

## 并购稀缺资源，彰显核心实力

### ——融创中国 (1918.HK) 收购北京项目及上海项目点评

公司简报

#### ◆事件

1月21日，公司公告以125.53亿元应付代价收购北京泛海国际项目1号地块（北京项目）及上海董家渡项目（上海项目）100%股权。

#### ◆项目区位条件优越，资源稀缺性明显

北京项目位于朝阳区核心位置，在东四环东侧，紧邻朝阳公园。项目总建筑面积66.85万方，业态主要包括住宅、商业、写字楼及酒店。根据搜房网数据，周边在售住宅项目均价约13万元/平方米-16万元/平方米，周边在售写字楼项目均价约10万元/平方米-14万元/平方米。

上海项目位于黄浦区南外滩板块，紧邻黄浦江、豫园。项目总建筑面积62.8万方，业态主要包括住宅及商业。根据泛海控股公告，上海项目包含10号/12号/14号地块，其中10号地块部分项目已入市销售，12号/14号地块拆迁工作正在推进中。根据搜房网数据，泛海国际住区（10号地块）当前售价约12万元/平方米-13万元/平方米。

wind数据显示，2016-2018年北京朝阳区合计成交19宗土地，总建筑面积237.6万方；上海黄浦区仅成交2宗土地，总建筑面积31.51万方。而公司本次收购在片区核心地段直接获取了总计仅130万方的优质项目，资源稀缺性明显，中长期增值潜力较强。

#### ◆上调目标价至39.92港元，“买入”评级

我们认为，本次收购应在公司2019年投资预算中，现金流压力可控，对正在进行的降杠杆计划影响较小。基于公司储备资源有所增厚，预计销售及结转增长或有所提升，我们小幅上调公司2018-2020年预测净利润至153、254、326亿元，对应3年EPS分别为3.48、5.76、7.39元（原为3.42、5.69、7.30元），当前股价对应2018-2020年预测PE为6.5x/3.9x/3.0x。我们维持2019年6倍PE估值，对应目标价上调至34.58元（按照1月23日汇率：人民币/港币为1.154，对应39.92港元），维持“买入”评级。

◆风险提示：调控深化有导致销售不及预期的可能；融资成本提升有超预期的可能；降负债进度有低于预期的可能；汇率变化有导致汇兑损益增加的可能。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	35,343	65,874	134,674	220,747	278,268
营业收入增长率	53.59%	86.38%	104.44%	63.91%	26.06%
净利润（百万元）	2,478	11,004	15,320	25,397	32,573
净利润增长率	-24.86%	344.07%	39.22%	65.78%	28.26%
EPS（元）	0.71	2.76	3.48	5.76	7.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.7%	25.1%	26.9%	31.9%	29.9%
P/E	31.7	8.2	6.5	3.9	3.0
P/B	3.4	2.1	1.7	1.2	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年1月23日

## 买入（维持）

当前价/目标价：26.00/39.92 港元

#### 分析师

何绍南（执业证书编号：S0930518060006）  
021-52523801  
[hemiannan@ebsec.com](mailto:hemiannan@ebsec.com)

王梦恺（执业证书编号：S0930518110003）  
021-52523855  
[wangmk@ebsec.com](mailto:wangmk@ebsec.com)

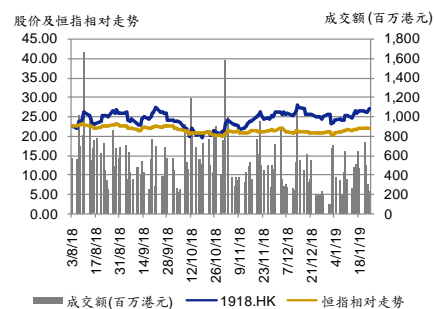
#### 联系人

黄帅斌  
021-52523828  
[huangshuaibin@ebsec.com](mailto:huangshuaibin@ebsec.com)

#### 市场数据

总市值(百万港元)	114,559.48
H股市值(百万港元)	114,559.48
总股本(百万股)	4,406.13
H股股本(百万股)	4,406.13
12个月低/高(港元)	19.08/39.8
3个月平均成交(百万港元)	495.16

