

【广发地产&海外】融创中国 (01918.HK)

销售表现强劲，冲刺全年目标

核心观点:

● 销售强劲，创历史同期新高

2019年9月融创中国实现销售金额629.1亿人民币(下同)，同比增长18%，创历史9月最高销售规模，仅低于2017年12月创下的最高单月销售规模641.6亿元。9月销售面积430.2万方，同比增长21.8%，销售均价14620元/平，同比下降3.2%。1-9月融创实现累计销售金额3694.9亿元，同比增长16%，完成全年销售目标67.2%，完成进度较历史同期基本持平。年初至今公司销售增长完全由面积带动，推货走量决心坚定。从历史数据来看，下半年通常为公司推货销售的高峰，Q3及Q4销售占整体总量比重超过60%。四季度公司预计可售货值规模在4170亿元左右，完成全年销售目标5500亿元可能性较大。

● 土地投资策略转变，拿地力度下降明显

根据克而瑞房企拿地统计，Q3公司拿地总面积716万方，同比下降30.1%，对应拿地金额132亿元，同比下降51.3%。三季度以来公司拿地力度出现较为明显的下降，面积口径拿地力度由一二季度的442%、250%降至68%，金额口径力度则由100%、70%降至8%。当前公司整体储备充足情况下，三季度适当降低拿地力度有助于公司整体资金周转及货值排布，择时从容低价获取土储。

● 19-20年业绩对应动态PE为5.6x、4.2x

预计公司2019-2021年归母净利润分别为233/309/352亿元，19-20年业绩对应动态PE5.6x、4.2x，因此我们维持合理价值为55.3港币/股，对应19年动态PE9.5x，维持“买入”评级。

● 风险提示

景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，影响公司的销售情况。

盈利预测:

(货币单位: 人民币)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	65,874	124,746	159,824	207,415	238,572
增长率(%)	71%	79%	30%	27%	12%
EBITDA(百万元)	2,042	14,321	18,699	31,363	37,729
净利润(百万元)	11,004	16,567	23,321	30,915	35,219
增长率(%)	344%	51%	41%	33%	14%
EPS(元/股)	2.76	3.74	5.25	6.96	7.93
市盈率(P/E)	10.62	7.83	5.58	4.21	3.70
市净率(P/B)	2.45	2.09	1.52	1.12	0.86
EV/EBITDA	63.74	9.09	6.96	4.15	3.45

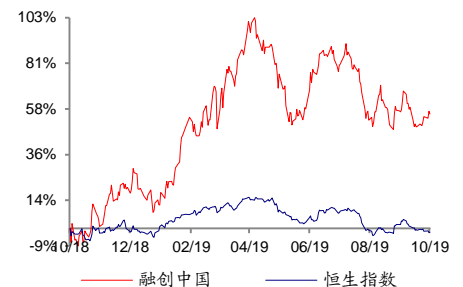
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	32.5 港元
合理价值	55.3 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-11

相对市场表现



分析师:

乐加栋



SAC 执证号: S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师:

郭镇



SAC 执证号: S0260514080003



SFC CE No. BNN906



010-59136622



guoz@gf.com.cn

请注意, 乐加栋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发地产&海外】融创中国 2019-09-06
(01918.HK): 结算利润体量
迅速提升, 抓住机遇大举拿地

【广发地产&海外】融创中国 2019-04-07
(01918.HK): 业绩承诺超预期
兑现, 核心城市销售稳固

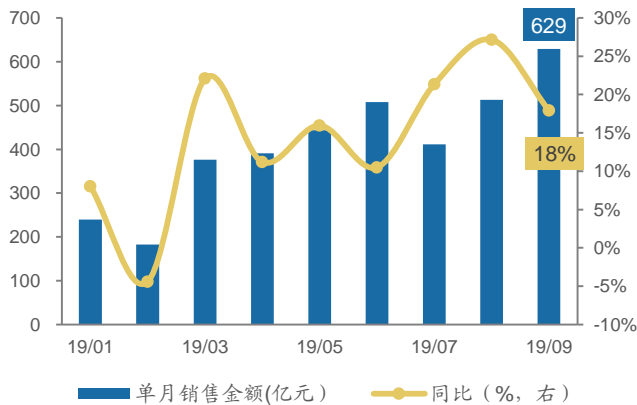
【广发海外&地产】融创中国 2018-12-15
(01918.HK): 至臻致远, 融
汇百川

