

融创中国 (01918)

证券研究报告

2018年04月20日

融成长之势、创价值典范

事件：公司发布 2017 年年度业绩公告，公司 2017 年实现合同销售面积 2203 万平米，合同销售额人民币 3620 亿元，同比增长 140.3%，行业排名跃升至第四；公司 2017 年实现营业收入 658.7 亿元，同比增长 86.4%；归母净利润 110.0 亿元，同比增长 344%；归母核心溢利 111.2 亿元，同比增长 259.1%。

确认投资乐视相关损失 165.6 亿元后，归母净利仍大幅增长 344%

公司基于谨慎性原则，对乐视相关投资的损失进行了充分的考虑，计提了对乐视相关公司投资、债务担保的减值准备约人民币 99.8 亿元，以及对乐视相关公司及其关联方的应收款项 21 亿元的坏账损失拨备，并确认了对乐视相关公司按权益法入账的投资损失 44.8 亿元，三项总计 165.6 亿元。虽然乐视相关公司带来的损失对公司利润造成一定影响，但公司拥有人应占溢利仍大幅增长 344%至 110 亿元，若剔除汇兑净收益、衍生金融工具的公允价值变动及投资物业公允价值变动的影响，公司拥有人应占核心溢利增长 259%至 111.2 亿元。公司账面预收款 1312 亿，业绩锁定性（预收款/营业收入）高达 1.99，可结算资源十分充足。

销售高增长，2018 年可售资源 6745 亿

公司销售规模近几年快速扩张，15-17 年销售年复合增速超过 130%，17 年合同销售额人民币 3620 亿元，同比增长 140%，行业排名跃升至第四。公司 2018 年预计将有 340 个项目进行销售，总可售资源 6745 亿元。

货值储备 3 万亿，平均土地成本仅 4728 元/平米

截至 2018 年 3 月 29 日，包括旧改等协议状态的土地，公司土地储备总计约 2.18 亿平米，整体货值 3 万亿元，超过 96%的货值位于一线、二线及环一线城市。公司 2017 年销售均价高达 16380 元/平米，而平均土地成本仅 4728 元/平米，土地成本占销售均价的比例仅 28.9%。充足高质量的土地储备将有力保障和支持公司未来的稳健发展。

多元化拿地能力强，后续保持谨慎投资：2017 年，公司新增土地储备 6764.2 万平米，权益面积 5252.5 万平米。由于土地市场较为火热，公司在招拍挂公开市场采取了较为谨慎的拿地策略，控制投资风险；同时充分发挥公司在并购领域的优势，通过并购、合作等方式获取了大量优质项目。2018 年公司将继续保持谨慎的拿地策略。

净负债率回落，融资成本略有上升

截至 2017 年底，公司账面现金达到人民币 967.2 亿元，同比增长 38.5%，对短期债务的覆盖达到 1.2 倍以上。随着利润的释放和高质量的股权融资，公司净资产规模同比增长 71.2%。加上 2017 年谨慎的投资策略，公司净负债率水平较 2017 年中报时下降 60 个百分点至 202%。在行业整体融资成本上升的大环境下，公司充分利用各种资本市场融资工具，融资成本仅小幅上升，2017 年公司加权平均借贷利率为 6.24%，较 2016 年提高 0.26 个百分点。

投资建议：在行业整合的大背景下，公司在并购领域的丰富经验使其通过多元化拿地方式获取低成本优质土地资源的能力优势明显。公司土地储备充足，足以支撑公司销售额持续快速增长。公司账面预收款 1312 亿，预收款/营业收入高达 1.99，可结算资源十分充足。随着投资乐视带来的亏损充分释放，公司利润有望继续快速增长，我们预计公司 2018-2020 年归母净利润约为 150 亿、270 亿、351 亿，对应 EPS 为 3.40、6.13 和 7.97 元，对应 PE 为 8.48X、4.7X 和 3.61X，首次覆盖，给予“买入”评级，六个月目标价 46.75 港元。

风险提示：房地产调控政策超预期，公司销售额不达预期，乐视相关公司发展不及预期

投资评级

行业	地产建筑业/地产
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	33.05 港元
目标价格	46.75 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	4,401.50
港股总市值(百万港元)	145,469.42
每股净资产(港元)	17.22
资产负债率(%)	90.27
一年内最高/最低(港元)	43.55/9.71

作者

陈天诚	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001	
chentiancheng@tfzq.com	
徐超	联系人
xuchao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据与估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	35,343.49	65,873.52	120,326.33	213,809.72	287,643.57
增长率(%)	53.59	86.38	82.66	77.69	34.53
EBITDA (百万元)	4,479.01	15,358.99	25,611.01	43,140.66	55,679.77
净利润(百万元)	2,478.35	11,003.86	14,953.80	26,983.97	35,079.87
增长率(%)	-24.85	344.00	35.90	80.45	30.00
EPS (元/股)	0.64	2.50	3.40	6.13	7.97
市盈率 (P/E)	56.04	14.38	8.48	4.70	3.61
市净率 (P/B)	5.97	3.61	2.27	1.64	1.20
市销率 (P/S)	3.93	2.40	1.05	0.59	0.44
EV/EBITDA	15.91	11.12	7.23	6.44	4.89

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 始于天津，面向全国，专注于高端物业开发.....	4
1.1. 十五年励精图治，销售额跃居行业前四.....	4
1.2. 股权结构集中，高管不断增持.....	5
2. 销售规模扩张迅猛，利润率创新高.....	6
3. 确认投资乐视相关损失 165.6 亿元后，归母净利仍大幅增长 344%.....	7
4. 货值储备 3 万亿，平均土地成本仅 4728 元/平米.....	8
5. 多元化拿地能力强，后续保持谨慎投资.....	8
6. 多元化融资齐头并进，融资成本仅小幅上升.....	9
7. 分红慷慨，股利支付率连续五年维持在 20%以上.....	11
8. 多元投资，收益可期.....	11

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司历年销售额排名.....	4
图 3：公司销售排名靠前城市.....	5
图 4：公司股权结构图.....	5
图 5：公司历年销售金额及增速.....	6
图 6：公司 2017 年销售金额区域分布.....	6
图 7：公司 2017 年销售面积区域分布.....	6
图 8：公司历年营业收入及增速.....	6
图 9：公司历年业绩及利润率.....	6
图 10：公司历年 ROE（平均）.....	7
图 11：公司历年综合毛利率.....	7
图 12：公司历年销售费用率和管理费用率.....	7
图 13：公司土地储备面积区域分布.....	8
图 14：公司在建项目总建筑面积区域分布.....	8
图 15：公司历年有息负债和净负债率.....	9
图 16：公司历年平均融资成本.....	9
图 17：公司历年有息负债构成（亿元）.....	9
图 18：公司 2017 年底有息负债构成.....	9
图 19：公司 2017 年底有息负债期限结构.....	10