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

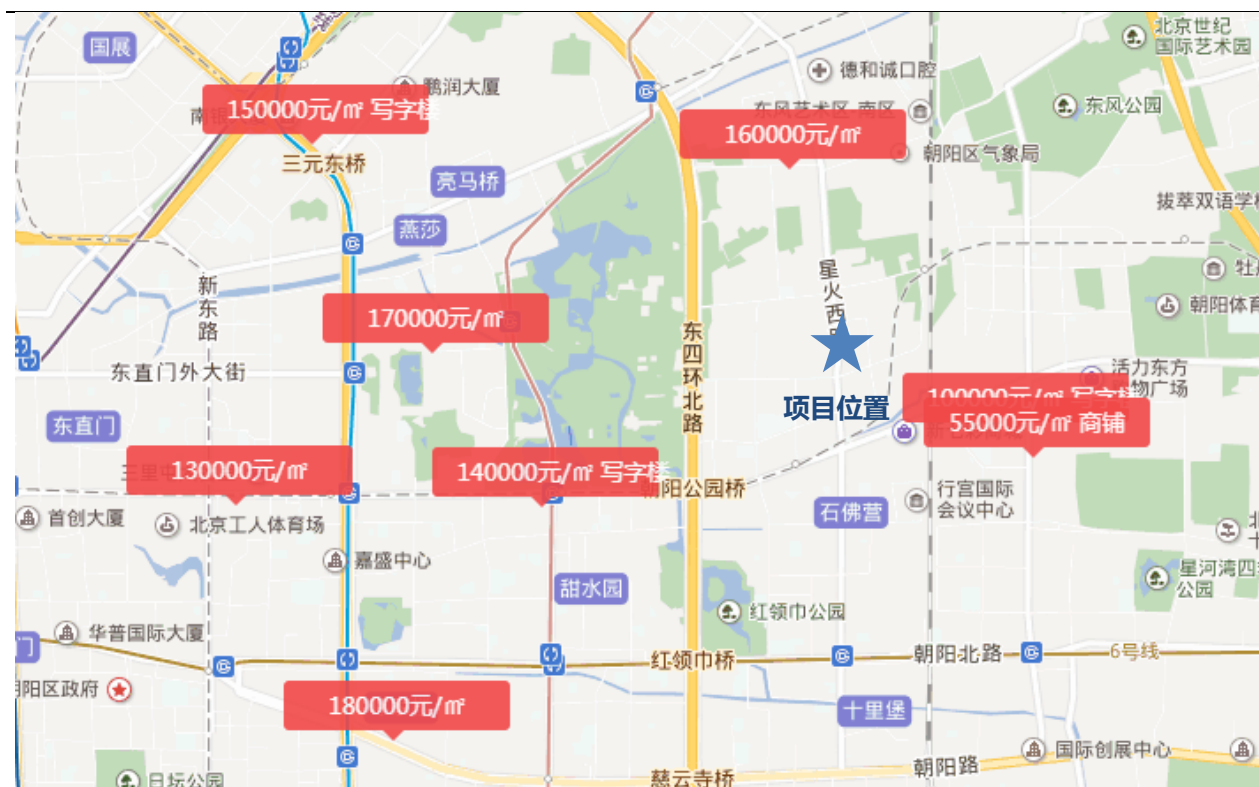
%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.22	27.29	-7.00
绝对	8.67	34.41	-24.93