销售强劲，创历史同期新高

2019年9月，融创中国实现销售金额629.1亿人民币（下同），同比增长18%，创历史9月最高销售规模，且仅低于2017年12月创下的最高单月销售规模641.6亿元。与其他龙头房企相比，公司9月单月销售规模仅次于中国恒大及碧桂园，位列第3，累计销售金额排名重回第4名。2019年1-9月融创实现累计销售金额3694.9亿元，同比增长16%，完成全年销售目标67.2%，完成进度较历史同期基本持平。

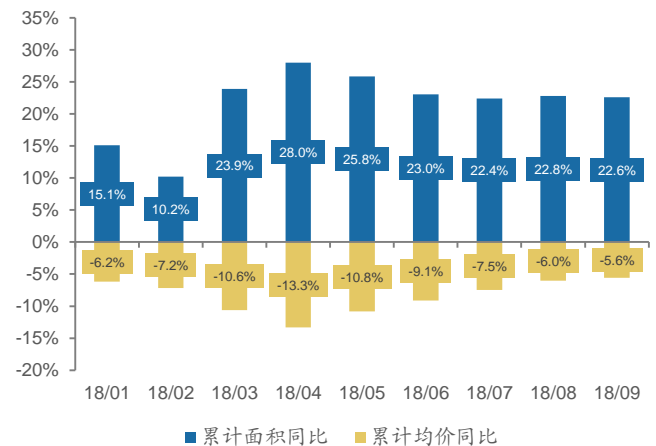
从增长贡献因素来看，9月公司实现销售面积430.2万方，同比增长21.8%，销售均价14620元/平，同比下降3.2%。累计数据来看，1-9月公司实现销售面积2531.8万方，同比增长22.6%，销售均价14592元/平，同比下降5.6%。19年年初至今公司销售增长完全由面积带动，一定程度上受到价格下滑的抵消影响，4月以来这一趋势表现得尤为明显，公司推货走量决心坚定。

