

杠杆水平持续下降、逆势凸显价值

■事件：近期公司披露2018年业绩公告，根据公告，2018年度公司实现营业收入1247.5亿元，同比增长89%（前值+86%）；实现毛利311.4亿元，同比增长128%（前值+181%）；其中溢利规模174.5亿元，同比增长50%（前值+297%），本公司拥有人应占溢利165.7亿元，同比增长51%（前值+344%）；实现每股EPS为3.79元/股，同比增长37%（前值+289%）。

■业绩持续释放，杠杆水平逐步下降：2018年度公司实现营业收入1247.5亿元，同比增长89%，相对2017年末增速提升3pct，报告期内公司营收增长主要源于期内结转规模的提升。报告期内实现毛利311.4亿元，同比增长128%，毛利增速高于营收增速主要源于期内并表毛利率的提升，报告期内并表毛利率由20.7%提升4.3pct至25%，毛利率持续提升。从复合增长率看，15-18年营业收入年复合增长率高达75.67%，毛利润年复合增长率高达121.72%，应占溢利年复合增长率高达71.27%；相比同行业其他龙头公司而言，公司为TOP10企业内规模增长最快、业绩提升幅度最高的企业之一。目前公司有息负债规模2294亿元，负债水平较17年末略增5%，而在负债规模增速得到控制的同时，公司销售规模由3620亿元提升至4608亿元，增速27.29%，远大于负债规模增速，负债规模/销售规模比例有效降低。同时，公司杠杆率水平改善显著，截止18年末公司有息负债/EBITDA为5（前值12.5），净有息负债率149%（前值193%），较上年末收缩44pct。

■土储丰厚、深耕一二线城市优势凸显：2018年度公司实现销售金额4608亿元，同比增长27.29%，16-18年复合增长率高达75%；在规模迅速提升的过程中，公司影响力也在不断的夯实，18年公司在16个城市销售突破百亿，25个城市销售排名前五，37个城市销售排名前十，公司的市场地位不断提升。截止18年末，公司土地储备面积2.56亿方，其中并购获取比例46%，公开市场获取比例26%，旧改等协议状态的土地占比28%；若以土储货值计算，预计总货值3.55万亿，其中旧改等协议状态的土地货值1.01万亿；货值区域结构上，一线占比11%、二线占比74%、强三线城市等占比15%，货值区域以二线为主，区位优势显著，或持续受益一二线交易回暖。2019年度公司计划总可售货源超7800亿元，其中二线城市占比75%，强三线城市等占比16%，一线城市占比9%；充足的可售货源同时具备较强的质量空间，未来去化或可期待。

■投资建议：公司是中国领先房地产发展商之一，深耕一二线城市，近年来销售实现跨越式增长，锁定未来业绩释放期，未来在城市轮动效应显性化，公司的布局或将助力公司更好把握城市周期。公司收购万达文旅项目，高起点布局文旅板块，未来或是新的业绩增长点。我们预计公司2019年-2021年的收入增速分别为45%、25.13%、12.77%，成长性突出；维持买入-A的投资评级，6个月目标价为61.5港元。

■风险提示：1) 公司经营风险；2) 公司净有息负债率较高；3) 政策风险；4) 经济波动；5) 需求疲弱，销售不及预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	35,661.44	66,614.01	125,234.33	181,589.78	227,223.30
净利润	2,478.35	11,003.86	16,656.11	23,597.49	28,331.88
每股收益(元)	0.56	2.48	3.76	5.32	6.39
每股净资产(元)	6.03	9.96	13.05	17.33	22.48

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	63.8	14.4	9.5	6.7	5.6
市净率(倍)	5.9	3.6	2.7	2.1	1.6
净利润率	6.95%	16.52%	13.30%	12.99%	12.47%
净资产收益率	8.30%	19.24%	23.38%	26.18%	25.12%
股息收益率	0.00%	0.00%	2.12%	3.00%	3.61%
ROIC	11.76%	15.41%	9.83%	13.01%	14.15%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **61.5 港元**
股价 (2019-04-22) **41.75 港元**

交易数据

总市值(百万港元)	185,060.25
流通市值(百万港元)	185,060.25
总股本(百万股)	4,432.58
流通股本(百万股)	4,432.58
12个月价格区间	19.08/45.75

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.09	49.32	32.75
绝对收益	10.01	60.27	31.26

