,072	23,011	40,635	57,678	62,839
净利润 (百万元人民币)	3,209	3,298	3,387	5,584	6,431
每股收益 (人民币)	0.958	0.972	0.996	1.642	1.892
每股收益变动 (%)	(0.5)	1.4	2.5	64.9	15.2
市盈率(x)	4.6	4.6	4.5	2.7	2.4
市帐率(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	4.3	4.4	4.5	7.9	8.5
权益收益率 (%)	19.6	17.4	15.6	20.9	19.8
净财务杠杆率 (%)	44.5	75.9	73.5	74.5	66.5

来源: 公司、招银国际证券预测

**融创 (1918 HK)**

评级	买入
收市价	HK\$5.30
目标价	HK\$8.63
市值 (港币百万)	18,018
过去 3 月平均交易 (港币百万)	55
52 周高/低 (港币)	10.78/3.83
发行股数 (百万)	3,399
主要股东	孙宏斌(48.0%)

来源: 彭博

**股价表现**

	绝对	相对
1 月	12.7%	7.3%
3 月	-7.3%	0.3%
6 月	31.3%	36.8%

来源: 彭博

**过去一年股价**


来源: 彭博

**利润表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>25,072</b>	<b>23,011</b>	<b>40,635</b>	<b>57,678</b>	<b>62,839</b>
物业发展	24,709	22,509	40,035	56,935	61,931
物业投资	11	2	-	-	-
物业管理	353	500	600	744	907
销售成本	(20,730)	(20,154)	(34,245)	(48,384)	(50,544)
<b>毛利</b>	<b>4,342</b>	<b>2,857</b>	<b>6,390</b>	<b>9,295</b>	<b>12,295</b>
销售费用	(697)	(661)	(731)	(923)	(1,005)
行政费用	(681)	(775)	(813)	(952)	(1,037)
其他收益	998	3,970	573	391	268
<b>息税前收益</b>	<b>3,962</b>	<b>5,391</b>	<b>5,419</b>	<b>7,811</b>	<b>10,521</b>
融资成本	(1,267)	(2,521)	(1,824)	(1,800)	(1,909)
联营公司	2,181	1,693	1,440	2,257	2,097
特殊收入	13	-	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>4,889</b>	<b>4,564</b>	<b>5,035</b>	<b>8,268</b>	<b>10,709</b>
所得税	(1,669)	(955)	(1,463)	(2,581)	(3,615)
非控制股东权益	(11)	(311)	(185)	(103)	(663)
<b>净利润</b>	<b>3,209</b>	<b>3,298</b>	<b>3,387</b>	<b>5,584</b>	<b>6,431</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,199</b>	<b>3,298</b>	<b>3,387</b>	<b>5,584</b>	<b>6,431</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

**资产负债表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流动资产</b>	<b>14,895</b>	<b>21,784</b>	<b>16,095</b>	<b>17,103</b>	<b>18,312</b>
物业、厂房及设备	62	69	75	83	92
投资物业	239	-	-	-	-
联营公司	12,049	15,261	14,200	15,000	16,000
无形资产	149	230	220	220	220
其他	2,397	6,224	1,600	1,800	2,000
<b>流动资产</b>	<b>97,467</b>	<b>93,725</b>	<b>102,632</b>	<b>112,452</b>	<b>124,378</b>
现金及现金等价物	25,041	27,058	23,132	21,452	22,478
应收贸易款项	5,043	5,137	8,000	9,000	10,500
关连款项	17,999	11,660	13,500	15,000	16,400
存货	49,383	49,870	58,000	67,000	75,000
其他	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>64,949</b>	<b>64,495</b>	<b>65,150</b>	<b>69,050</b>	<b>74,350</b>
借债	13,840	14,584	13,000	13,800	14,500
应付贸易账款	23,887	24,364	26,800	29,600	34,000
应付税项	6,509	7,333	7,500	7,800	8,000
关连款项	20,714	18,213	17,850	17,850	17,850
其他	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>26,431</b>	<b>31,594</b>	<b>31,300</b>	<b>33,200</b>	<b>35,200</b>
借债	20,544	27,214	26,500	28,000	30,000
递延税项	5,887	4,379	4,800	5,200	5,200
其他	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>4,630</b>	<b>415</b>	<b>520</b>	<b>600</b>	<b>640</b>
<b>净资产总值</b>	<b>16,353</b>	<b>19,005</b>	<b>21,757</b>	<b>26,705</b>	<b>32,500</b>
<b>股东权益</b>	<b>16,353</b>	<b>19,005</b>	<b>21,757</b>	<b>26,705</b>	<b>32,500</b>

