



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-12-02

公司点评报告

买入/首次

融创中国 (01918)

目标价: 45.78

昨收盘: 38.15

房地产

## 融创中国：低成本收购云南城投优质资产，并购拿地优势彰显

**低成本收购云南城投优质资产，补充核心城市优质土储。**2019年11月27日，融创西南集团受让云南城投所持有的两家目标公司（环球世纪和时代环球）各51%股权，总代价约人民币152.69亿元。年内公司只需支付100亿元股权转让款，剩余52.69亿元可以在一年内支付。目标股权完成交割后30日内，两家目标公司将向融创西南集团宣布分配利润约人民币71.43亿元（其中36.43亿元为按比例分配的利润，35亿元为超额分配利润）。

目标公司所开发运营的项目主要位于成都、武汉、长沙、昆明等城市，共18个项目，总建面约3071.6万平方米，其中自持建面约300万平方米，可售建面约2771.6万平方米，可售比例约90%。截止到11月27日，未售建面约2390.1万平方米。此外，目标公司及其附属公司已达成意向协议但尚未正式获取的土地储备总建面约3587.2万平方米。

**收购楼面价仅1800元左右，利润空间充足。**收购前，云南城投给目标公司担保的总额为156.93亿元，我们假设目标公司还有一部分有息债务没有由云南城投担保，假设总有息负债规模接近200亿。那么本次收购的楼面地价= $(152.69+200*51\%)/(2771.6*51\%)=1802$ 元，而公司存量土储的平均土地成本为4307元/平米（截止到2019年6月30日）。我们测算本次新收购项目的销售均价预计能在10000元/平米左右，地价/房价仅18%。保守测算，我们预计未来几年中，这些项目有望为公司创造近千亿净利润。

**牵手行业龙头，进军会展板块。**目标公司在会议中心，展览中心及文旅方面有多年的积累，并形成了良好的口碑和品牌，通过此次交易，将进一步提升融创中国多种物业业态的运营管理能力。

**下半年拿地速度放缓，并购拿地优势彰显。**下半年开始公司明显放缓了拿地的节奏：1-10月份拿地权益金额1112亿元，其中收并购拿地金额达到441亿元，收购占比接近40%，公司在收并购方面的优势不断彰显。截止到2019年6月30日，融创中国确权土地储备规划建面2.13亿平，货值2.82万亿元，其中83%的货值位于核心一二线城市。充足的土地储备和优质的区位，为公司未来的持续快速发展奠定了坚实的基础。

**通过此次交易，融创中国的净负债率有望降低。**一方面，被收购标的的净负债率较公司更低，并表后将拉低公司整体的净负债率水平；另一方面，年内公司只需要支付100亿股权转让款，剩余的52.69亿收购尾款或将作为其他应付款计入表内，并不作为有息负债。此外，由于公司股权占比只有51%，并表后将产生大量的少数股东权益，对净资产是极大的补充。

### 股票数据

总股本/流通(百万股)	4.44 B
总市值/流通(百万元)	169.5 B
12个月最高/最低(元)	44.48/20.71

### 相关研究报告:

证券分析师: 徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080001

投资建议：公司拿地择时能力卓越，并购拿地优势明显。公司销售规模快速增长，土地储备充足，且地理位置优越，重点布局一二线城市核心城市的优质地段，足以支撑公司持续的快速发展。随着公司在文旅、会展等领域不断布局，我们认为后续公司多元化拿地的优势将日益突出。我们给予公司买入评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	124,745.62	191,827.46	270,018.69	363,310.08
(+/-%)	89.37	53.77	40.76	34.55
归母净利润(百万元)	16,566.54	23,918.08	31,150.85	39,621.77
(+/-%)	50.55	44.38	30.24	27.19
EPS(元/股)	3.76	5.43	7.01	8.92
市盈率(PE)	10.15	5.62	4.35	3.42

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 一、低成本收购云南城投优质资产，补充核心城市优质土储。

2019年11月27日，融创西南集团受让云南城投所持有的两家目标公司（环球世纪和时代环球）各51%股权，总代价约人民币152.69亿元。年内公司只需支付100亿元股权转让款，剩余52.69亿元可以在一年内支付。目标股权完成交割后30日内，两家目标公司将向融创西南集团宣布分配利润约人民币71.43亿元（其中36.43亿元为按比例分配的利润，35亿元为超额分配利润）。

目标公司所开发运营的项目主要位于成都、武汉、长沙、昆明等城市，共18个项目，总建面约3071.6万平方米，其中自持建面约300万平方米，可售建面约2771.6万平方米，可售比例约90%。截止到11月27日，未售建面约2390.1万平方米。此外，目标公司及其附属公司已达成意向协议但尚未正式获取的土地储备总建面约3587.2万平方米。