表 1: 公司 15 年以来资本市场债权融资情况	10
表 2: 公司近年来历次配股情况	11
表 3: 公司历年分红情况	11
表 4: 公司 2017 年收并购事件	12
表 5: 港股可比公司 PE	14
表 6: 分项业务盈利预测	14

1. 始于天津，面向全国，专注于高端物业开发

1.1. 十五年励精图治，销售额跃居行业前四

融创中国控股有限公司 2003 年成立于天津，由孙宏斌创立，自成立之初就一直坚持“高端精品”的发展战略，专注于高端物业的开发和管理。公司于 2004 年获得重庆奥林匹克花园 3300 亩土地，奠定了深耕西南的基础。2007 年进驻苏南，以无锡为立足点操作苏州、宜兴项目，并获得北京第一个项目“中国式美好——禧福汇”，开始深耕北京。此后 2008 年公司开始操作北京西山壹号院，这是融创第一个“壹号院”系产品。

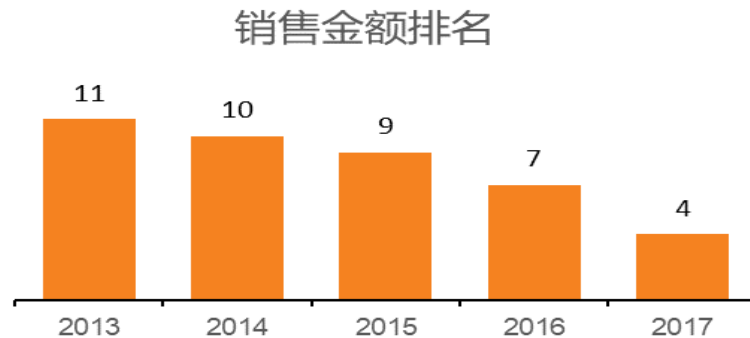
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

2010 年 10 月 7 日，公司于香港联交所成功上市。上市之后，公司加快了扩张的步伐，2012 年公司进驻上海、杭州，开始深耕以上海为中心的长三角和以杭州为中心的东南区域，形成“京、津、沪、渝、杭”五大核心城市的战略布局。2014 年进驻济南，全年销售 715.5 亿元，首次跻身全国房企销售排行榜前十。2015 年公司进驻海南，并开始深耕核心二线城市成都、武汉、南京、西安、合肥。2016 年公司形成聚焦北京、华北、上海、西南、东南、华中、广深和海南八大区域的全国战略布局，并连续六年保持天津市场销售额排名第一。2017 年公司加大了在兼并收购市场上的扩张力度，根据 2017 年 7 月 11 日公告披露，公司与万达战略合作，受让万达旗下 13 个文旅项目，91%的股权。

图 2：公司历年销售额排名

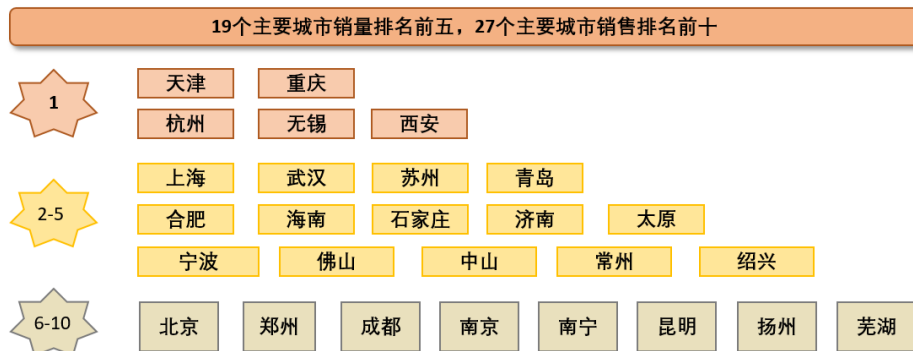


资料来源：克而瑞，天风证券研究所

十多年来，通过在所进入的城市中进行深耕细作，凭借着对高品质的不断追求、对市场发展的精准判断以及对消费者需求的敏锐洞悉，融创已经在所进入城市产生了强大的市场影

响力和品牌竞争力。2017年，融创在全国19个主要城市销售排名前五，27个主要城市销售排名前十，在中国房地产测评中心发布的销售排行榜上，融创中国合同销售连续四年位列前十，稳居房企第一阵营。

图 3: 公司销售排名靠前城市



资料来源：公司官网，天风证券研究所

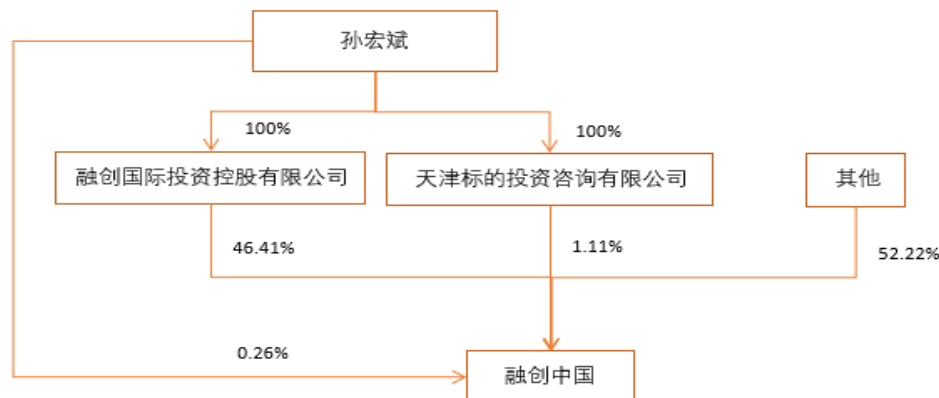
融创中国一直以来以“至臻，致远”为品牌方向，以“客户需求”为导向，不断提升项目定位、规划设计、建设和服务能力，成功打造了“壹号院系”、“桃花源系”、“府系”和“桃源系”等具有行业影响力的产品，其中诸如“北京壹号院”、“苏州桃花源”、“融创玖玺台”，更是跻身“中国十大豪宅”、“亚洲十大豪宅”排名。

1.2. 股权结构集中，高管不断增持

公司实际控制人为孙宏斌，截至2018年4月19日，孙宏斌以直接或间接的方式合计持有公司47.77%的股权。

据港交所公告，2016年12月7日至2017年1月18日期间，孙宏斌连续8次增持融创股份，增持价格在5.965至6.843港元/股之间。此外，2017年10月6日、10月9日和10月10日，融创中国执行董事兼北京公司总经理荆宏分三次进行了增持，共增持股份91.5万股，耗资3675.15万港币，变动后持有融创中国1051.5万股。融创中国执行董事兼行政总裁汪孟德于2017年11月1日、11月2日、11月3日和11月6日共计增持约135万股，共计耗资约4994万港元。高管团队不断增持彰显了他们对公司未来发展前景的信心。