资料来源：Wind

#### 相关研报

## 附录

图 1：北京项目周边在售项目均价汇总



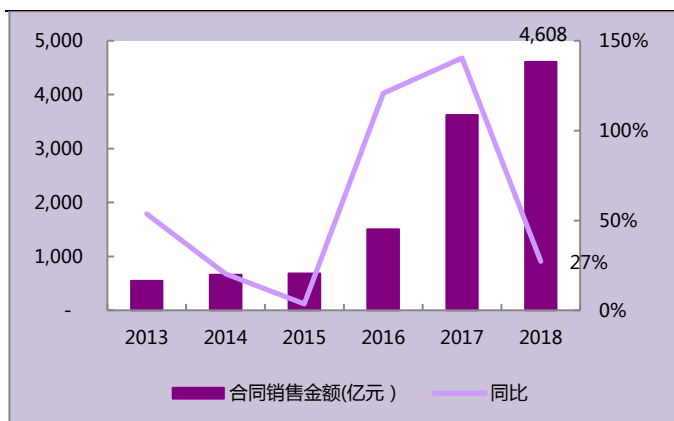
资料来源：搜房网，光大证券研究所整理

图 2：上海项目周边在售项目均价汇总



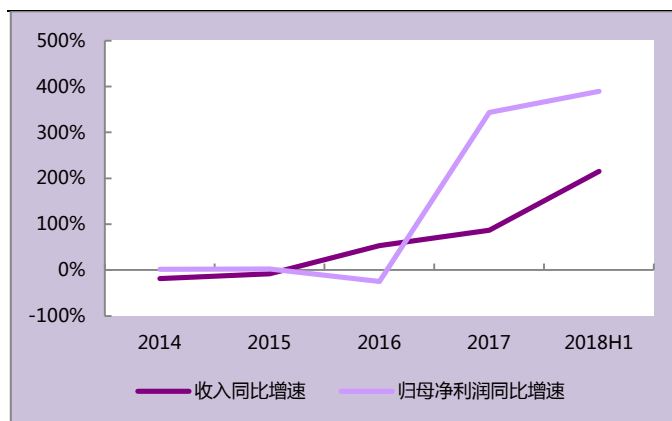
资料来源：搜房网，光大证券研究所整理

图 3：公司合同销售金额及同比增速



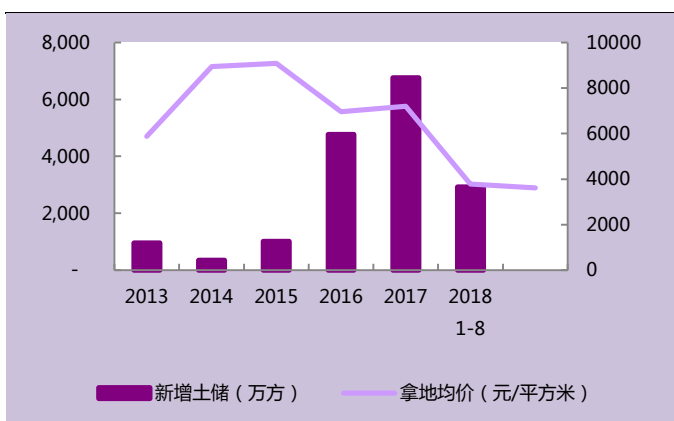
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：公司收入及归母净利润同比增速



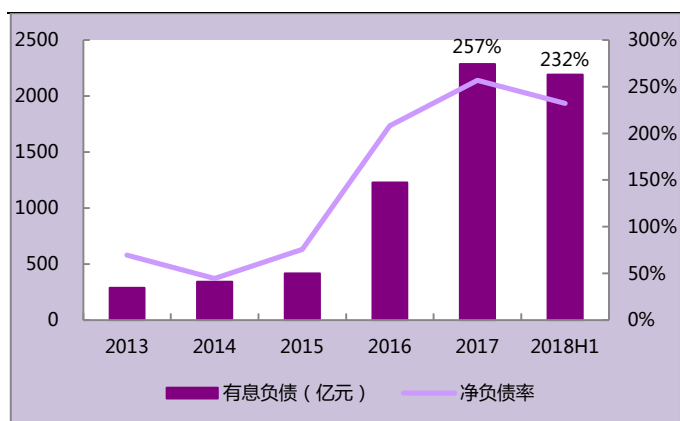
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 5：公司新增土储面积及平均楼面价



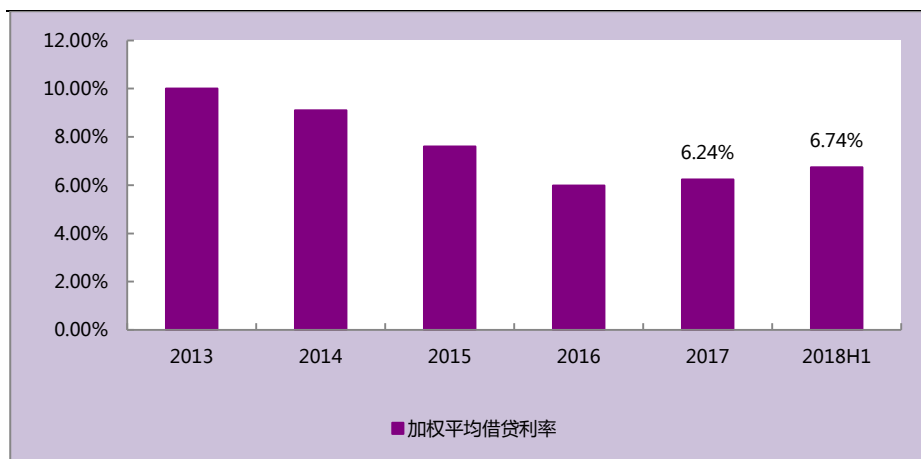
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 6：公司有息负债及净负债率（永续债视为负债）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 7：公司加权平均借贷利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	35,343	65,874	134,674	220,747	278,268
营业成本	-30,495	-52,246	-101,378	-167,288	-213,959
毛利	4,848	13,628	33,296	53,459	64,310
其他收入/ (开支)	3,258	17,227	2,607	1,605	-398
销售及管理费用	-2,256	-8,979	-13,198	-20,971	-21,705
经营溢利	5,850	21,876	22,705	34,093	42,207
财务费用净额	-2,799	-4,523	-5,586	-5,932	-6,264
分占合营公司损益	1,357	-1,994	4,838	8,003	10,112
税前盈利	4,408	15,359	21,957	36,164	46,055
税后利润	2,938	11,664	16,666	27,448	35,002
少数股东损益	460	660	1,346	2,051	2,429
归属母公司净利润	2,478	11,004	15,320	25,397	32,573

