

睿智投資

融創 (1918 HK, HK\$7.29, 目標價 : HK\$5.84, 賣出) — 最近的收購加重了財務負債

- ❖ **2016年購入3,900萬平方米土地儲備。**2016年融創在房地產市場表現進取。公司在2016年成功進入深圳、廣州、佛山、東莞、鄭州、廈門、青島、南寧、昆明市場。至此，融創在全國主要城市均有佈局。2016年融創購入3,900萬平方米土地儲備，歸屬公司權益面積為2,850萬平方米。融創2015年年底的總土地儲備及的歸屬公司權益土地儲備分別為2,720萬平方米及1,810萬平方米。我們估計融創現有土地儲備6,440萬平方米，較2015年已經翻了一倍。
- ❖ **充足的可售資源為銷售提供穩健增長。**通過一系列公司併購獲得土地後，融創擁有充足的可售資源。合約銷售在2016年第四季度迅速增長，合約銷售金額在11月和12月均超過200億元人民幣。2016年全年合約銷售同比增長111%至1,553億元人民幣，銷售面積同比增長117%至758萬平方米。我們預計融創2017年合約銷售將達到2,000億至2,500億元人民幣的範圍。穩健增長的合約銷售將會為公司收入和盈利帶來動力。
- ❖ **沉重的債務負擔。**儘管公司通過向孫宏斌主席配發4.53億新股集資28億元港元，但大量的投資和收購依然將公司的財務槓桿水平推向新高。根據2016年10月17日的公告披露，公司借款餘額由2016年6月末的696億元人民幣（包括68億元人民幣永續債）增加至9月末的1,012億元人民幣。上週五公司更宣佈向樂視網(300104 CH)及其關聯公司投資共150億元人民幣。儘管公司在一系列收購後合約銷售明顯地增加，但我們對公司的財務可持續性持謹慎態度。我們預計融創的淨負債率將從2016年年中的85.1%提高至2016年末的115.2%。
- ❖ **重申賣出評級。**我們理解通過進取的收購策略來達到銷售增長能夠吸引投資者的眼球，但我們更加關注公司受財務狀況的約束。中國政府在未來有可能實施更加嚴厲的調控措施以控制房地產市場過熱局面，這會對房屋銷售造成一定影響。我們下調了公司2016年盈利預測10.9%至22.21億元人民幣，但上調2017年盈利預測27.5%至57.89億元，以反映利息支出增加和銷售增長帶來的影響。我們預測2017年年底公司每股資產淨值為23.35港元，因此將目標價從原先的5.25港元上調至5.84港元，相等於75%的每股資產淨值折讓，潛在的下跌空間19.9%，維持「賣出」評級。

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	93,345	128,439
淨利潤(百萬元人民幣)	3,209	3,298	2,221	5,789	9,839
每股收益(人民幣)	0.958	0.972	0.645	1.501	2.551
每股收益變動(%)	(0.5)	1.4	(33.6)	132.6	70.0
市盈率(x)	6.8	6.7	10.1	4.3	2.5
市帳率(x)	1.3	1.2	1.1	0.9	0.7
股息率(%)	2.9	3.0	2.8	4.6	7.7
權益收益率(%)	19.6	17.4	9.7	20.6	26.3
淨財務杠桿率(%)	44.5	75.9	115.2	85.8	87.1

來源：公司、招銀國際證券預測

文幹森, CFA
 (852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

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

中國房地產

融創 (1918 HK)

評級	賣出
收市價	HK\$7.29
目標價	HK\$5.84
市值(港幣百萬)	28,135
過去3月平均交易(港幣百萬)	87.7
52周高/低(港幣)	7.31/4.34
發行股數(百萬)	3,858
主要股東	孫宏斌(53.2%)

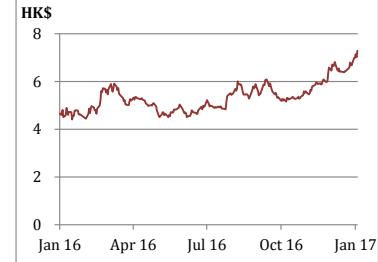
來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	4.5%	2.7%
3月	33.5%	35.8%
6月	41.5%	33.7%