图 4: 公司股权结构图

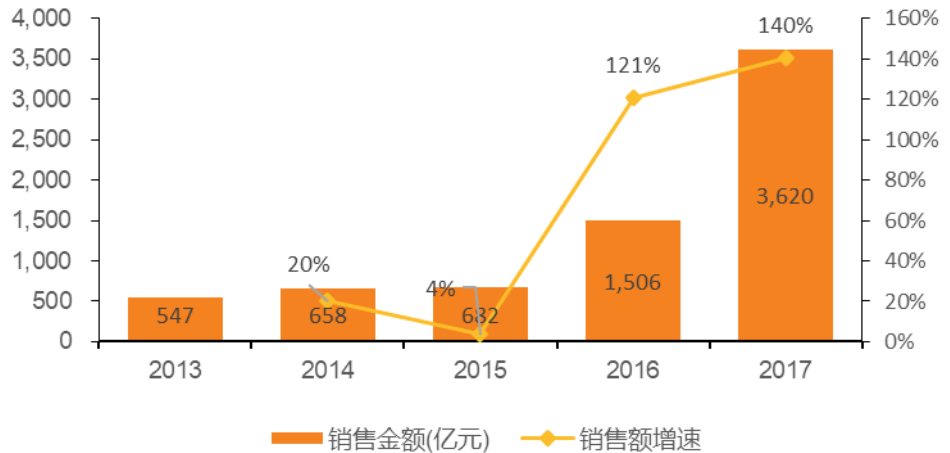


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 销售规模扩张迅猛，利润率创新高

公司销售规模近几年快速扩张，15-17 年销售额年复合增速超过 130%，17 年合同销售额人民币 3620 亿元，同比增长 140%，行业排名跃升至第四。公司 2018 年预计将有 340 个项目进行销售，总可售资源 6745 亿元。

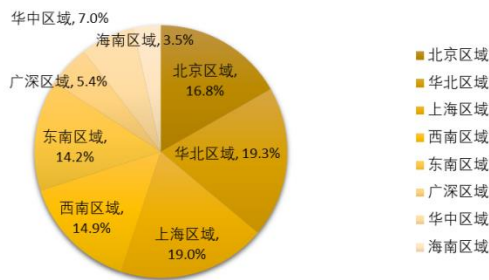
图 5：公司历年销售金额及增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

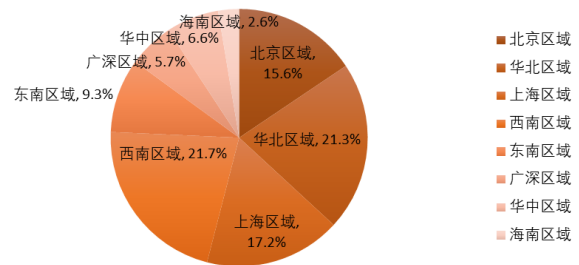
公司将全国分为八大区域，从销售金额的区域分布来看，华北区域（天津、西安、郑州、哈尔滨等）、上海区域（上海、苏州、南京、无锡等）、北京区域（北京、济南、青岛、太原等）、西南区域（重庆、成都、昆明等）四大区域占公司总销售额的 70%，若从销售面积来看这四大区域占比近 76%。

图 6：公司 2017 年销售金额区域分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司 2017 年销售面积区域分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

15-17 年公司营业收入也快速扩张，年复合增速近 60%，2017 年达到 658.7 亿元。收入规模快速提升的同时，2017 年公司净利润率也创近六年新高，达到 17.7%。ROE（平均）也较 2016 年提高 13.6 个百分点，达到 24.3%。

图 8：公司历年营业收入及增速

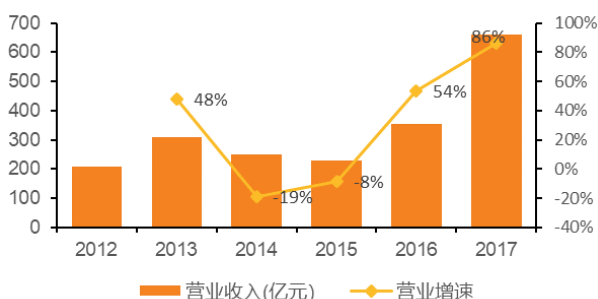
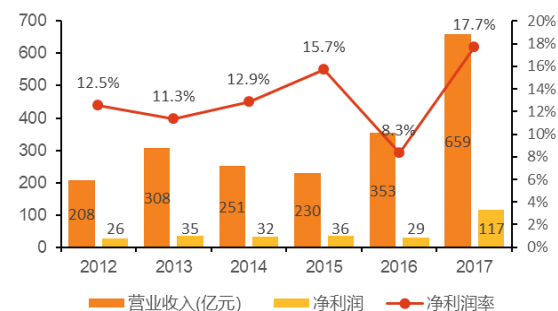


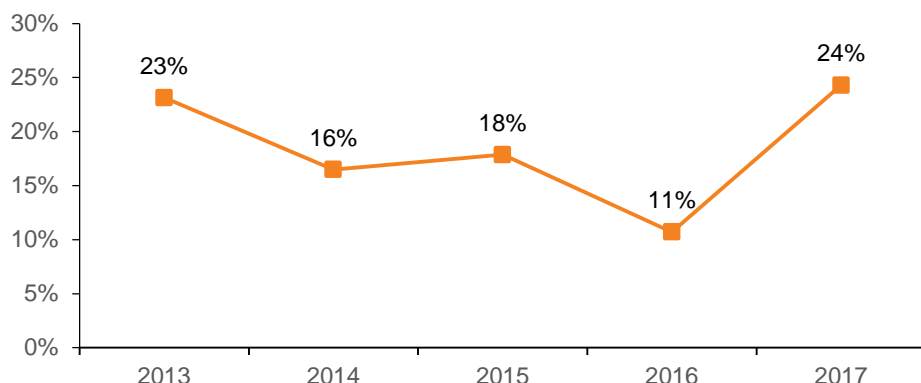
图 9：公司历年业绩及利润率



资料来源：Wind，克尔瑞，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司历年 ROE（平均）



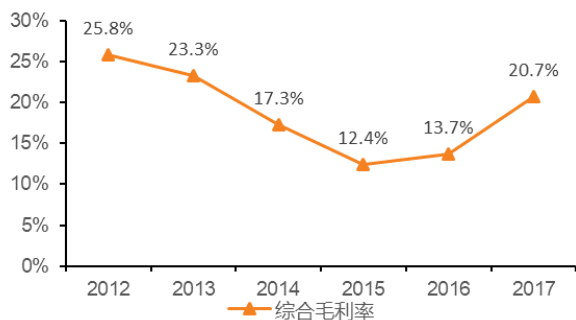
资料来源：Wind，天风证券研究所

随着销售规模的快速扩张，公司综合毛利率也稳步提升，从 2015 年的 12.4% 提升至 2017 年的 20.7%。根据公司公告，毛利率大幅提升主要是由于公司在上海、杭州及南京的物业结算收入的毛利率上升所致。

