



卖出

77%↓

目标价格: 港币5.30

1918.HK

价格: 港币23.50

目标价格基础: 50%分部加总

板块评级: 中立

股价表现



发行股数(百万)	3,399
流通股(%)	30
流通股市值(港币 百万)	79,887
3个月日均交易额(港币 百万)	703
净负债比率(%) (2017E)	120
主要股东(%)	
融创国际	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2017年8月31日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

田世欣

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

融创中国

经营利润不足以覆盖利息成本

2017年上半年融创中国收入同比增长25.9%至130亿元人民币,符合市场一致预测及中银国际预测;毛利率同比增长6.3个百分点至19.6%。但毛利润合计26亿元人民币,仅略高于21亿元财务成本。在扣除销售、一般及管理费用15.5亿元后,息税前利润仅为11亿元,低于净财务成本18亿元。剔除一次性损益后,公司核心净亏损约为17.7亿元,同比增长139%。包含永续债在内的净负债率由2016年底为208%上升至394%,财务风险大幅增长,而高负债还未带来相应回报。考虑到公司的风险收益特征,我们认为目前2.7倍市净率估值过高,不在合理范围。重申卖出评级。

支撑评级的主要因素

- 融创中国为其在乐视网(300104 CH/未有评级)的投资计提减值拨备11亿元人民币,占总投资150亿元的7.4%。由于部分机构投资者今日已下调乐视网估值至22元/股,相对于融创中国成本35.4元/股减少38%,我们认为该拨备不算充足。另外,融创中国将再以60.4亿元以35.39元/股购买乐视网1.71亿股。该价格不仅高于机构投资者估值,也高于乐视网停牌前收盘价30.68元/股。
- 融创中国有信心在2017年完成协议销售额3000亿元人民币的目标,并称新项目毛利率将超过25%。但我们认为,高负债下财务成本升高,以及不利市场环境下销售及营销费用增高,公司未来盈利改善面临很大不确定性。

评级风险

- 强劲的协议销售将作为催化剂支撑股价。

估值

- 公司股价目前对应2.7倍2017年预测市净率,比我们预测净资产价值10.61港币/股以及28/19倍2017/18年市盈率溢价121%。公司2017年预测股息收益率为1.1%,为行业最低。由于公司净负债率接近400%且持续亏损,我们认为公司估值过高。我们重申卖出评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	23,011	35,343	41,479	51,260	59,865
变动(%)	(8)	54	17	24	17
净利润(人民币 百万)	3,298	2,478	2,404	3,702	4,683
全面摊薄每股收益(人民币)	0.962	0.729	0.707	1.089	1.377
变动(%)	1.0	(24.2)	(3.0)	54.0	26.5
市场预期每股收益(人民币)			0.708	1.569	2.239
核心每股收益(人民币)	0.671	0.387	0.707	1.089	1.377
变动(%)	(39.7)	(42.4)	82.9	54.0	26.5
全面摊薄市盈率(倍)	20.6	27.1	28.0	18.2	14.4
核心市盈率(倍)	29.5	51.2	28.0	18.2	14.4
每股现金流量(人民币)	4.70	2.47	2.06	2.07	2.16
价格/每股现金流量(倍)	4.2	8.0	9.6	9.6	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.7	42.9	25.4	18.6	14.5
每股股息(人民币)	0.194	0.292	0.212	0.327	0.413
股息率(%)	1.0	1.5	1.1	1.7	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

本研究报告是《Sunac China -- Operating profit fails to cover interest cost》的中文译本,英文原稿已于2017年9月1日出版