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	40,485	123,776	132,460	143,930	157,401
物业、厂房及设备	547	39,263	39,408	39,675	39,834
投资物业	656	12,822	13,022	13,222	13,422
其他	39,282	71,691	80,029	91,032	104,145
流动资产	252,698	499,326	630,558	776,016	956,699
存货及土地出让金	130,622	313,758	407,841	523,843	678,343
应收及预付账款	14,344	28,267	57,910	94,921	119,655
货币资金	69,813	96,719	104,225	96,670	98,118
其他	37,919	60,582	60,582	60,582	60,582
总资产	293,183	623,102	763,018	919,946	1,114,100
流动负债	168,593	385,709	516,339	649,139	812,139
短期借贷	32,644	78,673	83,673	88,673	93,673
应付级预收账款	127,460	292,570	418,200	546,000	704,000
其他	8,489	14,466	14,466	14,466	14,466
非流动负债	89,179	176,755	172,255	172,255	172,255
长期借贷	80,200	140,597	136,097	136,097	136,097
其他	8,979	36,158	36,158	36,158	36,158
总负债	257,772	562,464	688,594	821,394	984,394
股本	331	378	378	378	378
储备	22,938	43,424	56,543	79,299	108,703
股东权益	23,269	43,802	56,921	79,677	109,081
非控股权益	2,185	7,548	8,215	9,587	11,337
永续资本工具	9,957	9,288	9,288	9,288	9,288
股本总额	35,411	60,638	74,424	98,552	129,706

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	4,616	75,099	29,194	10,561	20,817
息税前盈利	5,850	21,876	22,705	34,093	42,207
折旧	35	339	393	395	398
营运资金变动	4,658	76,677	11,387	-15,211	-10,734
其他	-5,927	-23,793	-5,292	-8,715	-11,053
投资活动产生现金流	-34,479	-120,169	-3,503	-3,126	-3,021
资本开支	-23	-2,786	-739	-862	-757
其他	-34,456	-117,383	-2,764	-2,264	-2,264
融资活动现金流	59,230	61,364	-18,185	-14,990	-16,348
贷款变动	32,951	60,259	500	5,000	5,000
其他	26,279	1,105	-18,685	-19,990	-21,348
净现金流	29,367	16,294	7,506	-7,555	1,449

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	53.59%	86.38%	104.44%	63.91%	26.06%
净利润增长率	-24.86%	344.07%	144.32%	60.55%	20.30%
EBITDA 增长率	11.12%	277.49%	3.98%	49.31%	23.53%
EBIT 增长率	11.05%	273.95%	3.79%	50.15%	23.80%
<b>估值指标</b>					
PE	31.7	8.2	6.5	3.9	3.0
PB	3.4	2.1	1.7	1.2	0.9
EV/EBITDA	39.3	10.4	10.0	6.7	5.4
EV/EBIT	39.5	10.6	10.2	6.8	5.5
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	13.72%	20.69%	24.72%	24.22%	23.11%
EBITDA 率	16.65%	33.72%	17.15%	15.62%	15.31%
EBIT 率	16.55%	33.21%	16.86%	15.44%	15.17%
税前净利润率	12.47%	23.32%	16.30%	16.38%	16.55%
税后净利润率 (归属母公司)	7.0%	16.7%	11.4%	11.5%	11.7%
ROA	1.2%	2.4%	2.0%	2.8%	2.9%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.7%	25.1%	26.9%	31.9%	29.9%
<b>偿债能力</b>					
净负债率	208.2%	256.7%	191.7%	153.9%	117.0%
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.2
<b>每股指标 (按年度加权股本计算历史数据, 单位: 元)</b>					
EPS	0.71	2.76	3.48	5.76	7.39
每股红利	0.26	0.50	0.60	0.72	0.87
每股经营现金流	1.33	18.81	6.63	2.40	4.72
每股自由现金流(FCFF)	3.04	23.37	8.69	6.63	10.44
每股净资产	6.66	10.76	12.92	18.08	24.76

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市南京西路 1266 恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com