

融创 (1918 HK, HK\$7.29, 目标价: HK\$5.84, 卖出) — 最近的收购加重了财务负债

- ❖ **2016 年购入 3,900 万平方米土地储备。**2016 年融创在房地产市场表现进取。公司在 2016 年成功进入深圳、广州、佛山、东莞、郑州、厦门、青岛、南宁、昆明市场。至此，融创在全国主要城市均有布局。2016 年融创购入 3,900 万平方米土地储备，归属公司权益面积为 2,850 万平方米。融创 2015 年年底的总土地储备及的归属公司权益土地储备分别为 2,720 万平方米及 1,810 万平方米。我们估计融创现有土地储备 6,440 万平方米，较 2015 年已经翻了一倍。
- ❖ **充足的可售资源为销售提供稳健增长。**通过一系列公司并购获得土地后，融创拥有充足的可售资源。合约销售在 2016 年第四季度迅速增长，合约销售金额在 11 月和 12 月均超过 200 亿元人民币。2016 年全年合约销售同比增长 111% 至 1,553 亿元人民币，销售面积同比增长 117% 至 758 万平方米。我们预计融创 2017 年合约销售将达到 2,000 亿至 2,500 亿元人民币的范围。稳健增长的合约销售将会为公司收入和盈利带来动力。
- ❖ **沉重的债务负担。**尽管公司通过向孙宏斌主席配发 4.53 亿新股集资 28 亿港元，但大量的投资和收购依然将公司的财务杠杆水平推向新高。根据 2016 年 10 月 17 日的公告披露，公司借款余额由 2016 年 6 月末的 696 亿元人民币（包括 68 亿元人民币永续债）增加至 9 月末的 1,012 亿元人民币。上周五公司更宣布向 **乐视网(300104 CH)** 及其关联公司投资共 150 亿元人民币。尽管公司在一系列收购后合约销售明显地增加，但我们对公司的财务可持续性持谨慎态度。我们预计融创的净负债率将从 2016 年年中的 85.1% 提高至 2016 年年末的 115.2%。
- ❖ **重申卖出评级。**我们理解通过进取的收购策略来达到销售增长能够吸引投资者的眼球，但我们更加关注公司受财务状况的约束。中国政府在未来有可能实施更加严厉的调控措施以控制房地产市场过热局面，这会对房屋销售造成一定影响。我们下调了公司 2016 年盈利预测 10.9% 至 22.21 亿元人民币，但上调 2017 年盈利预测 27.5% 至 57.89 亿元，以反映利息支出增加和销售增长带来的影响。我们预测 2017 年年底公司每股资产净值为 23.35 港元，因此将目标价从原先的 5.25 港元上调至 5.84 港元，相等于 75% 的每股资产净值折让，潜在的下跌幅度 19.9%，维持「卖出」评级。

文干森, CFA
(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

中国房地产

融创 (1918 HK)

评级	卖出
收市价	HK\$7.29
目标价	HK\$5.84
市值 (港币百万)	28,135
过去 3 月平均交易 (港币百万)	87.7
52 周高/低 (港币)	7.31/4.34
发行股数 (百万)	3,858
主要股东	孙宏斌(53.2%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	4.5%	2.7%
3 月	33.5%	35.8%
6 月	41.5%	33.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万元人民币)	25,072	23,011	37,670	93,345	128,439
净利润 (百万元人民币)	3,209	3,298	2,221	5,789	9,839
每股收益 (人民币)	0.958	0.972	0.645	1.501	2.551
每股收益变动 (%)	(0.5)	1.4	(33.6)	132.6	70.0
市盈率(x)	6.8	6.7	10.1	4.3	2.5
市帐率(x)	1.3	1.2	1.1	0.9	0.7
股息率 (%)	2.9	3.0	2.8	4.6	7.7
权益收益率 (%)	19.6	17.4	9.7	20.6	26.3
净财务杠杆率 (%)	44.5	75.9	115.2	85.8	87.1

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	25,072	23,011	37,670	93,345	128,439
物业发展	24,709	22,509	37,070	92,601	127,532
物业投资	11	2	-	-	-
物业管理	353	500	600	744	907
销售成本	(20,730)	(20,154)	(30,905)	(76,318)	(104,235)
毛利	4,342	2,857	6,764	17,027	24,205
销售费用	(697)	(661)	(678)	(1,867)	(2,569)
行政费用	(681)	(775)	(942)	(2,800)	(3,596)
其他收益	998	3,970	1,467	349	84
息税前收益	3,962	5,391	6,611	12,708	18,124
融资成本	(1,267)	(2,521)	(3,113)	(2,899)	(2,742)
联营公司	2,181	1,693	156	1,455	2,597
特殊收入	13	-	-	-	-
税前利润	4,889	4,564	3,654	11,265	17,979
所得税	(1,669)	(955)	(1,284)	(4,206)	(6,880)
非控制股东权益	(11)	(311)	75	(826)	(816)
永演债	-	-	(224)	(444)	(444)
净利润	3,209	3,298	2,221	5,789	9,839
核心净利润	3,199	3,298	2,221	5,789	9,839