图表 1. 2017 年上半年业绩摘要 - 损益表

(人民币 百万)	2016	1H16 占 2016 全年比例%	1H16	1H17	1H17 % 同比	2017E	1H17 占 2017E 全年比例%
收入	35,343	30.0	10,586	13,333	25.9	41,479	32.1
销售成本	(30,495)	30.1	(9,180)	(10,717)	16.7	(34,493)	31.1
毛利润	4,848	29.0	1,406	2,616	86.0	6,986	37.4
销售及营销费用	(916)	34.8	(319)	(779)	144.7	(1,075)	72.5
管理费用	(1,339)	31.5	(422)	(775)	83.9	(1,572)	49.3
经营利润	2,592	25.7	666	1,061	59.3	4,339	24.5
财务成本	(2,472)	63.9	(1,579)	(2,139)	35.5	(3,937)	54.3
其他收益	370	431.7	1,595	3,484	118.4	436	799.6
应占联营及合营公司利润	836	(28.2)	(236)	(397)	68.6	3,971	(10.0)
税前利润	1,326	33.7	447	2,008	349.2	4,808	41.8
税费	(1,470)	23.4	(344)	(395)	14.6	(1,533)	25.7
永续资本证券分配	(303)	NA	(2)	(352)	14789.3	(687)	51.2
少数股东权益	(157)	17.5	(27)	38	(237.9)	(185)	(20.5)
净利润	(604)	(12.1)	73	1,300	1682.5	2,404	54.1
一次性项目调整							
收益			(1,055)	(3,810)			
亏损			30	1,289			
融资汇兑损失			376	66			
税收影响			(162.27)	(613.58)			
调整项合计			(811)	(3,068)			
核心净利润	1,314	(56.2)	(738)	(1,768)	139.4	2,404	(73.5)
(%)							
毛利率	13.7		13.3	19.6		16.8	
息税前利润率	7.3		6.3	8.0		10.5	
核心净利率	3.7		(7.0)	(13.3)		5.8	
销售费用占收入比例%	2.6		3.0	5.8		2.6	
管理费用占收入比例%	3.8		4.0	5.8		3.8	
核心每股收益 (人民币/股)	0.39	(52.4)	(0.20)	(0.45)	121.6	0.71	(63.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 2. 2017 年上半年业绩摘要 - 资产负债表

(人民币, 百万)	2016	1H16	1H17
银行余额及现金	69,813	40,147	92,409
短期贷款	32,644	24,648	69,506
长期贷款	80,200	38,150	111,791
总贷款	112,844	62,799	181,297
净现金/(负债)	(43,031)	(22,651)	(88,888)
总权益	35,411	26,615	34,242
包括: 永续资本工具	9,957	6,825	9,312
净负债率 (%)	121.5	85.1	259.6
净负债率 (含永续债) (%)	208.2	148.9	393.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	23,011	35,343	41,479	51,260	59,865
销售成本	(20,154)	(30,495)	(34,493)	(41,841)	(48,287)
经营费用	(1,408)	(2,223)	(2,611)	(3,547)	(4,144)
息税折旧前利润	1,449	2,625	4,375	5,872	7,435
折旧与摊销	(28)	(33)	(36)	(41)	(47)
经营利润(息税前利润)	1,421	2,592	4,339	5,831	7,388
净利息收入/(费用)	(1,597)	(2,079)	(3,475)	(3,347)	(3,427)
其他收益/(损失)	4,739	3,896	3,944	3,714	3,450
税前利润	4,564	4,409	4,808	6,198	7,411
所得税	(955)	(1,470)	(1,533)	(1,581)	(1,775)
少数股东权益	(311)	(157)	(185)	(228)	(266)
净利润	3,298	2,478	2,404	3,702	4,683
核心净利润	2,277	1,314	2,404	3,702	4,683
每股收益(人民币)	0.962	0.729	0.707	1.089	1.377
核心每股收益(人民币)	0.671	0.387	0.707	1.089	1.377
每股股息(人民币)	0.194	0.292	0.212	0.327	0.413
收入增长(%)	(8)	54	17	24	17
息税前利润增长(%)	(52)	82	67	34	27
息税折旧前利润增长(%)	(52)	81	67	34	27
每股收益增长(%)	1	(24)	(3)	54	26
核心每股收益增长(%)	(40)	(42)	83	54	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 3月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	4,564	4,409	4,808	6,198	7,411
折旧与摊销	28	33	36	41	47
净利息费用	2,397	2,798	3,475	3,347	3,427
运营资本变动	15,836	(42,495)	2,985	2,294	(232)
税金	(1,729)	3,212	(899)	(1,098)	194
其他经营现金流	(5,154)	40,448	(3,417)	(3,747)	(3,488)
经营活动产生的现金流	15,942	8,405	6,988	7,035	7,358
购买固定资产净值	(16)	(24)	(28)	(35)	(41)
投资减少/增加	491	2,781	(145)	(180)	(210)
其他投资现金流	(13,195)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(12,720)	2,757	(174)	(215)	(251)
净增权益	45	0	0	0	0
净增债务	8,345	14,048	(14,482)	3,992	1,060
支付股息	(2,360)	(660)	(991)	(721)	(1,111)
其他融资现金流	(7,465)	4,848	(7,384)	(7,095)	(7,253)
融资活动产生的现金流	(1,435)	18,237	(22,857)	(3,824)	(7,303)
现金变动	1,787	29,399	(16,043)	2,996	(196)
期初现金	20,657	22,687	52,086	36,043	39,039
公司自由现金流	3,410	11,554	7,276	7,215	7,516
权益自由现金流	9,014	20,404	(14,365)	4,404	1,602