## 二、收购楼面价仅1800元左右，利润空间充足。

收购前，云南城投给目标公司担保的总额为156.93亿元，我们假设目标公司还有一部分有息债务没有由云南城投担保，假设总有息负债规模接近200亿。那么本次收购的楼面地价= $(152.69+200*51\%)/(2771.6*51\%)=1802$ 元，而公司存量土储的平均土地成本为4307元/平米（截止到2019年6月30日）。我们测算本次新收购项目的销售均价预计能在10000元/平米左右，地价/房价仅18%。保守测算，我们预计未来几年中，这些项目有望为公司创造近千亿净利润。

## 三、牵手行业龙头，进军会展板块。

目标公司在会议中心，展览中心及文旅方面有多年的积累，并形成了良好的口碑和品牌，通过此次交易，将进一步提升融创中国多种物业业态的运营管理能力。

## 四、下半年拿地速度放缓，并购拿地优势彰显。

下半年开始公司明显放缓了拿地的节奏；1-10月份拿地权益金额1112亿元，其中收并购拿地金额达到441亿元，收购占比接近40%，公司在收并购方面的优势不断彰显。截止到2019年6月30日，融创中国确权土地储备规划建面2.13亿平，货值2.82万亿元，其中83%的货值位于核心一二线城市。充足的土地储备和优质的区位，为公司未来的持续快速发展奠定了坚实的基础。

## 五、通过此次交易，融创中国的净负债率有望降低。

一方面，被收购标的的负债率较公司更低，并表后将拉低公司整体的净负债率水平；另一方

面，年内公司只需要支付 100 亿股权转让款，剩余的 52.69 亿收购尾款或将作为其他应付款计入表内，并不作为有息负债。此外，由于公司股权占比只有 51%，并表后将产生大量的少数股东权益，对净资产是极大的补充。

## 六、投资建议

公司拿地择时能力卓越，并购拿地优势明显。公司销售规模快速增长，土地储备充足，且地理位置优越，重点布局一二线核心城市的优质地段，足以支撑公司持续的快速发展。随着公司在文旅、会展等领域不断布局，我们认为后续公司多元化拿地的优势将日益突出。我们给予公司买入评级。

## 七、风险提示

政策调控超预期，公司销售不及预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	68433	76181	84241	93090	113256	营业收入	65874	124746	191827	270019	363310
应收和预付款项	1235	1387	2505	2963	3891	营业成本	52246	93610	148085	210800	285188
存货	313768	339265	362633	507487	674861	营业税金及附加					
其他流动资产	116164	136405	202146	311613	442221	销售费用	3419	4361	5218	7345	9882
流动资产合计	499601	553238	651524	915154	1234229	管理费用	5559	7357	9611	13528	18202
权益性投资	58613	65497	72047	79251	87176	财务费用	5259	2893	5976	5050	4949
金融资产投资	12836	26194	15210	15210	15210	资产减值损失	339.1	992.2	621.7	621.7	621.7
固定资产合计	39263	49224	48603	47981	47359	投资收益					
无形资产	839	6169	6169	6169	6169	公允价值变动					
商誉	640	5081	0	0	0	营业利润					
递延所得税资产	0	0	0	0	0	其他非经营损益					
其他非流动资产	11950	16337	26145	35336	47371	利润总额	15359	28664	33582	43737	55630
资产总计	623102	716660	813529	1092932	1431346	所得税	15359	28664	33582	43737	55630
短期借款及长期借款 当期到期部分	78673	92046	38578	16382	17982	净利润	3695	11219	8395	10934	13908
应付和预收款项	36997	41584	73713	80406	133324	少数股东损益	11664	17445	25186	32803	41723
长期借款	140597	137364	150373	166474	177764	归母股东净利润	661	878	1268	1652	2101
其他负债	306197	372560	466945	719509	958737	每股收益(元)	3	4	5	7	9
负债合计	562464	643553	729610	982771	1287807						
股本	378	378	378	378	378	<b>预测指标</b>					
资本公积	12960	9337	9337	9337	9337	毛利率	20.69%	24.96%	22.80%	21.93%	21.50%
留存收益	26775	42198	61333	86253	117951	净利率	16.70%	13.28%	12.47%	11.54%	10.91%
其他	4923	4923	4923	4923	4923	ROE	19.24%	23.86%	30.01%	29.78%	29.07%
少数股东权益	16836	16270	17285	18606	20287	ROIC	12.63%	8.72%	13.81%	31.68%	38.43%
股东权益合计	60638	73107	83919	110161	143539	营业收入	86.38%	89.37%	53.77%	40.76%	34.55%
负债和股东权益	623102	716660	813529	1092932	1431346	营业利润	248.37%	86.63%	17.16%	30.24%	27.19%
						归属于母公司净利润	344.00%	50.55%	44.38%	30.24%	27.19%
						资产负债率	90.27%	89.80%	89.68%	89.92%	89.97%
						净负债率	126.15%	365.24%	393.12%	406.29%	478.38%
						流动比率	129.53%	117.40%	122.83%	121.09%	119.35%
						速动比率	48.18%	45.41%	54.47%	53.94%	54.09%
						市盈率	1524.2%	1014.7%	562.23%	435.25%	342.19%
						市净率	382.91%	295.75%	201.81%	148.09%	110.00%

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。