

# 融创中国 (01918)

证券研究报告

2019年08月23日

## 业绩超预期，高质量可售货源充足

**事件：**公司发布 2019 年半年度报告，上半年公司实现收入人民币 768.4 亿元，同比增长 64.95%；实现归母净利润 102.9 亿元，同比增长 61.70%。上半年合同销售面积为 1472.0 万平方米，销售均价为 14549 元/平方米，环比降低 4.4%。

### 业绩超预期升，盈利能力持续提升

2019 年上半年，公司实现收入人民币 768.4 亿元，同比增长 64.95%；实现归母净利润 102.9 亿元，同比增长 61.70%（正面盈利预告为超过 45%），业绩超预期。归母净利润的增长主要由于结算加快，毛利较去年同期增加 78.2 亿元，增速达 68%，超过收入增速。2019H1 毛利率 25.2%，较去年同期+0.4pct；销售毛利率 25.2%，较去年同期+0.4pct。毛利率较高的物业项目收入占全部物业销售收入之比进一步提升。

### 销售规模再创新高，高质量可售资源充足

2019 年上半年实现合同销售面积约为 1472.0 万平方米，合同销售金额约人民币 2141.6 亿元，较去年同期增长约 11.82%，权益合同销售金额也达到约人民币 1479.4 亿元，较去年同期增长约 7.36%，行业排名连续三年稳居前五。预计集团下半年将有超过 420 个项目在售，总可售资源将超过人民币 5700 亿元，其中超过 80%位于一二线城市。充足且布局合理的可售资源将有力支持集团经营目标的达成和保持充裕的流动性。

### 优质土地储备充足，拿地保持谨慎态度

2019 年上半年，集团延续 2016 年第四季度开始的谨慎保守态度，并进一步提高土地获取标准，控制土地获取节奏和规模，有效发挥产品、操盘和品牌优势，整合、利用合作伙伴的资源，以更少的投入获取了部分优质项目，下半年将继续严格控制土地投资，规避风险。截至本公告日期，集团连同其合营公司及联营公司的土地储备共计约 2.13 亿平方米，平均土地成本 4307 元/平米，总货值约人民币 2.82 万亿元，其中超过 83%位于一二线，充足高质量的土地储备将支持集团未来几年的稳健发展。

### 有息负债规模得到控制，流动性较为充裕

截至 2019 年六月底，公司资产负债率为 90.8%，同比增加 0.3 个百分点，环比 2018 年年末增加 1.04 个百分点。集团的现金及现金等价物为 1380.0 亿元，同比增加 57.86%，环比 2018 年年末增加 14.81%；净负债率为 205.9%，环比去年年末提升 56.5PCT；覆盖一年内到期有息负债超过 114%，环比去年年末减少 0.17PCT，流动性较为充裕。

### 投资建议

公司盈利提升显著，销售增速维持高位，优质土地储备充足，有息负债规模得到控制。考虑到公司近年来投资土地趋于谨慎，我们预计公司 2019、2020、2021 年归母净利润为 248.9 亿元、303.2 亿元、363.1 亿元。对应 EPS 分为 5.65 元/股，6.83 元/股及 8.18 元/股，对应 PE 分别为 5.72X，4.73X，3.95X，维持买入评级。

**风险提示：**公司销售额不达预期，市场调控超预期

财务数据与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	65,873.52	124,745.62	189,738.09	234,326.54	281,894.83
增长率(%)	86.38	89.37	52.10	23.50	20.30
EBITDA (百万元)	16,037.28	30,648.56	43,124.53	54,741.81	66,065.06
净利润(百万元)	11,003.86	16,566.54	24,889.29	30,322.95	36,314.07
增长率(%)	344.00	50.55	50.24	21.83	19.76
EPS (元/股)	2.50	3.76	5.65	6.83	8.18
市盈率 (P/E)	13.54	9.02	5.72	4.73	3.95
市净率 (P/B)	3.40	2.63	0.75	0.61	0.51
市销率 (P/S)	2.26	1.20	0.75	0.61	0.51
EV/EBITDA	18.62	8.82	4.73	8.77	5.77