17 年公司管理费用率大幅提高至 8.4%，主要原因为计提了应收乐视相关公司及其关联方款项的坏账损失拨备 21 亿元。随着乐视相关投资损失充分释放，我们认为公司管理费用率将回到正常水平。销售费用率有所提高主要原因为公司 16 年刚刚完成对全国一线、二线及环一线城市的布局，17 年业务规模处于快速扩张期，员工、广告及推广成本有所增加。由于费用是当期确认，而收入确认是滞后的，因此费用率有所提高。

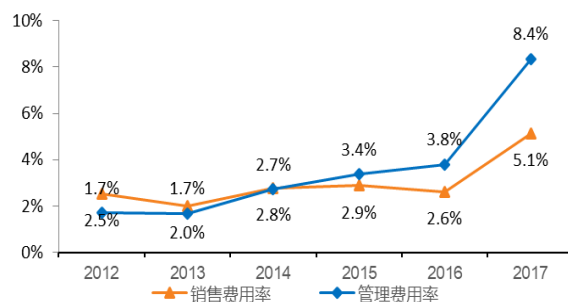
我们认为公司的利润率有望进一步提升。近年来公司积极利用资本市场低成本融资工具，逐步取代存量的高成本负债，平均融资成本有望进一步下降。公司成本管控体系已初见成效，销售费用率和管理费用率有望得到有效控制。

图 11：公司历年综合毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 确认投资乐视相关损失 165.6 亿元后，归母净利仍大幅增长 344%

公司基于谨慎性原则，对乐视相关投资的损失进行了充分的考虑，计提了对乐视相关公司投资、债务担保的减值准备约人民币 99.8 亿元，以及对乐视相关公司及其关联方的应收款项 21 亿元的坏账损失拨备，并确认了对乐视相关公司按权益法入账的投资损失 44.8 亿元，三项总计 165.6 亿元。

虽然乐视相关公司带来的损失对公司利润造成一定影响，但公司归母净利润仍大幅增长 344%至 110 亿元，若剔除汇兑净收益、衍生金融工具的公允价值变动及投资物业公允价值变动的影响，公司拥有者应占核心溢利增长 259%至 111.2 亿元。公司账面预收款 1312 亿，业绩锁定性（预收款/营业收入）高达 1.99，可结算资源十分充足，为未来公司业绩持续增长奠定了坚实的基础。

4. 货值储备 3 万亿，平均土地成本仅 4728 元/平米

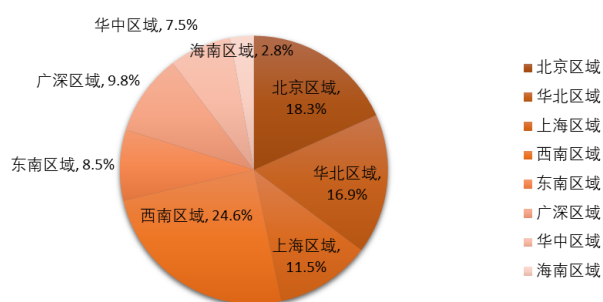
截至 2018 年 3 月 29 日，包括旧改等协议状态的土地，公司土地储备总计约 2.18 亿平米，整体货值 3 万亿元，超过 96%的货值位于一线、二线及环一线城市。公司 2017 年销售均价高达 16380 元/平米，而平均土地成本仅 4728 元/平米，土地成本占销售均价的比例仅 28.9%。充足高质量的土地储备将有力保障和支持公司未来的稳健发展。

公司在 2016 年就已形成聚焦北京、华北、上海、西南、东南、华中、广深和海南八大区域，特别是一线、环一线及核心城市的全国战略布局。

截至 2018 年 3 月 29 日，公司土地储备面积约 1.47 亿平米，权益土地储备面积约 1.07 亿平米，平均权益比例约 75%。从区域分布看，西南区域、北京区域、华北区域、上海区域等四大区域占比最高，合计占比超过 71%。从单个城市看，重庆（10.5%）、青岛（8.3%）、天津（6.9%）、济南（5.6%）、成都（4.9%）五大城市总计占比超过 36%。

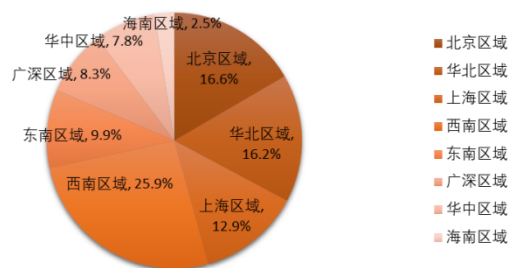
截至 2017 年 12 月 31 日，公司正在开发的物业项目总计 340 个，分布于中国 70 个城市，估计总建筑面积约 1.82 亿平米，估计可销售或可出租的建筑面积约 1.52 亿平米。从区域分布来看，西南区域（重庆、成都、昆明等）、北京区域（北京、济南、青岛、太原等）、华北区域（天津、西安、郑州、哈尔滨等）、上海区域（上海、苏州、南京、无锡等）四大区域占比超过 71%。从单个城市来看，重庆（12.6%）、青岛（7.5%）、天津（7.2%）、无锡（5.5%）、成都（5.5%）五大城市占比超过 38%。

图 13：公司土地储备面积区域分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：公司在建项目总建筑面积区域分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

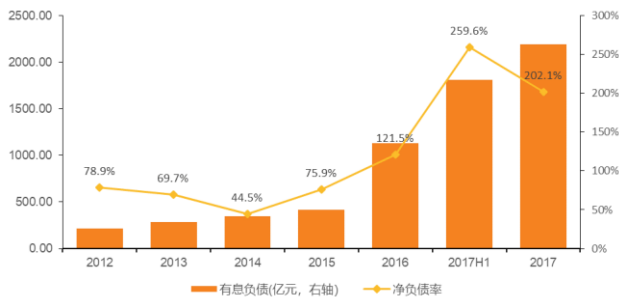
5. 多元化拿地能力强，后续保持谨慎投资

2017 年，公司新增土地储备 6764.2 万平米，权益面积 5252.5 万平米。由于土地市场较为火热，2017 年公司在招拍挂公开市场采取了较为谨慎的拿地策略，控制投资风险；同时充分发挥公司在并购领域的优势，通过并购、合作等方式获取了大量优质项目。2018 年公司将继续保持谨慎的拿地策略。