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

张春娥 报告联系人
zhangce@essence.com.cn

相关报告

融创中国：融创深度：业绩释放可期、成长特质凸显/黄守宏 2018-12-15

财务报表

表 1: 资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
资产						
流动资产						
货币资金	52,086.05	68,433.26	60,378.10	58,407.60	62,010.46	101,268.62
超额现金	52,086.05	68,433.26	60,378.10	58,407.60	62,010.46	101,268.62
应收帐款净额	819.86	1,235.16	2,322.10	3,367.04	4,213.18	4,751.10
存货	130,621.18	313,768.38	480,350.87	597,007.51	684,782.53	737,112.01
其他流动资产	69,170.60	116,164.13	204,094.62	288,627.80	357,078.06	400,594.38
流动资产总额	252,697.69	499,600.92	747,145.69	947,409.95	1,108,084.25	1,243,726.12
非流动资产						
权益性投资	34,552.86	58,613.22	58,619.08	58,624.94	58,630.81	58,636.67
金融资产投资	761.41	12,836.48	12,849.31	12,862.16	12,875.02	12,887.90
固定资产合计	546.53	39,262.62	40,378.15	41,403.68	42,339.21	43,184.74
无形资产	421.35	839.43	839.43	839.43	839.43	839.43
商誉	411.15	639.51	639.51	639.51	639.51	639.51
递延所得税资产	-	-	-	-	-	-
其他非流动资产	4,203.27	11,949.57	14,880.58	17,698.36	19,980.03	21,430.58
非流动资产总额	40,485.41	123,501.32	127,366.64	131,228.66	134,464.59	136,779.40
资产总额	293,183.10	623,102.24	874,512.33	1,078,638.60	1,242,548.83	1,380,505.52
负债						
流动负债						
短期借款及长期借款当期到期部分	32,644.34	78,672.66	116,235.33	102,980.43	78,672.00	76,543.00
应付帐款	12,711.30	36,997.01	65,218.34	95,670.45	120,521.73	136,962.43
应交税费	10,047.95	18,538.07	17,611.16	16,730.61	15,894.08	15,099.37
其他流动负债	113,190.53	251,500.69	368,741.34	481,452.24	572,719.27	630,741.03
流动负债总额	168,594.12	385,708.43	567,806.17	696,833.73	787,807.07	859,345.83
非流动负债						
长期借款	80,199.68	140,597.19	150,994.19	163,391.19	177,788.19	194,185.19
其他非流动负债	8,978.15	36,158.40	80,709.84	123,539.99	158,221.46	180,269.72
非流动负债总额	89,177.83	176,755.58	231,704.03	286,931.17	336,009.64	374,454.91
负债总额	257,771.95	562,464.01	799,510.20	983,764.90	1,123,816.71	1,233,800.74
股东权益						
普通股股本	3,857.74	4,396.45	4,432.58	4,432.58	4,432.58	4,432.58
股本溢价	3,717.23	12,959.68	12,959.68	12,959.68	12,959.68	12,959.68
留存收益	16,200.86	26,775.18	40,100.07	58,978.06	81,643.56	108,217.58
其他储备	3,019.98	3,689.77	3,689.77	3,689.77	3,689.77	3,689.77
储备合计	22,938.06	43,424.63	56,749.52	75,627.51	98,293.01	124,867.04
归属于母公司所有者权益	23,269.47	43,802.24	57,492.33	76,370.32	99,035.82	125,609.85
少数股东权益	12,141.68	16,835.99	17,537.29	18,530.87	19,723.79	21,122.43
所有者权益合计	35,411.15	60,638.23	75,029.62	94,901.19	118,759.61	146,732.27
负债与股东权益总额	293,183.10	623,102.24	874,539.82	1,078,666.09	1,242,576.33	1,380,533.01