### 投资评级

行业	地产建筑业/地产
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	33.9 港元
目标价格	50.80 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	4,440.97
港股总市值(百万港元)	150,548.73
每股净资产(港元)	10.86
资产负债率(%)	90.52
一年内最高/最低(港元)	45.75/19.08

### 作者

**陈天诚** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517110001  
chentiancheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《融创中国-公司点评:业绩超预期，杠杆水平大幅下降》 2019-04-01
- 《融创中国-公司点评:业绩大幅超预期，优质土地储备充足》 2018-09-08
- 《融创中国-公司深度研究:融成长之势、创价值典范》 2018-04-20

## 1. 事件

公司发布 2019 年半年度报告，上半年公司实现收入人民币 768.4 亿元，同比增长 64.95%；实现归母净利润 102.9 亿元，同比增长 61.70%。上半年合同销售面积为 1472.0 万平方米，销售均价为 14549 元/平方米，环比降低 4.4%。

## 2. 业绩超预期升，盈利能力持续提升

2019 上半年，公司上半年实现收入人民币 768.4 亿元，同比增长 64.95%；实现归母净利润 102.9 亿元，同比增长 61.70%（正面盈利预告为超过 45%），业绩超预期。归母净利润的增长主要由于结算加快，毛利较去年同期增加 78.2 亿元，增速达 68%，超过收入增速。2019H1 毛利率 25.2%，较去年同期+0.4pct；销售毛利率 25.2%，较去年同期+0.4pct。毛利率较高的物业项目收入占全部物业销售收入之比进一步提升。

## 3. 销售规模再创新高，高质量可售资源充足

2019 年上半年实现合同销售面积约为 1472.0 万平方米，合同销售金额约人民币 2141.6 亿元，较去年同期增长约 11.82%，权益合同销售金额也达到约人民币 1479.4 亿元，较去年同期增长约 7.36%，行业排名连续三年稳居前五。预计集团下半年将有超过 420 个项目在售，总可售资源将超过人民币 5700 亿元，其中超过 80%位于一二线城市。充足且布局合理的可售资源将有力支持集团经营目标的达成和保持充裕的流动性。

## 4. 优质土地储备充足，拿地保持谨慎态度

2019 年上半年，集团延续 2016 年第四季度开始的谨慎保守态度，并进一步提高土地获取标准，控制土地获取节奏和规模，有效发挥产品、操盘和品牌优势，整合、利用合作伙伴的资源，以更少的投入获取了部分优质项目，下半年将继续严格控制土地投资，规避风险。截至本公告日期，集团连同其合营公司及联营公司的土地储备共计约 2.13 亿平方米，平均土地成本 4307 元/平米，总货值约人民币 2.82 万亿元，其中超过 83%位于一二线，充足高质量的土地储备将支持集团未来几年的稳健发展。

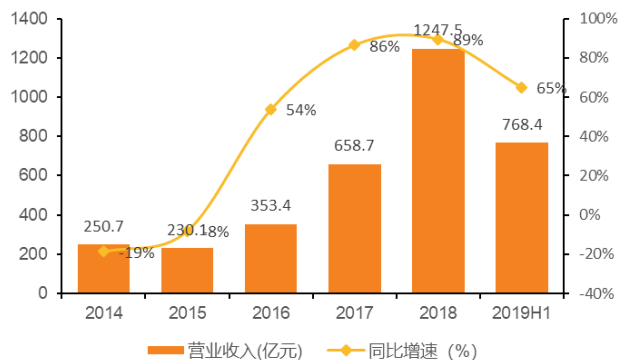
## 5. 有息负债规模得到控制，净负债率显著下降

截至 2019 年六月底，公司资产负债率为 90.8%，同比增加 0.3 个百分点，环比 2018 年年末增加 1.04 个百分点。集团的现金及现金等价物为 1380.0 亿元，同比增加 57.86%，环比 2018 年年末增加 14.81%；净负债率为 205.9%，环比去年年末提升 56.5PCT；覆盖一年內到期有息负债超过 110%，流动性较为充裕。