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	93,345	128,439
物業發展	24,709	22,509	37,070	92,601	127,532
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)	(76,318)	(104,235)
毛利	4,342	2,857	6,764	17,027	24,205
銷售費用	(697)	(661)	(678)	(1,867)	(2,569)
行政費用	(681)	(775)	(942)	(2,800)	(3,596)
其他收益	998	3,970	1,467	349	84
息稅前收益	3,962	5,391	6,611	12,708	18,124
融資成本	(1,267)	(2,521)	(3,113)	(2,899)	(2,742)
聯營公司	2,181	1,693	156	1,455	2,597
特殊收入	13	-	-	-	-
稅前利潤	4,889	4,564	3,654	11,265	17,979
所得稅	(1,669)	(955)	(1,284)	(4,206)	(6,880)
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	2,221	5,789	9,839
核心淨利潤	3,199	3,298	2,221	5,789	9,839

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	28,378	27,758	28,178
物業、廠房及設備	62	69	500	520	540
投資物業	239	-	-	-	-
聯營公司	12,049	15,261	17,640	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	157,242	156,716	173,350
現金及現金等價物	25,041	27,058	38,042	30,716	28,450
應收貿易款項	5,043	5,137	9,200	9,000	10,500
關連款項	17,999	11,660	20,000	15,000	16,400
存貨	49,383	49,870	90,000	102,000	118,000
其他	-	-	-	-	-
流動負債	64,949	64,495	99,000	102,800	100,350
借債	13,840	14,584	24,000	22,000	18,500
應付貿易賬款	23,887	24,364	46,000	53,000	56,000
應付稅項	6,509	7,333	8,000	7,800	8,000
關連款項	20,714	18,213	21,000	20,000	17,850
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	26,431	31,594	55,400	45,200	55,200
借債	20,544	27,214	50,000	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	31,220	36,474	45,978
股東權益	16,353	19,005	22,994	28,147	37,350
永續債	-	-	6,825	6,826	6,827
少數股東權益	4,630	415	1,400	1,500	1,800
總權益	20,983	19,420	31,220	36,474	45,978

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	6,611	12,708	18,124
折舊和攤銷	25	28	34	250	260
營運資金變動	3,213	9,545	(26,138)	(14,800)	(19,500)
稅務開支	(2,735)	(1,729)	403	(4,606)	(6,680)
其他	12,253	2,706	1,276	1,630	756
經營活動所得現金淨額	16,717	15,942	(17,813)	(4,818)	(7,040)
購買固定資產	(6,340)	(6,182)	(8,397)	230	240
聯營公司	(7,525)	(6,538)	(2,327)	125	466
其他	4,980	188	(3,776)	1,000	-
投資活動所得現金淨額	(8,885)	(12,532)	(14,499)	1,355	706
股份發行	126	45	2,395	-	-
淨銀行借貸	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)
融資活動所得現金淨額	(583)	(1,623)	28,385	(8,619)	1,793
現金增加淨額	7,250	1,787	(3,928)	(12,083)	(4,541)
年初現金及現金等價物	13,414	20,657	22,687	18,750	6,657
匯兌	(6)	243	(10)	(10)	(10)
年末現金及現金等價物	20,657	22,687	18,750	6,657	2,106
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	30,560	18,467	13,916

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	99.2	99.3
物業投資	-	-	-	-	-
物業管理	1.4	2.2	1.6	0.8	0.7
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增長 (%)					
收入	(18.7)	(8.2)	63.7	147.8	37.6
毛利	(39.5)	(34.2)	136.7	151.7	42.2
經營利率	(35.8)	36.1	22.6	92.2	42.6
淨利潤	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
稅前利率	19.5	19.8	9.7	12.1	14.0
淨利潤率	12.8	14.3	5.9	6.2	7.7
核心淨利潤率	12.8	14.3	5.9	6.2	7.7
有效稅率	34.1	20.9	35.1	37.3	38.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7
平均應收賬款周轉天數	36.7	40.7	44.6	17.6	14.9
平均應付帳款周轉天數	479.2	436.9	415.5	236.7	190.8
平均存貨周轉天數	946.3	898.8	826.0	459.1	385.2
淨負債 / 總權益比率 (%)	44.5	75.9	147.4	105.5	102.3
回報率 (%)					
資本回報率	21.4	18.7	10.6	22.6	30.0
資產回報率	3.1	2.9	1.5	3.1	5.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.958	0.972	0.645	1.501	2.551
每股股息(人民幣)	0.190	0.194	0.180	0.300	0.500
每股賬面值(人民幣)	4.85	5.59	5.96	7.30	9.68

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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，並可能會受目標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。