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 3月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	27,058	69,813	53,770	56,766	56,570
应收帐款	5,137	14,345	26,035	18,882	29,406
库存	49,870	130,621	146,350	172,571	197,422
其他流动资产	11,660	37,919	41,919	45,919	49,919
流动资产总计	93,725	252,698	268,074	294,137	333,318
固定资产	69	547	52	46	40
无形资产	230	421	500	680	890
其他长期资产	21,485	39,518	43,590	47,414	51,218
长期资产总计	21,784	40,485	44,142	48,139	52,147
总资产	115,509	293,183	312,216	342,277	385,465
应付帐款	24,364	75,790	102,972	121,272	153,278
短期债务	14,584	32,644	87,829	20,522	90,076
其他流动负债	25,546	60,160	64,521	68,796	73,919
流动负债总计	64,495	168,594	255,323	210,591	317,273
长期借款	27,214	80,200	10,533	81,832	13,338
其他长期负债	4,379	8,978	9,352	9,637	10,799
股本	291	331	331	331	331
储备	18,714	22,938	24,350	27,331	30,903
股东权益	19,005	23,269	24,682	27,663	31,235
少数股东权益	415	12,142	12,326	12,554	12,821
总负债及权益	115,509	293,183	312,216	342,277	385,465
每股帐面价值(人民币)	5.59	6.85	7.26	8.14	9.19
每股有形资产(人民币)	5.52	6.72	7.11	7.94	8.93
每股净负债(现金)(人民币)	4.34	12.66	13.12	13.41	13.78

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 3月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	7.4	10.5	11.5	12.4
息税前利润率(%)	6.2	7.3	10.5	11.4	12.3
税前利润率(%)	19.8	12.5	11.6	12.1	12.4
净利率(%)	14.3	7.0	5.8	7.2	7.8
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	1.0	1.4	1.1
利息覆盖率(倍)	0.8	1.0	1.1	1.6	1.9
净权益负债率(%)	75.9	121.5	120.5	113.4	106.3
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.5	0.6	0.4
估值					
市盈率(倍)	20.6	27.1	28.0	18.2	14.4
核心业务市盈率(倍)	29.5	51.2	28.0	18.2	14.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	6.7	11.6	6.3	4.1	3.2
市净率(倍)	3.5	2.9	2.7	2.4	2.2
价格/现金流(倍)	4.2	8.0	9.6	9.6	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	53.7	42.9	25.4	18.6	14.5
周转率					
存货周转天数	898.8	1,080.1	1,465.5	1,391.1	1,398.4
应收帐款周转天数	80.7	100.6	177.7	159.9	147.2
应付帐款周转天数	382.7	517.2	786.5	798.4	837.0
回报率					
股息支付率(%)	20.0	40.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	18.7	11.7	10.0	14.1	15.9
资产收益率(%)	1.0	0.8	1.0	1.3	1.5
已运用资本收益率(%)	2.6	2.8	3.4	4.5	5.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371