## 6. 投资建议

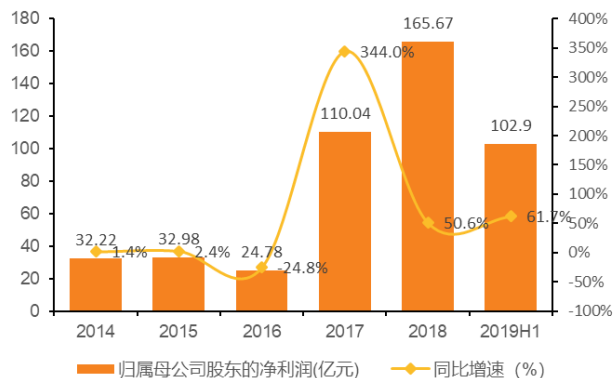
公司盈利提升显著，销售增速维持高位，优质土地储备充足，有息负债规模得到控制。考虑到公司近年来投资土地趋于谨慎，我们预计公司 2019、2020、2021 年归母净利润为 248.9 亿元、303.2 亿元、363.1 亿元。对应 EPS 分为 5.65 元/股，6.83 元/股及 8.18 元/股，对应 PE 分别为 5.72X，4.73X，3.95X，维持买入评级。

图 1：公司营收及同比增速



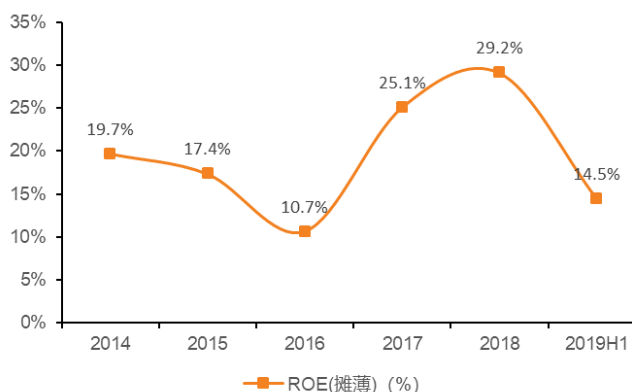
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



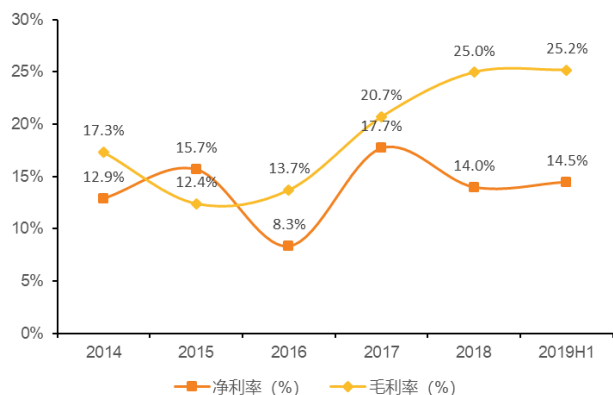
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司摊薄 ROE



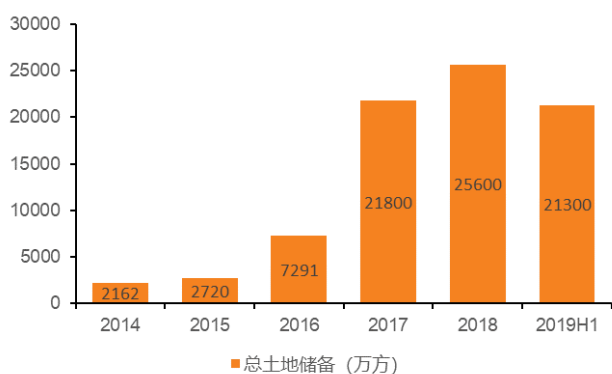
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司综合毛利率和净利率



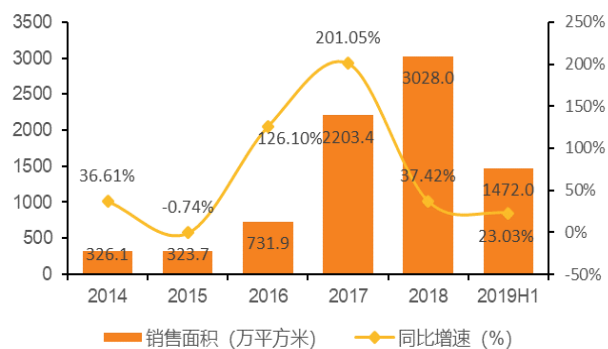
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司总土地储备



