

### 融创(1918 HK, HK\$6.46, 目标价: HK\$7.03, 持有) —收购绿城存在不确定性

- ❖ **中期纯利只增加 8%。**2014 年 1-6 月份的营业额及纯利分别上升 5.9%至 90.7 亿元(人民币·下同)及 8.0%至 8.13 亿元。因为大部份确认收入的项目在 2 线城市, 2014 年上半年的交付面积增加 71.6%至 52 万平方米, 但入账的均价下跌 38.5%至每平方米 17,169 元。毛利率由去年同期的 20.8%增加至期内的 22.4%, 不过, 土地增值税与来自物业销售收入比率由去年同期的 2.8%增加至期内的 5.4%, 使有效税率由 2013 年上半年的 38.2%增加至 2014 年上半年的 53.1%。
- ❖ **收购绿城可能延迟。**香港证监会对公司收购绿城中国(3900 HK)的部份权益就收购守则项下的潜在影响表示关注, 证监会质疑公司、宋卫平、寿柏年及九龙仓(4 HK)是否一致行动人士, 融创需要澄清与卖方的关系。虽然公司相信收购行动会在约 2 周完成, 但我们相信公司需要以更长时间来使证监会相信各方是不关连人士。
- ❖ **截至 7 月份合同销售增长 33%。**2014 年 1-7 月份合同销售金额及面积分别上升 33%至 346 亿元及 53.2%至 160 万平方米, 公司已完成今年销售目标 650 亿元的 53.2%。在 2014 年下半年, 融创将推出 12 个全新项目, 其货值为 197 亿元, 再加上未售货源 368 亿元及下半年新推的现有项目货源 237 亿元, 2014 下半年的可售货源总值为 802 亿元, 公司只要销售可售货源的 50%便能完成销售目标。
- ❖ **改善负债比我们预期理想。**截至 2014 年 6 月止, 融创手持现金及总借贷分别为 230 亿元及 356 亿元, 因此净负债与总权益比率由 2013 年末的 69.7%减至 2014 年中的 66.7%。不过, 截至 2014 年 6 月止的应收关联公司款项及应付关联公司/非控股权益款项分别为 164 亿元及 217 亿元, 巨大的应收/应付关联公司款项可能会影响财务素质。
- ❖ **绿城的盈利较弱。**因为绿城的盈利较弱, 我们分别下调融创 2014-16 年盈利预测 16.5%至 41.3 亿元、23.0%至 54.7 亿元及 22.2%至 65.1 亿元。在 2014 上半年购入新的土地后, 我们将 2014 年底的每股资产净值预测由之前的 14.85 港元上升至 17.57 港元。因为融创的负债比率改善, 新目标价与每股资产净值折让由过去的 75%改为 60%, 目标价由 3.71 港元上升至 7.03 港元, 评级维持为持有。

#### 融创 (1918 HK)

评级	持有
收市价	HK\$6.46
目标价	HK\$7.03
市值(港币百万)	21,772
过去 3 月平均交易(港币百万)	124
52 周高/低(港币)	6.83/3.44
发行股数(百万)	3,370
主要股东	孙宏斌(48.0%)
来源: 彭博	

#### 股价表现

	绝对	相对
1 月	6.2%	2.2%
3 月	61.1%	46.9%
6 月	46.9%	30.7%

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (十亿日元)	20,843	30,837	37,044	38,322	51,318
净利润 (十亿日元)	2,607	3,178	4,131	5,472	6,511
每股收益 (日元)	0.868	0.963	1.235	1.623	1.932
每股收益变动 (%)	10.5	10.9	28.3	31.5	19.0
市盈率(x)	6.0	5.4	4.2	3.2	2.7
市帐率(x)	1.6	1.3	1.0	0.8	0.6
股息率 (%)	1.5	3.7	3.9	5.4	5.8
权益收益率 (%)	27.5	23.4	24.0	24.8	23.3
净财务杠杆率 (%)	78.9	69.7	73.6	62.7	55.1

