

融創 (1918 HK, HK\$4.86, 目標價: HK\$5.44, 持有) — 脆弱一環(盈利力)

- ❖ **2016 上半年盈警。**融創公佈 2016 上半年的盈利預期會下跌約 90%，即表示 2016 上半年的盈利為 9,500 萬元(人民幣·下同)。雖然期內的營業額及毛利預料會大幅上揚，未變現匯兌損失增加、合營/聯營公司的盈利貢獻減少及利息開支資本化比率減少旨拖累 2016 上半年的盈利表現，預期以上因素仍會繼續困擾全件表現。
- ❖ **2015 年底的離岸債為 190 億元。**2015 年底的以美元及港元借貸的債務分別為 189 億元及 1.8 億元。因為人民幣在 2016 上半年貶值了 2.3%，我們預期公司在 2016 上半年的匯兌損失為 4.37 億元。因為公司已贖回部份離岸債券，實際的匯兌損失可能沒有預料的一樣，但提早贖回會產生財務費用及罰款，所以在 2016 上半年的總額不會差異太大，只是在 2016 下半年不會轉差。
- ❖ **負債比率上升。**一方面，2016 上半年的合同銷售總額增加 94.2%至 591 億元；至年中，公司完成全年銷售目標 73.9%，將促使公司會上調銷售目標。另一方面，融創為了未來發展快速增添土地儲備。除了在公開土地拍賣外，融創會通過收購項目公司來補充土地儲備。公司在 2016 上半年斥資 87 億元進行了 5 個收購行動，通過收購萊蒙(3688 HK)的項目公司，融創新進入深圳及惠州的房地產市場。但是，急速的收購行動推高融創的負債水平，我們預期公司的淨負債率由 2015 年底的 75.9%進一步上升至 2016 年底的 83.4%。
- ❖ **下調評級以反映高負債及欠佳的中期業績。**因融創的 2015 年毛利率為 12.4%，較同業平均為低，我們預期 2016 年的毛利率會改進至 18.0%，但依然欠理想。我們希望隨著房價的上升，公司的毛利率會進一步改善，我們預期 2017 及 2018 年的毛利率分別為 21.3%及 21.4%。因為 2016 上半年業績欠理想，我們分別下調 2016-17 年盈利預測 35.7%至 21.8 億元及 3.0%至 54.2 億元；雖說我們 2016 年底的資產淨值預測由 21.57 港元上升至 21.74 港元，我們下調目標價由 8.63 港元至 5.44 港元，主要因為我們以 75%的資產淨值折讓(之前為 60%)來計算目標價以反映高負債及欠佳的 2016 上半年業績。評級下降為「持有」。

融創 (1918 HK)

評級	持有
收市價	HK\$4.86
目標價	HK\$5.44
市值 (港幣百萬)	16,524
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	56.8
52 周高/低 (港幣)	7.16/3.83
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	1.3%	-4.9%
3 月	-3.0%	-9.4%
6 月	1.3%	-10.3%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

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	2,179	5,417	8,830
每股收益 (人民幣)	0.958	0.972	0.641	1.594	2.597
每股收益變動 (%)	(0.5)	1.4	(34.0)	148.6	63.0
市盈率(x)	4.4	4.3	6.5	2.6	1.6
市帳率(x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.4
股息率 (%)	4.5	4.6	4.5	7.2	9.6
權益收益率 (%)	19.6	17.4	10.6	21.4	26.3
淨財務槓杆率 (%)	44.5	75.9	83.4	83.8	61.5

來源: 公司、招銀國際證券預測

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	56	378	176
息稅前收益	3,962	5,391	5,389	10,503	15,042
融資成本	(1,267)	(2,521)	(2,349)	(2,319)	(2,459)
聯營公司	2,181	1,693	349	1,194	2,204
特殊收入	13	-	-	-	-
稅前利潤	4,889	4,564	3,389	9,379	14,787
所得稅	(1,669)	(955)	(1,286)	(3,135)	(5,141)
非控制股東權益	(11)	(311)	75	(826)	(816)
淨利潤	3,209	3,298	2,179	5,417	8,830
核心淨利潤	3,199	3,298	2,179	5,417	8,830

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	16,095	17,103	18,312
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	14,200	15,000	16,000
無形資產	149	230	220	220	220
其他	2,397	6,224	1,600	1,800	2,000
流動資產	97,467	93,725	101,424	111,077	125,402
現金及現金等價物	25,041	27,058	21,924	20,077	23,502
應收貿易款項	5,043	5,137	8,000	9,000	10,500
關連款項	17,999	11,660	13,500	15,000	16,400
存貨	49,383	49,870	58,000	67,000	75,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	64,949	64,495	65,150	69,050	74,350
借債	13,840	14,584	13,000	13,800	14,500
應付貿易賬款	23,887	24,364	26,800	29,600	34,000
應付稅項	6,509	7,333	7,500	7,800	8,000
關連款項	20,714	18,213	17,850	17,850	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	26,431	31,594	31,300	33,200	35,200
借債	20,544	27,214	26,500	28,000	30,000
遞延稅項	5,887	4,379	4,800	5,200	5,200
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	4,630	415	520	600	640
淨資產總值	16,353	19,005	20,549	25,330	33,524
股東權益	16,353	19,005	20,549	25,330	33,524

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	5,389	10,503	15,042
折舊和攤銷	25	28	34	38	42
營運資金變動	3,213	9,545	(9,938)	(8,000)	(7,500)
稅務開支	(2,735)	(1,729)	(699)	(2,435)	(4,941)
其他	12,253	2,706	(582)	(1,524)	945
經營活動所得現金淨額	16,717	15,942	(5,794)	(1,418)	3,588
購置固定資產	(6,340)	(6,182)	28	30	33
聯營公司	(7,525)	(6,538)	1,177	(402)	(265)
其他	4,980	188	4,624	(200)	(200)
投資活動所得現金淨額	(8,885)	(12,532)	5,830	(572)	(433)
股份發行	126	45	-	-	-
淨銀行借貸	6,172	8,345	(2,299)	2,300	2,700
股息	(636)	(2,360)	(659)	(646)	(1,020)
其他	(6,245)	(7,653)	(2,203)	(1,500)	(1,400)
融資活動所得現金淨額	(583)	(1,623)	(5,160)	154	280
現金增加淨額	7,250	1,787	(5,125)	(1,837)	3,435
年初現金及現金等價物	13,414	20,657	22,687	17,553	15,706
匯兌	(6)	243	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	20,657	22,687	17,553	15,706	19,131
受限制現金	4,384	4,371	4,371	4,371	4,371
資產負債表的現金	25,041	27,058	21,924	20,077	23,502

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	(0.0)	94.9	43.2
淨利潤	1.0	2.8	(33.9)	148.6	63.0
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	9.0	15.8	17.2
淨利潤率	12.8	14.3	5.8	9.1	10.3
核心淨利潤率	12.8	14.3	5.8	9.1	10.3
有效稅率	34.1	20.9	37.9	33.4	34.8
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	302.1	220.5	172.3
平均存貨周轉天數	946.3	898.8	637.0	488.7	384.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	44.5	75.9	83.4	83.8	61.5
回報率 (%)					
資本回報率	21.4	18.7	11.0	23.6	30.0
資產回報率	3.1	2.9	1.9	4.4	6.5
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.958	0.972	0.641	1.594	2.597
每股股息 (人民幣)	0.190	0.194	0.190	0.300	0.400
每股賬面值 (人民幣)	4.85	5.59	6.04	7.45	9.86

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。