6. 多元化融资齐头并进，融资成本仅小幅上升

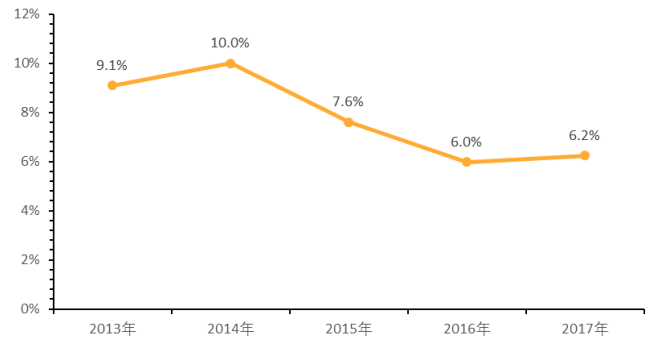
截至 2017 年底，公司账面现金达到人民币 967.2 亿元，同比增长 38.5%，对短期债务的覆盖达到 1.2 倍以上。随着利润的释放和高质量的股权融资，公司净资产规模同比增长 71.2%。加上 2017 年谨慎的投资策略，公司净负债率水平较 2017 年中报时下降 57.5 个百分点至 202.1%。根据公司 2017 年业绩公告，未来一年公司将超过 340 个项目进行销售，预计总可售资源约人民币 6,745 亿元，有望大幅增加销售回款补充现金流，通过谨慎控制投资节奏以及销售业绩的不断兑现，公司的杠杆水平有望进一步下降。

图 15：公司历年有息负债和净负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：公司历年平均融资成本



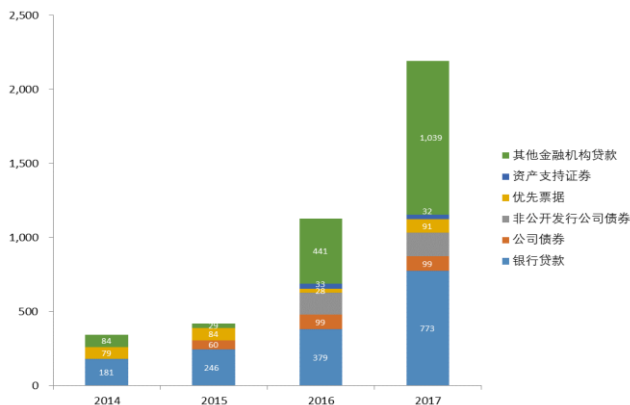
资料来源：Wind，天风证券研究所

在行业整体融资成本上升的大环境下，公司充分利用各种资本市场融资工具，融资成本仅小幅上升，2017 年公司加权平均借贷利率为 6.24%，较 2016 年提高 0.26 个百分点。随着公司充分利用资本市场融资工具替代存量高成本负债，我们认为公司平均融资成本仍有进一步下降的空间。

2017 年公司新增融资以银行和其他金融机构贷款为主。截止至 2017 年 12 月 31 日，公司借款余额为 2192.70 亿元，较 2016 年末增加人民币 1064.26 亿。其中银行贷款余额增加 393.54 亿；资产支持证券余额减少 1.12 亿元，公司债券及非公开发行公司债券余额增加 10.97 亿元，其他金融机构贷款余额增加 597.86 亿元。

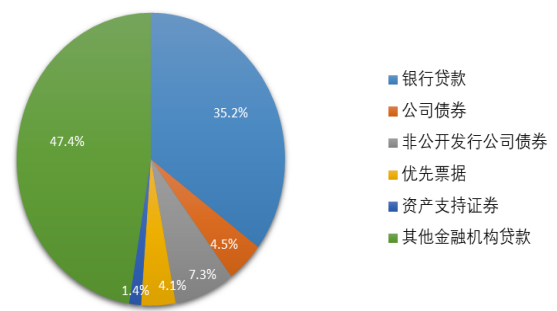
公司在传统融资渠道之外，有效运用资本市场融资工具，多元方式进行融资，积极尝试以配股、资产证券化、海外发行优先票据、公司债券、非公开发行公司债券等融资方式，在完成融资目标的同时一定程度上降低融资成本。2017 年公司成功在新加坡发行 2020 年到期的 4 亿美元 6.875 厘优先票据及 2022 年到期的 6 亿美元 7.950 厘优先票据。通过两次配股进行融资，7 月 25 日以每股 18.33 港元配售 220,000,000 股现有股份，占公司已发行股本的约 5.63%，募资金额为 40.33 亿港元；12 月 15 日以每股 31.1 港元配售 251,500,000 股现有股份，占公司已发行股本的约 6.07%，募资金额为 78.22 亿港元。

图 17：公司历年有息负债构成（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：公司 2017 年底有息负债构成

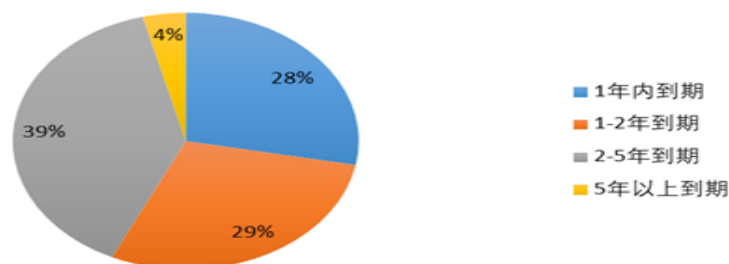


资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 2017 年底，公司有息负债构成以银行和其他金融机构贷款为主，47.4%来自其他金融机构贷款，35.2%来自银行贷款，公司债、非公开发行公司债、优先票据三者合计占比 15.9%，此外还有资产支持证券占比 1.4%。从有息负债的期限结构来看，2-5 年到期的长期负债占比较高，达到 39%，一年内到期的短期负债仅占 28%，财务结构较为健康。

图 19：公司 2017 年底有息负债期限结构

2017年有息负债期限结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：公司 15 年以来资本市场债权融资情况