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司销售面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	68,433.26	76,181.04	65,179.05	73,746.12	116,590.77	营业收入	65,873.52	124,745.62	189,738.09	234,326.54	281,894.83
应收账款	1,235.16	1,386.54	2,687.52	3,036.62	3,784.34	营业成本	52,245.80	93,609.59	143,062.52	173,167.32	206,769.86
交易性金融资产	0.00	287.01	802.30	870.20	935.10	销售费用	3,419.44	4,360.53	5,881.88	7,029.80	8,456.84
存货	313,768.38	339,264.81	671,116.85	1,109,359.64	1,199,568.45	管理费用	5,559.30	7,356.57	8,443.35	9,958.88	11,275.79
其他	116,164.13	136,118.40	158,147.13	238,406.34	323,077.89	财务费用	2,798.36	4,523.45	2,671.99	5,486.53	7,103.90
<b>流动资产合计</b>	<b>499,600.92</b>	<b>553,237.80</b>	<b>897,932.85</b>	<b>1,425,418.92</b>	<b>1,643,956.56</b>	其他	-11,049.16	-10,237.46	-10,643.31	-10,440.38	-10,541.85
权益性投资	58,613.22	65,496.83	65,496.83	65,496.83	65,496.83	<b>利润总额</b>	<b>15,358.99</b>	<b>28,664.23</b>	<b>40,321.67</b>	<b>49,124.41</b>	<b>58,830.28</b>
金融资产投资	12,836.48	26,194.15	18,234.50	19,240.10	19,424.40	所得税	3,694.61	11,219.23	14,112.58	17,193.54	20,590.60
固定资产合计	39,262.62	49,224.31	49,093.43	48,962.55	48,831.68	<b>净利润</b>	<b>11,664.38</b>	<b>17,445.00</b>	<b>26,209.08</b>	<b>31,930.87</b>	<b>38,239.68</b>
无形资产	839.43	6,169.48	6,169.48	6,169.48	6,169.48	少数股东损益	660.52	878.47	1,319.79	1,607.92	1,925.61
商誉	639.51	5,081.48	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,003.86</b>	<b>16,566.54</b>	<b>24,889.29</b>	<b>30,322.95</b>	<b>36,314.07</b>
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	2.50	3.76	5.65	6.83	8.18
其他非流动资产	11,949.57	16,337.43	1,523.40	1,590.80	1,632.70						
<b>非流动资产合计</b>	<b>123,501.32</b>	<b>163,422.19</b>	<b>134,348.16</b>	<b>135,290.28</b>	<b>135,385.60</b>						
<b>资产总计</b>	<b>623,102.24</b>	<b>716,659.99</b>	<b>1,032,281.01</b>	<b>1,560,709.20</b>	<b>1,779,342.17</b>						
短期借款及长期借款当期部分	78,672.66	92,045.54	44,062.22	340,142.86	277,357.62	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
应付账款	36,997.01	41,584.25	80,575.37	90,951.68	113,533.42	<b>成长能力</b>					
应交税费	18,538.07	28,103.84	28,103.84	28,103.84	28,103.84	营业收入	86.38%	89.37%	52.10%	23.50%	20.30%
其他流动负债	251,500.69	309,518.95	621,482.80	826,589.68	1,040,646.98	营业利润	248.37%	86.63%	40.67%	21.83%	19.76%
<b>流动负债合计</b>	<b>385,708.43</b>	<b>471,252.58</b>	<b>774,224.23</b>	<b>1,285,788.05</b>	<b>1,459,641.85</b>	归属于母公司净利润	344.00%	50.55%	50.24%	21.83%	19.76%
长期借款	140,597.19	137,363.52	111,983.92	94,479.38	96,479.38	<b>获利能力</b>					
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	20.69%	24.96%	24.60%	26.10%	26.65%
其他非流动负债	36,158.40	34,937.32	57,273.09	66,097.32	78,284.74	净利率	16.70%	13.28%	13.12%	12.94%	12.88%
<b>非流动负债合计</b>	<b>176,755.58</b>	<b>172,300.84</b>	<b>169,257.02</b>	<b>160,576.70</b>	<b>174,764.12</b>	ROE	19.24%	23.86%	29.51%	27.93%	26.38%
<b>负债合计</b>	<b>562,464.01</b>	<b>643,553.42</b>	<b>943,481.25</b>	<b>1,446,364.75</b>	<b>1,634,405.97</b>	ROIC	12.91%	8.90%	13.01%	26.65%	9.92%
少数股东权益	16,835.99	16,270.34	17,326.17	18,612.51	20,153.00	<b>偿债能力</b>					
股本	4,396.45	4,406.13	4,440.97	4,440.97	4,440.97	资产负债率	90.27%	89.80%	91.40%	92.67%	91.85%
储备	20,291.65	24,977.83	30,428.16	37,192.71	45,583.42	净负债率	126.15%	365.24%	392.98%	624.16%	617.62%
<b>股东权益合计</b>	<b>60,638.23</b>	<b>73,106.57</b>	<b>88,799.76</b>	<b>114,344.45</b>	<b>144,936.20</b>	流动比率	1.30	1.17	1.16	1.11	1.13
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>623,102.24</b>	<b>716,659.99</b>	<b>1,032,281.01</b>	<b>1,560,709.20</b>	<b>1,779,342.17</b>	速动比率	0.48	0.45	0.29	0.25	0.30
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	64.11	95.16	93.14	81.87	82.66
						存货周转率	0.30	0.38	0.38	0.26	0.24
						总资产周转率	0.14	0.19	0.22	0.18	0.17
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.50	3.76	5.65	6.83	8.18
						每股经营现金流	17.08	7.57	89.37	40.80	47.03
						每股净资产	9.96	12.90	16.22	21.56	28.10
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	13.54	9.02	5.72	4.73	3.95
						市净率	3.40	2.63	0.75	0.61	0.51
						EV/EBITDA	18.62	8.82	4.73	8.77	5.77
						EV/EBIT	19.02	9.11	4.74	8.79	5.78