图 1：19年初以来融创单月销售金额及增速



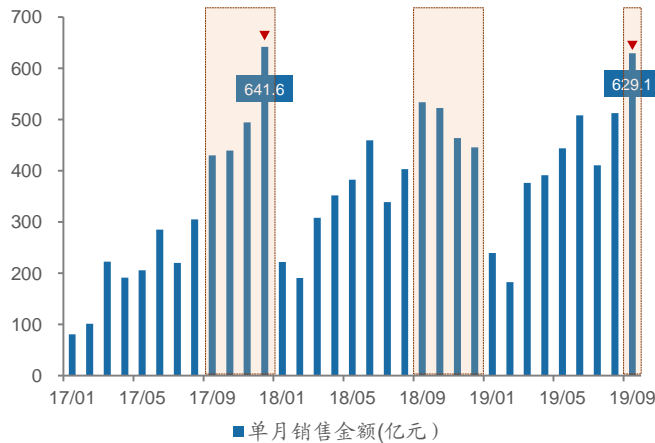
数据来源：公司经营数据公告，广发证券发展研究中心

图 2：19年初以来融创累计销售规模增速贡献拆分



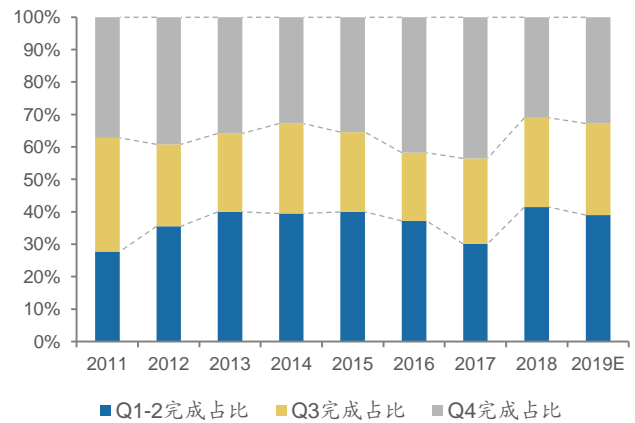
数据来源：公司经营数据公告，广发证券发展研究中心

图 3：融创单月销售金额高峰多集中于M9及Q4



数据来源：公司经营数据公告，广发证券发展研究中心

图 4：11-19年融创各季度销售占比分布



数据来源：公司经营数据公告，广发证券发展研究中心

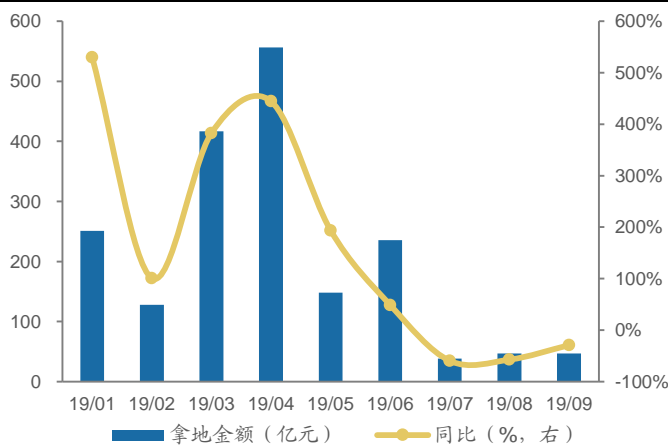
根据历史数据来看，下半年通常为公司推货销售的高峰，Q3及Q4销售占整体总量比重超过60%。根据半年度公告，公司预计19下半年新推货4057亿元，叠加6月底滚存货值1665亿元，下半年总可售货值共计5722亿元，扣除三季度已售货值1553亿元，则四季度公司预计可售货值规模在4170亿元左右。若想完成全年5500亿元销售目标，则四季度（10-12月）销售规模需达到1806亿元，对应去化率约为43%，整体来看公司完成全年销售目标可能性较大。

土地投资策略转变，拿地力度下降明显

根据克而瑞房企拿地统计，9月公司拿地185万方，同比下降38.0%，对应拿地金额47亿元，同比下降29.3%。整个三季度公司拿地总面积716万方，同比下降30.1%，对应拿地金额132亿元，同比下降51.3%。三季度以来公司拿地力度出现较为明显的下降，面积口径拿地力度由一二季度的442%、250%降至68%，金额口径力度则由100%、70%降至8%。

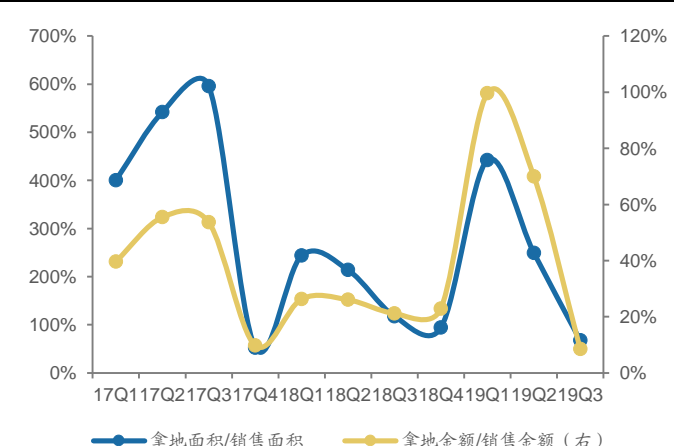
截至19年6月末公司拿地金额1736亿元，拿地面积4718万方，已接近18年全年拿地水平（1794亿元、4820万方），在手土储2.13亿平，对应货值2.82万亿元。公司整体储备充足情况下，三季度适当降低拿地力度有助于公司整体资金周转及货值排布，择时从容低价获取土储。

图 5: 融创单月拿地金额 (亿元) 及增速



数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图 6: 17年以来融创拿地力度变化



数据来源: 公司经营数据公告, 克而瑞, 广发证券发展研究中心

盈利预测

从18年开始公司进入业绩释放期，19上半年业绩及三季度经营情况基本符合预期。因此我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为233/309/352亿元，地产业务对应的核心净利润为283/364/412亿元，维持合理价值为55.3港币/股，对