来源: 公司、招银国际证券预测

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	3,962	5,391	5,419	7,811	10,521
折旧和摊销	25	28	34	38	42
营运资金变动	3,213	(1,252)	(9,938)	(8,000)	(7,500)
稅務开支	(2,735)	(1,638)	(876)	(1,881)	(3,415)
其他	12,253	13,413	411	461	1,747
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>16,717</b>	<b>15,942</b>	<b>(4,950)</b>	<b>(1,572)</b>	<b>1,394</b>
购置固定资产	(6,340)	(6,296)	28	30	33
聯營公司	(7,525)	(2,408)	1,540	(48)	(301)
其他	4,980	(3,828)	4,624	(200)	(200)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(8,885)</b>	<b>(12,532)</b>	<b>6,193</b>	<b>(218)</b>	<b>(468)</b>
股份發行	126	46	-	-	-
淨銀行借貸	6,172	5,603	(2,299)	2,300	2,700
股息	(636)	(646)	(659)	(680)	(1,190)
其他	(6,245)	(6,626)	(2,203)	(1,500)	(1,400)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(583)</b>	<b>(1,623)</b>	<b>(5,160)</b>	<b>120</b>	<b>110</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>7,250</b>	<b>1,787</b>	<b>(3,916)</b>	<b>(1,670)</b>	<b>1,036</b>
年初现金及现金等价物	13,414	20,657	22,687	18,761	17,081
匯兌	(6)	243	(10)	(10)	(10)
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>20,657</b>	<b>22,687</b>	<b>18,761</b>	<b>17,081</b>	<b>18,107</b>
受限制現金	4,384	4,371	4,371	4,371	4,371
<b>资产负债表現金</b>	<b>25,041</b>	<b>27,058</b>	<b>23,132</b>	<b>21,452</b>	<b>22,478</b>

来源: 公司、招銀國際證券預測

**主要比率**

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业发展	98.6	97.8	98.5	98.7	98.6
物业投资	-	-	-	-	-
物业管理	1.4	2.2	1.5	1.3	1.4
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>增長 (%)</b>					
收入	(18.7)	(8.2)	76.6	41.9	8.9
毛利率	(39.5)	(34.2)	123.7	45.5	32.3
經營利率	(35.8)	36.1	0.5	44.1	34.7
淨利潤率	1.0	2.8	2.7	64.9	15.2
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	17.3	12.4	15.7	16.1	19.6
稅前利率	19.5	19.8	12.4	14.3	17.0
淨利潤率	12.8	14.3	8.3	9.7	10.2
核心淨利潤率	12.8	14.3	8.3	9.7	10.2
有效稅率	34.1	20.9	29.1	31.2	33.8
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	36.7	40.7	35.9	28.5	30.5
平均应付账款周转天数	479.2	436.9	272.7	212.7	229.6
平均存货周转天数	946.3	898.8	574.9	471.5	512.7
淨負債/總權益比率 (%)	44.5	75.9	73.5	74.5	66.5
<b>回报率 (%)</b>					
資本回報率	21.4	18.7	16.6	23.0	21.7
資產回報率	3.1	2.9	2.9	4.5	4.7
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.958	0.972	0.996	1.642	1.892
每股股息 (人民幣)	0.190	0.194	0.200	0.350	0.380
每股賬面值 (人民幣)	4.85	5.59	6.40	7.85	9.56

来源: 公司、招銀國際證券預測

## 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，请与我们联系。

#### 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 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士。