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	11,003.86	16,566.54	24,889.29	30,322.95	36,314.07
折旧摊销	339.15	992.16	130.88	130.88	130.88
财务费用	262.34	368.74	1,736.79	3,566.24	4,617.54
少数股东损益	660.52	878.47	1,319.79	1,607.92	1,925.61
<b>营运资金变动</b>	<b>110,750.58</b>	<b>32,455.04</b>	<b>364,775.07</b>	<b>143,631.70</b>	<b>163,365.28</b>
经营性应收项目的减少	0.00	0.00	-1,300.98	-349.09	-747.73
经营性应付项目的增加	0.00	0.00	38,991.12	10,376.31	22,581.74
存货的减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	110,750.58	32,455.04	327,084.93	133,604.49	141,531.27
<b>经营活动现金流</b>	<b>75,099.37</b>	<b>33,333.51</b>	<b>393,787.02</b>	<b>181,179.98</b>	<b>208,839.75</b>
交易性金融资产的减少	0.00	-287.01	-515.29	-67.90	-64.90
金融性投资的减少	-12,075.07	-13,357.67	7,959.65	-1,005.60	-184.30
权益性投资的减少	-24,060.36	-6,883.61	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
<b>投资活动现金流</b>	<b>-120,168.74</b>	<b>-20,528.28</b>	<b>7,444.26</b>	<b>-1,073.60</b>	<b>-249.30</b>
债权融资	106,425.83	10,139.22	-73,362.92	278,576.10	-60,785.24
股权融资	4,065.05	9.68	5,012.69	6,064.59	7,262.81
其他	-49,127.24	0.00	-12,627.70	-17,615.70	-21,629.53
<b>筹资活动现金流</b>	<b>61,363.63</b>	<b>10,148.90</b>	<b>-80,977.93</b>	<b>267,024.98</b>	<b>-75,151.96</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>16,294.27</b>	<b>22,954.12</b>	<b>320,253.34</b>	<b>447,131.36</b>	<b>133,438.49</b>

### 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