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
<b>收入</b>	<b>20,843</b>	<b>30,837</b>	<b>37,044</b>	<b>38,322</b>	<b>51,318</b>
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)
<b>毛利</b>	<b>5,382</b>	<b>7,177</b>	<b>9,455</b>	<b>9,821</b>	<b>11,159</b>
销售费用	(530)	(615)	(704)	(728)	(924)
行政费用	(355)	(520)	(593)	(632)	(847)
其他收益	43	132	(90)	(80)	(117)
<b>息税前收益</b>	<b>4,541</b>	<b>6,172</b>	<b>8,068</b>	<b>8,381</b>	<b>9,272</b>
融资成本	(113)	(580)	(789)	(835)	(847)
联营公司	(39)	72	612	2,133	2,528
特殊收入	295	20	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>4,685</b>	<b>5,684</b>	<b>7,891</b>	<b>9,679</b>	<b>10,953</b>
所得税	(2,070)	(2,191)	(3,696)	(4,015)	(3,976)
非控制股东权益	(7)	(315)	(65)	(192)	(466)
<b>净利润</b>	<b>2,607</b>	<b>3,178</b>	<b>4,131</b>	<b>5,472</b>	<b>6,511</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,312</b>	<b>3,163</b>	<b>4,131</b>	<b>5,472</b>	<b>6,511</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>6,103</b>	<b>9,765</b>	<b>15,559</b>	<b>16,679</b>	<b>17,102</b>
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	13,600	14,700	15,100
无形资产	309	234	234	234	234
其他	970	1,305	1,400	1,400	1,400
<b>流动资产</b>	<b>64,832</b>	<b>87,590</b>	<b>95,378</b>	<b>100,324</b>	<b>109,546</b>
现金及现金等价物	12,263	16,009	16,478	14,924	14,746
应收贸易款项	3,105	3,720	4,500	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	-	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>44,294</b>	<b>51,789</b>	<b>59,450</b>	<b>58,950</b>	<b>62,150</b>
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	-	-	-	-	-
<b>非流动负债</b>	<b>14,646</b>	<b>27,355</b>	<b>29,300</b>	<b>30,800</b>	<b>31,000</b>
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	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>2,505</b>	<b>4,606</b>	<b>5,000</b>	<b>5,230</b>	<b>5,600</b>
<b>净资产总值</b>	<b>9,489</b>	<b>13,605</b>	<b>17,187</b>	<b>22,023</b>	<b>27,898</b>
<b>股东权益</b>	<b>9,489</b>	<b>13,605</b>	<b>17,187</b>	<b>22,023</b>	<b>27,898</b>

来源: 公司及招银国际研究部

**現金流量表**

年結: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	4,541	6,172	8,068	8,381	9,272
折旧和摊销	15	24	33	30	33
营运资金变动	(1,577)	(107)	(3,076)	(8,500)	(8,900)
稅務开支	(1,688)	(2,790)	(3,591)	(3,715)	(3,776)
其他	8,219	5,025	1,517	4,109	2,496
<b>经营活动所得現金净额</b>	<b>9,509</b>	<b>8,324</b>	<b>2,951</b>	<b>304</b>	<b>(877)</b>
购置固定资产	(2,573)	(9,424)	38	25	28
聯營公司	(2,692)	(4,609)	(5,500)	(404)	425
其他	5	(1,035)	(95)	-	-
<b>投资活动所得現金净额</b>	<b>(5,260)</b>	<b>(15,067)</b>	<b>(5,558)</b>	<b>(379)</b>	<b>452</b>
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)	(944)
其他	(2,162)	2,511	(188)	-	-
<b>融资活动所得現金净额</b>	<b>1,382</b>	<b>11,851</b>	<b>3,362</b>	<b>(1,469)</b>	<b>256</b>
<b>現金增加净额</b>	<b>5,632</b>	<b>5,107</b>	<b>756</b>	<b>(1,544)</b>	<b>(168)</b>
年初現金及現金等价物	2,763	8,394	13,414	14,160	12,606
匯兌	(1)	(87)	(10)	(10)	(10)
<b>年末現金及現金等价物</b>	<b>8,394</b>	<b>13,414</b>	<b>14,160</b>	<b>12,606</b>	<b>12,428</b>
受限制現金	3,869	2,595	2,318	2,318	2,318
<b>资产负债表的現金</b>	<b>12,263</b>	<b>16,009</b>	<b>16,478</b>	<b>14,924</b>	<b>14,746</b>

来源: 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
<b>銷售組合 (%)</b>					
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
<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	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	30.7	3.9	10.6
淨利潤率	10.7	21.9	30.0	32.5	19.0
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	25.8	23.3	25.5	25.6	21.7
稅前利率	22.5	18.4	21.3	25.3	21.3
淨利潤率	12.5	10.3	11.2	14.3	12.7
核心淨利潤率	11.1	10.3	11.2	14.3	12.7
有效稅率	44.2	38.5	46.8	41.5	36.3
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.5	1.7	1.6	1.7	1.8
平均应收账款周转天数	27.2	22.0	22.2	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
淨負債/總權益比率 (%)	78.9	69.7	73.6	62.7	55.1
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	31.5	27.5	26.8	27.9	26.1
資產回報率	5.0	3.8	4.0	4.8	5.3
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.868	0.963	1.235	1.623	1.932
每股股息 (人民幣)	0.078	0.191	0.200	0.280	0.300
每股賬面值 (人民幣)	3.15	4.10	5.10	6.53	8.28

来源: 公司及招銀國際研究部

## 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

本报告期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，并可能会受标的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风险。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。