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
非流动资产	14,895	21,784	28,378	27,758	28,178
物业、厂房及设备	62	69	500	520	540
投资物业	239	-	-	-	-
联营公司	12,049	15,261	17,640	18,000	18,400
无形资产	149	230	238	238	238
其他	2,397	6,224	10,000	9,000	9,000
流动资产	97,467	93,725	157,242	156,716	173,350
现金及现金等价物	25,041	27,058	38,042	30,716	28,450
应收贸易款项	5,043	5,137	9,200	9,000	10,500
关连款项	17,999	11,660	20,000	15,000	16,400
存货	49,383	49,870	90,000	102,000	118,000
其他	-	-	-	-	-
流动负债	64,949	64,495	99,000	102,800	100,350
借债	13,840	14,584	24,000	22,000	18,500
应付贸易账款	23,887	24,364	46,000	53,000	56,000
应付税项	6,509	7,333	8,000	7,800	8,000
关连款项	20,714	18,213	21,000	20,000	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	26,431	31,594	55,400	45,200	55,200
借债	20,544	27,214	50,000	40,000	50,000
递延税项	5,887	4,379	5,400	5,200	5,200
其他	-	-	-	-	-
净资产总值	20,983	19,420	31,220	36,474	45,978
股东权益	16,353	19,005	22,994	28,147	37,350
永演债	-	-	6,825	6,826	6,827
少数股东权益	4,630	415	1,400	1,500	1,800
总权益	20,983	19,420	31,220	36,474	45,978

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	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	3,962	5,391	6,611	12,708	18,124
折旧和摊销	25	28	34	250	260
营运资金变动	3,213	9,545	(26,138)	(14,800)	(19,500)
税务开支	(2,735)	(1,729)	403	(4,606)	(6,680)
其他	12,253	2,706	1,276	1,630	756
经营活动所得现金净额	16,717	15,942	(17,813)	(4,818)	(7,040)
购置固定资产	(6,340)	(6,182)	(8,397)	230	240
联营公司	(7,525)	(6,538)	(2,327)	125	466
其他	4,980	188	(3,776)	1,000	-
投资活动所得现金净额	(8,885)	(12,532)	(14,499)	1,355	706
股份发行	126	45	2,395	-	-
净银行借贷	6,172	8,345	32,201	(12,000)	6,500
股息	(636)	(2,360)	(659)	(619)	(1,157)
其他	(6,245)	(7,653)	(5,553)	4,000	(3,550)
融资活动所得现金净额	(583)	(1,623)	28,385	(8,619)	1,793
现金增加净额	7,250	1,787	(3,928)	(12,083)	(4,541)
年初现金及现金等价物	13,414	20,657	22,687	18,750	6,657
汇兑	(6)	243	(10)	(10)	(10)
年末现金及现金等价物	20,657	22,687	18,750	6,657	2,106
受限制现金	4,384	4,371	11,810	11,810	11,810
资产负债表中的现金	25,041	27,058	30,560	18,467	13,916

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	98.6	97.8	98.4	99.2	99.3
物业投资	-	-	-	-	-
物业管理	1.4	2.2	1.6	0.8	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	(18.7)	(8.2)	63.7	147.8	37.6
毛利	(39.5)	(34.2)	136.7	151.7	42.2
经营利率	(35.8)	36.1	22.6	92.2	42.6
净利润	1.0	2.8	(32.7)	160.6	70.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	17.3	12.4	18.0	18.2	18.8
税前利率	19.5	19.8	9.7	12.1	14.0
净利润率	12.8	14.3	5.9	6.2	7.7
核心净利润率	12.8	14.3	5.9	6.2	7.7
有效税率	34.1	20.9	35.1	37.3	38.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7
平均应收账款周转天数	36.7	40.7	44.6	17.6	14.9
平均应付帐款周转天数	479.2	436.9	415.5	236.7	190.8
平均存货周转天数	946.3	898.8	826.0	459.1	385.2
净负债/ 总权益比率 (%)	44.5	75.9	147.4	105.5	102.3
回报率 (%)					
资本回报率	21.4	18.7	10.6	22.6	30.0
资产回报率	3.1	2.9	1.5	3.1	5.1
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.958	0.972	0.645	1.501	2.551
每股股息 (人民币)	0.190	0.194	0.180	0.300	0.500
每股账面值 (人民币)	4.85	5.59	5.96	7.30	9.68

来源: 公司、招银国际证券预测

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。