应 19 年动态 PE9.5x，维持“买入”评级。

表1：融创中国主要财务数据预测模型

(货币单位: 人民币)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售金额 (亿元)	658	682	1,506	3,620	4608	5500	6300	7000
增速	20%	4%	121%	140%	27%	19%	15%	11%
销售面积 (万方)	339	350	758	2,230	3056	3793	4345	4828
销售均价 (元/平米)	19,413	19,477	19,866	16,235	15079	14500	14500	14500
预收账款 (亿元)	123	134	344	1312	1994			
并表回款 (销售金额, 亿元)	233	237	556	1594	1859	2475	2835	3150
并表比例 (销售)	35%	35%	37%	44%	40%	45%	45%	45%
权益比例 (销售)	64%	64%	69%	73%	71%	70%	70%	70%
竣工面积 (全口径, 万方)	323	497	442	877	1900	3100	3793	4345
竣工面积/n-1 年销售面积	129%	146%	126%	116%	85%	101%	100%	100%
交付面积 (全口径, 万方)	272	297	416	852	1470	2170	2655	3041
交付面积/竣工面积	84%	60%	94%	97%	77%	70%	70%	70%
结算均价 (全口径, 元/平米)	21,079	18,474	18,350	16,483	14580	14500	15500	15500
结算金额 (包含联营公司, 亿元)	573	549	762	1405	2143	3147	4116	4714
结算金额 (并表, 亿元)	247	225	346	626	1177	1447	1893	2169
结算金额 (权益, 亿元)	366	391	562	1004	1639	2360	2963	3300
并表比例 (结算, %)	43%	41%	45%	45%	55%	46%	46%	46%
结算权益占比	64%	71%	74%	71%	76%	75%	72%	70%
核心结算净利润率		2.10%	1.50%	5.20%	12.40%	12.00%	12.30%	12.50%
核心归母净利润 (亿元)	32	8	8	52	215	283	364	412
负商誉 (亿元)	0	26	20	251	60			
负商誉摊销 (亿元)		-1	-3	-30	-54	-50	-55	-60
乐视相关公司减值及亏损 (亿元)				-166	-40			
其他非经常性利润 (亏损)				3	-16			
报表归母净利润 (亿元)	32	33	25	110	166	233	309	352
核心归母净利润增速			-3%	538%	313%	32%	29%	13%
报表归母净利润增速	1%	2%	-25%	344%	51%	41%	33%	14%
EPS (港元/股)	0.8	0.8	0.6	2.7	4.1	5.8	7.7	8.8
PE	40.8	39.8	53.0	11.9	7.9	5.6	4.2	3.7

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

风险提示

行业基本面景气程度不断下降，新进入城市去化放缓，影响公司的销售情况。公司地产结算进度不及预期。融资成本上升对于行业整体利润率水平会有较大的影响。

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	499,601	553,238	853,364	1,114,048	1,383,964
货币资金	96,719	120,198	184,800	198,450	201,053
应收及预付	78,995	75,691	83,391	92,211	102,011
存货	313,758	339,250	551,242	779,456	1,026,968
其他流动资产	10,129	18,099	33,931	43,931	53,931
非流动资产	123,501	163,422	190,670	220,557	253,331
长期股权投资	58,613	65,497	87,619	112,612	140,680
固定资产	39,263	49,224	49,716	50,213	50,716
无形资产	3,637	16,021	16,021	16,021	16,021
其他长期资产	21,988	32,680	37,314	41,711	45,914
资产总计	623,102	716,660	1,044,034	1,334,605	1,637,295
流动负债	385,708	471,253	750,645	995,168	1,256,020
短期借款	78,673	92,046	135,949	134,222	127,788
应付及预收	160,736	155,449	172,119	189,452	205,219
其他流动负债	146,299	223,758	442,577	671,494	923,013
非流动负债	176,756	172,301	195,888	207,586	210,291
长期借款	140,597	137,364	159,315	169,139	169,761
其他非流动负债	36,159	34,937	36,573	38,448	40,530
负债合计	562,464	643,553	946,533	1,202,754	1,466,311
股本	378	378	378	378	378
资本公积	9,288	5,527	5,527	5,527	5,527
留存收益	43,424	56,458	79,779	110,694	145,913
归属母公司股东权益	53,090	62,363	85,684	116,599	151,818
少数股东权益	7,548	10,744	11,817	15,252	19,166
负债和股东权益	623,102	716,660	1,044,034	1,334,605	1,637,295