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (万)	发行币种	票面利率	剩余期限 (年)
122432.SH	15 融创 01	公司债券	2015-08-14	2020-08-14	250,000	人民币元	4.5	2.3616
122433.SH	15 融创 02	公司债券	2015-08-14	2020-08-14	250,000	人民币元	5.7	2.3616
122445.SH	15 融创 03	公司债券	2015-09-01	2020-09-01	100,000	人民币元	4.48	2.411
118470.SZ	16 融地 01	非公开发行公司债券	2016-01-22	2023-01-22	500,000	人民币元	6.39	4.8027
135268.SH	16 融创 03	非公开发行公司债券	2016-03-07	2021-03-07	350,000	人民币元	5.4	2.9233
131759.SH	融创物 01	优先级资产支持证券	2016-04-26	2016-10-26	7,650	人民币元	4.5	
131760.SH	融创物 02	优先级资产支持证券	2016-04-26	2017-04-26	11,070	人民币元	4.7	
131761.SH	融创物 03	优先级资产支持证券	2016-04-26	2017-10-26	8,500	人民币元	5	
131762.SH	融创物 04	优先级资产支持证券	2016-04-26	2018-04-26	12,080	人民币元	5.3	0.0603
131763.SH	融创物 05	优先级资产支持证券	2016-04-26	2018-10-26	9,240	人民币元	5.5	0.5616
131764.SH	融创物 06	优先级资产支持证券	2016-04-26	2019-04-26	12,920	人民币元	5.7	1.0603
131765.SH	融创物 07	优先级资产支持证券	2016-04-26	2019-10-26	9,930	人民币元	5.7	1.5616
131766.SH	融创物 08	优先级资产支持证券	2016-04-26	2020-04-26	13,670	人民币元	5.7	2.0603
131767.SH	融创物 09	优先级资产支持证券	2016-04-26	2020-10-26	10,570	人民币元	5.7	2.5616
131768.SH	融创物 10	优先级资产支持证券	2016-04-26	2021-04-26	14,370	人民币元	5.7	3.0603
131769.SH	融创物次	次级资产支持证券	2016-04-26	2021-04-26	5,800	人民币元		3.0603
135408.SH	16 融创 04	非公开发行公司债券	2016-05-03	2022-05-03	270,000	人民币元	5.85	4.0795
135548.SH	16 融创 05	非公开发行公司债券	2016-06-13	2022-06-13	230,000	人民币元	5.45	4.1918
136633.SH	16 融创 06	公司债券	2016-08-16	2021-08-16	120,000	人民币元	3.44	3.3671
136624.SH	16 融创 07	公司债券	2016-08-16	2023-08-16	280,000	人民币元	4	5.3671
142329.SH	融创次级	次级资产支持证券	2016-10-11	2019-10-11	12,000	人民币元		1.5205
142328.SH	融创 A	优先级资产支持证券	2016-10-11	2019-10-11	228,000	人民币元	4.28	1.5205
7F3B.SG	融创中国 6.875% N2020	优先票据	2017-08-08	2020-08-08	40,000.00	美元	6.875	2.35
7F2B.SG	融创中国 7.950% N2022	优先票据	2017-08-08	2022-08-08	60,000	美元	7.95	4.35

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：公司近年来历次配股情况

发行日	发行方式	发行价格(元)	募资金额(亿元)	币种	发行数量(股)	占已发行股本	募资目的
2013-01-29	配售	6.7	20.1	HKD	300,000,000	9.94%	用作公司发展及本公司一般运营资金。
2016-11-09	配售	6.18	28	HKD	453,074,433	6.22%	本公司拟将自认购事项筹集的所得款项净额用于偿还本公司的境外债务及用作一般运营资金。
2017-08-03	配售	18.33	40.326	HKD	220,000,000	5.63%	所得款项用作本公司一般运营资金。
2017-12-27	配售	31.1	78.22	HKD	251,500,000	6.07%	用作本公司一般运营资金。

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 分红慷慨，股利支付率连续五年维持在 20%以上

公司分红慷慨，计划 2017 年度每股派发股息 0.501 元，股息总额 22.01 亿元（尚需股东大会表决），股息总额占归母净利润的比例达到 20%，在业内属于较高水平。公司股利支付率已经连续五年维持在 20%以上的水平，公司 2017 年股息率为 7.95%（2017 年年初股价）。

表 3：公司历年分红情况

报告期	归母净利润(万元)	现金分红总额(百万元)	股利支付率	每股股利(元)	每股股利年增长率
2011 年	235,616.80	23,640.00	10.03%	0.0788	--
2012 年	260,730.00	26,070.00	10.00%	0.0790	0.25%
2013 年	317,840.30	63,570.00	20.00%	0.1910	141.77%
2014 年	322,207.00	64,640.00	20.06%	0.1900	-0.52%
2015 年	329,782.80	66,000.00	20.01%	0.1940	2.11%
2016 年	247,835.30	99,100.00	39.99%	0.2570	32.47%
2017 年	1,100,386.30	220,100.00	20.00%	0.5010	94.94%

资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

8. 多元投资，收益可期

增资 26 亿元获得北京链家 6.25% 股权。2017 年 1 月 9 日，公司发布公告，融创中国间接全资附属公司融创房地产与北京链家及其经营股东订立增资协议，融创房地产将通过增资 26 亿元获得北京链家房地产经纪有限公司 6.25% 的股权。链家作为综合性房地产服务公司，业务范围涉及资产管理服务、交易管理服务和金融管理服务，覆盖租赁、新房、二手房、资产管理、海外房产、互联网平台、金融、理财、后房地产市场等领域。以交易规模计算，北京链家目前是中国内地最大的房屋交易居间代理商。据公司收购公告，截至 2016 年 6 月 30 日北京链家净资产为 16.14 亿元，全国目前有约 8000 家门店，超过 13 万名经纪人。公司看好北京链家在房地产存量交易市场的发展优势，此次增资也将加大双方合作力度，双方的跨界合作也将为融创带来更加广阔的营销平台。

进一步收购金科股份。融创中国继 2016 年 9 月以每股人民币 4.41 元收购金科股份 9.07 亿股、2016 年 11 月至 2017 年 1 月期间耗资约 17.23 亿元收购股份 3.3 亿股后，17 年 4 月公司继续增持金科股份股票，以 5.96 亿元总价获得 9895 万股金科地产股份，每股成本价格约 6.03 元。截止至 2017 年 9 月 30 日，融创中国通过天津聚金、天津润鼎、天津润泽三家子公司合计持有金科股份 13.35 亿股，持股比例达到 25%。根据金科股份 2017 年业绩快报，17 年金科股份营业利润 30.36 亿元、利润总额 29.43 亿元、归属于上市公司股东的净利润 18.26 亿元，分别同比增长 34.32%、31.88%、48.22%，业绩保持稳定上升，

将为融创带来一定收益。

多次并购增添优质土储。2017年3月1日，融创中国发布公告，以6.87亿元收购北京融智瑞丰30%的股权及债权，以16.17亿元人民币收购联想旗下联创融锦49%的股权，本次收购完成后，融创间接拥有合肥融科城及武汉融科天域项目的全部权益，其中合肥融科城项目总建筑面积约151.6万平方米及未售面积约91.9万平方米，武汉融科天域项目总建筑面积约16.5万平方米及未售面积约0.35万平方米。5月12日，融创宣布以总代价约102.54亿元收购天津星耀80%的股权和债权，拥有中国天津市津南区星耀五洲项目部分权益，项目总建筑面积约为412万平方米，未售计容面积约为235万平方米。5月31日，以21亿的总代价收购华城富丽60%的股权，获得江北嘴国际金融中心项目部分权益，项目总建筑面积约71.4万平方米，可售面积约为54.4万平方米且全部尚未出售。6月5日，以总代价约32.32亿元收购大连润德乾城100%股权，取得大连开发区滨海新区1号地项目全部权益，项目总建筑面积为约166.40万平方米，计容建筑面积为120.26万平方米。以上收购事项为融创在实践区域深耕战略、增加优质土地储备、占领区域市场份额等方面提供助力，公司借助合理并购，不仅补充了高质量的土地资源，也让公司更快地进入市场以及进一步巩固在进驻城市市场中的地位及影响力。