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 2: 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量	4,616.03	75,099.37	-48,682.15	8,550.06	24,116.00	36,520.81
净利润	2,478.35	11,003.86	16,656.11	23,597.49	28,331.88	33,217.53
折旧和摊销	35.11	339.15	384.47	474.47	564.47	654.47
财务费用	888.27	2,573.65	2,845.06	3,176.06	3,118.38	3,018.75
少数股东损益	460.01	660.52	876.64	1,241.97	1,491.15	1,748.29
营运资金的变动	-36,915.26	-40,036.09	-69,444.42	-19,939.93	-9,389.87	-2,118.23
经营性应收项目的减少/(增加)	-727.65	-415.30	-1,086.94	-1,044.94	-846.14	-537.92
应收帐款的减少/(增加)	-727.65	-415.30	-1,086.94	-1,044.94	-846.14	-537.92
经营性应付项目的增加/(减少)	7,223.19	32,775.83	27,294.42	29,571.56	24,014.74	15,646.00
应付帐款的增加/(减少)	5,214.47	24,285.71	28,221.32	30,452.12	24,851.27	16,440.71
应交税费的增加/(减少)	2,008.72	8,490.12	-926.90	-880.56	-836.53	-794.70
存货的减少/(增加)	-80,751.39	-183,147.20	-166,582.49	-116,656.64	-87,775.03	-52,329.48
递延所得税资产的减少/(增加)	-	-	-	-	-	-
递延所得税负债的增加/(减少)	-	-	-	-	-	-
其他流动资产的减少/(增加)	-48,095.19	-46,993.54	-87,930.49	-84,533.17	-68,450.27	-43,516.32
其他流动负债的增加/(减少)	78,815.84	138,310.16	117,240.65	112,710.90	91,267.02	58,021.76
其他非流动资产的减少/(增加)	2,021.20	-7,746.30	-2,931.02	-2,817.77	-2,281.68	-1,450.54
其他非流动负债的增加/(减少)	4,598.74	27,180.25	44,551.45	42,830.14	34,681.47	22,048.27
合计	4,616.03	75,099.37	-48,682.15	8,550.06	24,116.00	36,520.81
投资活动产生的现金流量	-34,478.92	-120,168.74	-1,134.23	-1,044.24	-954.26	-864.27
交易性金融资产的减少/(增加)	-	-	-	-	-	-
金融性投资的减少/(增加)	-761.41	-12,075.07	-12.84	-12.85	-12.86	-12.88
权益性投资的减少/(增加)	-19,292.28	-24,060.36	-5.86	-5.86	-5.86	-5.86
固定资本投资 (新增固定资产)	-477.57	-38,716.09	-1,115.53	-1,025.53	-935.53	-845.53
无形资产	-191.08	-418.08	-	-	-	-
投资	-	-	-	-	-	-
合计	-34,478.92	-120,168.74	-1,134.23	-1,044.24	-954.26	-864.27
融资活动产生的现金流量	59,230.29	61,363.63	41,819.52	-8,753.46	-18,696.18	4,605.75
长期借款的增加/(减少)	52,985.44	60,397.50	10,397.00	12,397.00	14,397.00	16,397.00
资本公积的增加/(减少)	-	-	-	-	-	-
财务费用	-888.27	-2,573.65	-2,845.06	-3,176.06	-3,118.38	-3,018.75
股利分配	-	-	-3,331.22	-4,719.50	-5,666.38	-6,643.51
股份发行	458.29	538.72	36.13	-	-	-
循环计算前融资活动产生的现金流量	52,555.47	58,362.57	4,256.85	4,501.44	5,612.24	6,734.75
短期借款的增加/(减少)	18,059.94	46,028.32	37,562.67	-13,254.90	-24,308.43	-2,129.00
合计	59,230.29	61,363.63	41,819.52	-8,753.46	-18,696.18	4,605.75

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 3: 利润表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业总收入	35,661.44	66,614.01	125,234.33	181,589.78	227,223.30	256,234.18
营业额	35,343.49	65,873.52	125,234.33	181,589.78	227,223.30	256,234.18
销售成本	30,495.46	52,245.80	92,673.41	134,921.21	170,417.47	187,691.53
毛利	5,165.97	14,368.20	32,560.93	46,668.57	56,805.82	68,542.64
营销成本	916.23	3,419.44	5,009.37	6,500.91	9,088.93	10,249.37
行政管理费用	1,339.44	5,559.30	7,639.29	11,076.98	13,633.40	16,655.22
折旧与摊销	35.11	339.15	384.47	474.47	564.47	654.47
利息支出-利息收入	888.27	2,573.65	2,845.06	3,176.06	3,118.38	3,018.75
其他费用	-2,421.87	-12,882.32	-6,309.79	-7,204.66	-8,798.92	-8,001.79
利润总额	4,408.80	15,358.99	23,376.99	33,119.28	39,764.04	46,621.10
减:所得税	1,470.44	3,694.61	5,844.25	8,279.82	9,941.01	11,655.27
净利润(含少数股东损益)	2,938.36	11,664.38	17,532.74	24,839.46	29,823.03	34,965.82
减: 少数股东损益	460.01	660.52	876.64	1,241.97	1,491.15	1,748.29
归属母公司股东的净利润	2,478.35	11,003.86	16,656.11	23,597.49	28,331.88	33,217.53
基本 EPS	0.56	2.48	3.76	5.32	6.39	7.49
稀释 EPS	0.56	2.48	3.76	5.32	6.39	7.49
应付普通股股利	-	-	3,331.22	4,719.50	5,666.38	6,643.51

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034