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	65,874	124,746	159,824	207,415	238,572
营业成本	52,246	93,610	121,409	154,713	173,902
销售费用	3,419	4,361	4,303	5,394	6,042
管理费用	5,559	7,357	7,533	8,442	9,689
财务费用	4,523	2,087	3,907	4,169	4,599
其他经营收益	17,227	6,377	0	0	0
投资净收益	-1,994	4,956	20,763	21,642	22,410
营业利润	15,360	28,664	43,434	56,340	66,750
利润总额	15,360	28,664	43,434	56,340	66,750
所得税	3,695	11,219	19,039	21,990	27,618
净利润	11,665	17,445	24,395	34,350	39,133
少数股东损益	661	878	1,073	3,435	3,913
归属母公司净利润	11,004	16,567	23,321	30,915	35,219
EBITDA	2,042	14,321	18,699	31,363	37,729
EPS (元)	2.76	3.74	5.25	6.96	7.93

至 12 月 31 日	单位: 百万元人民币				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	75,099	52,055	40,031	41,638	47,181
净利润	11,004	16,567	23,321	30,915	35,219
折旧摊销	339	992	5,469	5,523	5,579
营运资金变动	63,756	34,496	11,241	5,200	6,383
其它	-120,169	-34,079	-24,958	-17,045	-19,403
投资活动现金流	-2,184	-13,639	1,965	2,629	3,378
资本支出	-62,655	-23,576	-26,923	-19,673	-22,781
投资变动	-55,330	3,137	0	0	0
其他	61,364	-10,427	49,529	-10,944	-25,175
筹资活动现金流	58,710	12,337	65,853	8,097	-5,812
银行借款	1,000	0	0	0	0
股权融资	10,280	43	0	0	0
其他	-8,626	-22,807	-16,324	-19,041	-19,363
现金净增加额	16,294	7,549	64,602	13,650	2,603
期初现金余额	69,813	96,719	120,198	184,800	198,450
期末现金余额	96,719	120,198	184,800	198,450	201,053

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	71.33%	79.17%	29.70%	27.43%	12.40%
营业利润增长	248.38%	86.61%	51.53%	29.71%	18.48%
归母净利润增长	344.07%	50.55%	40.77%	32.56%	13.92%
获利能力					
毛利率	20.69%	24.96%	24.04%	25.41%	27.11%
净利率	16.70%	13.28%	14.59%	14.90%	14.76%
ROE	20.73%	26.57%	27.22%	26.51%	23.20%
ROIC	0.32%	1.96%	2.91%	3.89%	4.05%
偿债能力(%)					
资产负债率	90.3%	89.8%	90.7%	90.1%	89.6%
净负债比率	202.1%	149.4%	113.3%	79.6%	56.4%
流动比率	129.5%	117.4%	113.7%	111.9%	110.2%
速动比率	48.2%	45.4%	40.2%	33.6%	28.4%
营运能力					
总资产周转率	14.4%	18.6%	18.2%	17.4%	16.1%
应收账款周转率	105.1%	161.3%	200.9%	236.2%	245.7%
存货周转率	23.5%	28.7%	27.3%	23.3%	19.3%
每股指标(元)					
每股收益	2.76	3.74	5.25	6.96	7.93
每股经营现金流	16.91	11.72	9.01	9.38	10.62
每股净资产	12.0	14.0	19.3	26.3	34.2
估值比率					
P/E	10.6	7.8	5.6	4.2	3.7
P/B	2.5	2.1	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	63.7	9.1	7.0	4.2	3.4

广发房地产行业研究小组

乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，十年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
郭镇：联席首席分析师，清华大学工学硕士，七年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
邢莘：研究助理，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5% - 15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。