与万达达成战略合作，文旅板块未来可期。2017年7月19日，融创与万达商业在北京签订战略合作协议，此次合作，融创收购万达13个文旅项目的91%股权，交易金额为438.44亿元。这是融创15年发展史上最大规模的一次并购，根据公司公告，融创将获得万达商业分布于全国13个一二线城市的13个万达城，13个文化旅游项目总建筑面积合计约为5897万平米，其中自持面积约为924万平方米，可售面积约占总建筑面积的84%，为公司补充优质的土地储备，助力公司的长远发展。通过此次合作，使公司在文化旅游产业方面的布局上有一个高起点，公司也将专门成立文旅集团，和地产板块分开管理，有了此次并购为文旅板块布局奠定坚实基础，文旅项目有望成为贡献收入、利润的新增长点。

表4：公司2017年收购事件

时间(董事会宣布)	事项	标的物	买方	卖方	金额(亿元)	项目
2017/1/6	收购	成都紫希商业管理有限公司的90%股权	成都融创(融创中国的间接全资附属公司)	霍尔果斯凯格、霍尔果斯博辰与霍尔果斯诚慧	13.53	成都市高新区新川项目
2017/1/6	收购	成都顺宇置业有限公司的10%股权	成都融创(融创中国的间接全资附属公司)	肖苗苗、肖永琼	1.57	
2017/1/9	增资	北京链家6.25%股权	融创房地产(融创中国的间接全资附属公司)	北京链家其经营股东	26	
2017/1/13		乐视网的8.61%股权	天津嘉睿	贾先生(融创中国关连人士)	60.41	
2017/1/13		乐视影业的15%股权	天津嘉睿	乐视控股及其最终实益拥有人(融创中国关连人士)	10.5	
2017/1/13		乐视致新33.4959%股权	天津嘉睿	乐视网、鑫乐资产及乐视致新及其各自的最终实益拥有人(融创中国关连人士)	79.5	
2016/11/11-2017/1/24	收购	329,862,211股金科股份	融创中国控股有限公司	金科地产集团股份有限公司	17.23	
2017/3/1	收购	北京融智瑞丰的30%	北京融创(融创中	天津博联投资	6.87	

		股权及债权	国的间接全资附属公司)			合肥融科城项目, 武汉融科天域项目
	收购	联创融锦的 49% 股权	北京融创 (融创中国的间接全资附属公司)	联想 (北京)	23.04	
2017/5/12	收购	天津星耀 80% 股权及债权	天津融创 (融创中国的间接全资附属公司)	昆明星耀	102.54	天津市津南区星耀五洲项目
2017/5/31	收购	华城富丽 60% 股权及相关债权	重庆融创 (融创中国的间接全资附属公司) 与上锦建筑 (作为合作方)	重庆信托、老虎资产	21	重庆江北嘴国际金融中心项目
2017/6/5	收购	大连润德乾城 100% 股权	大连融创置地 (融创中国的全资附属公司)	润德集团、大连金信集团、利丰、上海丰海投资	32	大连开发区滨海新区 1 号地
2017/7/10	收购	中国十三个文化旅游项目公司 91% 的权益和七十六家城市酒店 100% 的权益	大连融创置地 (融创中国的全资附属公司)	大连万达商业	438.44	十三个文化旅游项目

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

投资建议: 在行业整合的大背景下, 公司在并购领域的丰富经验使其通过多元化拿地方式获取低成本优质土地资源的能力优势明显。公司土地储备充足, 足以支撑公司销售额持续快速增长。公司账面预收款 1312 亿, 预收款/营业收入高达 1.99, 可结算资源十分充足。随着投资乐视带来的亏损充分释放, 公司利润有望继续快速增长。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润约为 150 亿、270 亿、351 亿, 对应 EPS 为 3.40、6.13 和 7.97 元, 对应 PE 为 8.48X、4.7X 和 3.61X, 我们从公司规模、盈利能力等角度选取可比公司 (港股), 按照公司 2018 年 4 月 18 日收盘价 37.2 元计算, 对应 2017 和 2018 年 PE 为 12.1 倍和 9.6 倍。港股市场可比地产股对应 2017 年和 2018 年的平均 PE 为 13.14 倍和 9.62。公司估值水平略低于市场平均水平。考虑到公司 16-17 年销售规模快速增长, 有望在未来 1-2 年贡献业绩, 使得公司成长性较强, 成长速度领先其他行业龙头, 因此给予公司小幅溢价, 即 11 倍 PE 估值。对应目标价 37.4 元 (46.75 港元)。首次覆盖, 给予“买入”评级, 六个月目标价 46.75 港元。

表 5: 港股可比公司 PE (2018 年 PE 预测来自 wind 一致预期, 股价以 4 月 18 日收盘价为基准)

公司名称	代码	股价 (人民币元)	EPS		PE	
			2017A	2018E	2017A	2018E
碧桂园	2007.HK	15.56	1.22	1.50	12.75	10.37
中国恒大	3333.HK	25.15	1.79	3.04	14.05	8.27
中国金茂	0817.HK	4.38	0.36	0.48	12.17	9.13
绿城中国	3900.HK	10.46	0.77	0.91	13.58	11.49
平均					13.14	9.82
融创中国	1918.HK	32.70	2.70	3.40	12.11	9.62

