

融創 (1918 HK, HK\$6.08, 目標價: HK\$5.25, 賣出) — 最近的收購加重了負債

- ❖ **購入聯想控股的房地產業務。**融創宣佈收購聯想控股(3396 HK)的房地產業務，總代價是 137.9 億元(人民幣·下同)，因為收購要待兩家公司的股東批准及進行盡職審查，我們預期要至明年 4 月才能完成收購及貢獻盈利。除了北京融科資訊中心園區的 18 萬平方米及 60% 的武漢智谷投資有限公司的權益外，是項收購包括聯想控股所有在國內 16 個城市的物業，總可出售的面積為 730 萬平方米。
- ❖ **投資金科地產 16.96%。**融創在 9 月 21 日宣佈另一個投資，公司認購金科地產(000656 CH)9.07 億新股，認購價每股 4.41 元，總投資 40 億元。在完成股票配售後，融創佔有擴大後的股權 16.96% 及成為第二大股東。自 1996 年起，金科地產在深圳交易所上市，主力在房地產業務，其項目集中在中西部、長三角及環渤海三大區域，投資的項目達 75 個，總土地儲備為 1,700 萬平方米。2016 上半年，金科地產的營業額及純利分別增加 100.3% 至 131 億元及 43.2% 至 5.83 億元。融創會把金科地產的投資算作按公平值計入損益的金融資產，所以金科地產的股價變動將直接成為影響融創盈利的升跌。
- ❖ **更多的債務負擔。**融創在這兩項投資斥資 178 億元，其中 50 億元在 2016 年支付，餘下的 128 億元在完成收購聯想控股的房地產業務後支付。一方面，融創會加快房屋銷售來增加現金流；另一方面，公司會利用借貸來融資，因此，我們預計融創 2016 及 2017 年的淨負債比率會分別上升至 117% 及 116%，令到我們擔心其財務風險。
- ❖ **下調至「賣出」。**在 2016 年 11 月其交易通函出版前，我們維持物業交付計劃不變，不過我們輕微下調 2016 及 2017 年盈利預測 0.3% 至 24.9 億元及 2.4% 至 45.3 億元以反映上升的利息支出，我們更將 2016 年底的資產淨值預測由 26.12 港元上升至 26.24 港元，因此目標價由 5.22 港元調高至 5.25 港元，相等於 80% 的與資產淨值折讓，目標價的下跌空間為 13.7%，評級下降為「賣出」。

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	2,487	4,531	7,919
每股收益 (人民幣)	0.958	0.972	0.732	1.333	2.329
每股收益變動 (%)	(0.5)	1.4	(24.7)	82.2	74.8
市盈率(x)	4.8	4.8	7.1	3.9	2.2
市帳率(x)	1.0	0.8	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.1	4.2	3.4	6.1	11.1
權益收益率 (%)	19.6	17.4	11.9	18.3	24.7
淨財務槓杆率 (%)	44.5	75.9	116.5	115.9	101.5

來源: 公司、招銀國際證券預測

融創 (1918 HK)

評級	賣出
收市價	HK\$6.08
目標價	HK\$5.25
市值 (港幣百萬)	20,694
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	100.3
52 周高/低 (港幣)	6.2/3.92
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	3.1%	0.1%
3 月	27.3%	12.2%
6 月	5.8%	-7.9%

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	1,435	438	240
息稅前收益	3,962	5,391	6,768	10,563	15,106
融資成本	(1,267)	(2,521)	(2,770)	(2,566)	(2,742)
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	4,040	8,891	14,267
所得稅	(1,669)	(955)	(1,404)	(3,090)	(5,088)
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	2,487	4,531	7,919
核心淨利潤	3,199	3,298	2,487	4,531	7,919

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	28,043	27,321	27,730
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	10,000	9,000	9,000
流動資產	97,467	93,725	121,689	134,708	153,323
現金及現金等價物	25,041	27,058	25,189	24,708	28,423
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	86,000	98,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	64,949	64,495	77,800	84,650	86,350
借債	13,840	14,584	20,000	22,000	18,500
應付貿易賬款	23,887	24,364	30,000	37,000	42,000
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	45,200	55,200
借債	20,544	27,214	38,200	40,000	50,000
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	28,332	32,179	39,503
股東權益	16,353	19,005	20,857	24,753	32,036
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	28,332	32,179	39,503

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	6,768	10,563	15,106
折舊和攤銷	25	28	34	38	42
營運資金變動	3,213	9,545	(12,438)	(16,500)	(11,500)
稅務開支	(2,735)	(1,729)	(917)	(2,290)	(4,888)
其他	12,253	2,706	1,267	1,623	686
經營活動所得現金淨額	16,717	15,942	(5,286)	(6,567)	(554)
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	(3,776)	1,000	-
投資活動所得現金淨額	(8,885)	(12,532)	(14,202)	1,058	267
股份發行	126	45	-	-	-
淨銀行借貸	6,172	8,345	16,401	3,800	6,500
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)	10,190	5,038	4,012
現金增加淨額	7,250	1,787	(9,298)	(471)	3,725
年初現金及現金等價物	13,414	20,657	22,687	13,379	12,898
匯兌	(6)	243	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	20,657	22,687	13,379	12,898	16,613
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	25,189	24,708	28,423

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	25.5	56.1	43.0
淨利潤	1.0	2.8	(24.6)	82.2	74.8
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	15.0	16.6
淨利潤率	12.8	14.3	6.6	7.6	9.2
核心淨利潤率	12.8	14.3	6.6	7.6	9.2
有效稅率	34.1	20.9	34.8	34.8	35.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.6	1.8
平均應收賬款周轉天數	36.7	40.7	38.8	27.7	22.3
平均應付賬款周轉天數	479.2	436.9	321.0	261.9	214.0
平均存貨周轉天數	946.3	898.8	699.0	604.0	498.5
淨負債/ 總權益比率 (%)	44.5	75.9	153.5	147.1	122.6
回報率 (%)					
資本回報率	21.4	18.7	12.5	19.9	27.9
資產回報率	3.1	2.9	1.9	2.9	4.6
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.958	0.972	0.732	1.333	2.329
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	6.13	7.28	9.42

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。