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 6：分项业务盈利预测

核心假设-利润表/百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
物业发展及投资	34,611	62,569	147,038	205,853	267,609
增长率		80.8%	135.0%	40.0%	30.0%
结算成本	29,922	50,405	110,278	154,390	200,706
结算毛利	4,689	12,164	36,759	51,463	66,902
结算毛利率	13.55%	19.44%	25.00%	25.00%	25.00%
物业管理服务收入	733				
增长率					
结算成本	573				
结算毛利	160				
结算毛利率	21.78%				
其他		3,304	3,635	3,998	4,398
增长率			10.00%	10.00%	10.00%
结算成本		1,841	2,181	2,399	2,639
结算毛利		1,463	1,454	1,599	1,759
结算毛利率		44.29%	40.00%	40.00%	40.00%
营业收入合计					
	35,343	65,874	150,672	209,851	272,007
增长率		86.4%	128.7%	39.3%	29.6%
营业成本合计	30,495	52,246	112,459	156,789	203,345
整体毛利率	13.7%	20.7%	25.4%	25.3%	25.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示： 房地产调控政策超预期，公司销售额不及预期，乐视相关公司发展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	52,086.05	68,433.26	83,589.46	67,104.78	73,011.49
应收账款	819.86	1,235.16	2,470.19	4,237.20	5,782.27
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	130,621.18	313,768.38	521,761.70	1,012,227.93	1,315,979.93
其他	69,170.60	116,164.13	199,980.98	368,251.08	499,675.34
流动资产合计	252,697.6	499,600.9	807,802.32	1,451,820.9	1,894,449.0
权益性投资	34,552.86	58,613.22	58,613.22	58,613.22	58,613.22
金融资产投资	761.41	12,836.48	0.00	0.00	0.00
固定资产合计	546.53	39,262.62	39,260.80	39,258.98	39,257.15
无形资产	421.35	3,637.13	3,637.13	3,637.13	3,637.13
商誉	411.15	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4,203.27	9,151.87	10,877.87	18,716.84	23,367.74
非流动资产合计	40,485.41	123,501.3	108,751.89	116,589.04	121,238.12
资产总计	293,183.1	623,102.2	916,554.21	1,568,410.0	2,015,687.1
短期借款及长期借款当期到期部分	32,644.34	78,672.66	60,000.00	110,470.34	88,456.67
应付账款	12,711.30	36,997.01	57,858.01	109,718.67	143,888.87
应交税费	10,047.95	18,538.07	18,538.07	18,538.07	18,538.07
其他流动负债	113,190.53	251,500.69	512,874.21	942,897.79	1,275,150.14
流动负债合计	168,594.1	385,708.4	649,270.29	1,181,624.8	1,526,033.7
长期借款	80,199.68	140,597.19	120,597.19	145,597.19	164,597.19
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8,978.15	36,158.40	73,367.38	144,985.65	199,105.45
非流动负债合计	89,177.83	176,755.5	193,964.57	290,582.84	363,702.63
负债合计	257,771.9	562,464.0	843,234.86	1,472,207.7	1,889,736.3
少数股东权益	12,141.68	16,835.99	17,554.08	18,849.87	20,534.43
股本	331.41	377.61	377.61	377.61	377.61
资本公积	3,717.23	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	16,200.86	26,775.18	38,738.22	60,325.39	88,389.29
其他	3,019.98	16,649.45	16,649.45	16,649.45	16,649.45
股东权益合计	35,411.15	60,638.23	73,319.36	96,202.32	125,950.78
负债和股东权益总计	293,183.1	623,102.2	916,554.21	1,568,410.0	2,015,687.1

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,478.35	11,003.86	14,953.80	26,983.97	35,079.87
折旧摊销	35.11	0.00	1.82	1.82	1.82
财务费用	0.00	0.00	3,355.47	3,750.42	4,572.89
少数股东损益	460.01	660.52	897.62	1,619.74	2,105.70
营运资金变动	37,340.59	113,548.2	24,672.30	-114,839.81	-20,829.90
经营性应收项目的减少	0.00	0.00	-1,235.03	-1,767.01	-1,545.07
经营性应付项目的增加	0.00	0.00	20,861.00	51,860.66	34,170.20
存货的减少	0.00	0.00	-207,993.3	-490,466.23	-303,752.01
其它	37,340.59	113,548.28	213,039.65	325,532.78	250,296.98
经营活动现金流	4,616.03	114,208.7	44,999.51	-81,233.71	22,454.69
交易性金融资产的减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融性投资的减少	-761.41	-12,075.07	12,836.48	0.00	0.00
权益性投资的减少	-19,292.28	-24,060.36	0.00	0.00	0.00
固定资本投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
投资活动现金流	-34,478.9	-36,135.4	12,836.38	-0.10	-0.10
债权融资	71,045.39	106,425.83	-38,672.66	75,470.34	-3,013.67
股权融资	40.08	46.20	2,990.76	5,396.79	7,015.97
其他	-11,855.17	0.00	-10,455.48	-15,794.15	-20,129.14
筹资活动现金流	59,230.29	106,472.0	-46,137.38	65,072.98	-16,126.84
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	29,367.41	184,545.3	11,698.50	-16,160.82	6,327.76

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	35,343.4	65,873.52	120,326.3	213,809.7	287,643.5
营业成本	30,495.4	52,245.80	93,387.00	165,191.6	220,398.0
销售费用	916.23	3,419.44	3,091.48	5,943.91	8,140.31
管理费用	1,339.44	5,559.30	4,519.45	8,030.68	10,815.40
财务费用	2,798.36	4,523.45	4,473.96	5,000.57	6,097.19
其他	-1,851.5	-10,710.0	-6,280.78	-8,495.40	-7,388.09
利润总额	4,408.80	15,358.99	21,135.22	38,138.27	49,580.76
所得税	1,470.44	3,694.61	5,283.81	9,534.57	12,395.19
净利润	2,938.36	11,664.38	15,851.42	28,603.71	37,185.57
少数股东损益	460.01	660.52	897.62	1,619.74	2,105.70
归属于母公司净利润	2,478.35	11,003.86	14,953.80	26,983.97	35,079.87
每股收益(元)	0.64	2.50	3.40	6.13	7.97

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	53.59%	86.38%	82.66%	77.69%	34.53%
营业利润	-3.39%	248.37%	37.61%	80.45%	30.00%
归属于母公司净利润	-24.85%	344.00%	35.90%	80.45%	30.00%
获利能力					
毛利率	13.72%	20.69%	22.39%	22.74%	23.38%
净利率	7.01%	16.70%	12.43%	12.62%	12.20%
ROE	8.30%	19.24%	21.62%	29.73%	29.52%
ROIC	9.03%	12.63%	9.49%	28.36%	18.27%
偿债能力					
资产负债率	87.92%	90.27%	92.00%	93.87%	93.75%
净负债率	6.22%	126.15%	354.07%	619.04%	907.60%
流动比率	1.50	1.30	1.24	1.23	1.24
速动比率	0.72	0.48	0.44	0.37	0.38
营运能力					
应收账款周转率	77.50	64.11	64.95	63.75	57.42
存货周转率	0.39	0.30	0.29	0.28	0.25
总资产周转率	0.17	0.14	0.16	0.17	0.16
每股指标(元)					
每股收益	0.64	2.50	3.40	6.13	7.97
每股经营现金流	1.20	25.98	10.22	-18.46	5.10
每股净资产	6.03	9.96	12.67	17.57	23.95
估值比率					
市盈率	56.04	14.38	8.48	4.70	3.61
市净率	5.97	3.61	2.27	1.64	1.20
EV/EBITDA	15.91	11.12	7.23	6.44	4.89
EV/EBIT	16.03	11.12	7.23	6.44	4.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com