

融创中国 (01918)

证券研究报告

2020年03月28日

综合优势显著，杠杆水平有望改善

事件: 公司发布 2019 年年报, 2019 年公司实现营业收入 1693.2 亿元, yoy 35.7%; 净利润 281.6 亿元, yoy 61.4%; 归母净利润 260.3 亿元, yoy 57.1%。2019 年公司实现销售额 5562.1 亿元, yoy 20.7%。

业绩稳健快速增长, 盈利能力稳步提升。2019 年公司主营业务收入 1693.2 亿元, 同比增长 35.7%, 主要由于公司销售规模不断扩张, 年内交付面积 (1200 万方) 较上年增加 26.1%, 项目结算大幅增加, 2019 年公司毛利率 24.5%, 较去年下降 0.5 个 PCT; 实现归母净利润 260.3 亿元, 同比上涨 57.1%, 净利率、ROE 均较去年有所提升, 分别由 18 年的 14%、23.9% 提升至 19 年的 16.6%、24.7%, 归母权益同比变动-2.5 个 PCT 至 92.45%。2019 年公司销售、管理费用率分别为 3.64%、4.89%, 较 18 年分别增加+0.15、-1 个 PCT, 我们认为主要系公司营业收入持续提升以及公司投资损失充分释放, 销售费用率, 管理费用率逐渐回归至正常水平。

销售规模连创新高, 城市深耕战略成果显著。2019 年公司实现合同销售额 5562 亿元、合同销售面积 3828.5 万平方米, 分别同比增长 21%、25%; 销售均价同比小幅下降 4.47% 至 14530 元/方, 在充足高质量的可售资源及市场领先的高质量产品能力的支持下, 公司销售规模近几年快速扩张, 17-19 年销售额年复合增速达到 24%, 行业排名稳定第四。公司核心城市深耕战略成果显著, 2019 年公司有 3 个城市的销售金额超 300 亿元, 17 个城市销售金额超 100 亿元, 43 个城市的销售金额排名进入当地市场前十。2020 年公司预计总可售资源 8200 亿元, 主要分布于一二线城市, 较去年保持稳定增长, 为销售提供有力支撑。

多渠道拿地地价低质优、在手土储优厚。公司 2019 年新增土储 0.73 亿平方米, 同比增长 51.45%, 其中 2019 年 11 月公司受让环融资产包, 以少量投入、合理价格锁定超 6,200 亿优质土储 (其中确权土储货值超 2200 亿, 锁定土储货值超 4,000 亿), 为公司土储规模再填筹码。截至 2019 年底, 公司在手土储 2.39 亿方, 货值 3.07 亿元, 权益土储 1.53 亿平方米; 其中公司超 82% 的土储货值位于一二线城市, 平均拿地成本 4306 元/方, 土地成本占销售均价比 29.6%, 较上年的 24.5% 有所提升, 但利润空间仍旧可观。公司目前在手土储丰厚且流动性充裕, 我们认为公司 2020 年将持续深耕核心一二线市场, 谨慎精选优质土地。

多点布局、全面提升, 重资产业务有望实现结构优化。目前公司地产+板块综合实力逐渐提升, 物业板块合约+储备面积超过 3.5 亿平, 在管均价达 3.39 元/平/月, 具备较强的外拓能力, 有巨大的增长潜力。文化板块把握市场低点不断收购, 初步完成动画平台和 IP 运营的建设, 逐渐完善。其中影响较大的文旅板块持有重资产较多, 截至 2019 年底, 公司已布局文旅项目 40 个, 其中涵盖 41 个主题乐园、46 个商业及近 100 家高端酒店, 2019 年实现收入 28.5 亿元, yoy 41%。文旅重资产项目运营良好, 2019 年末公司账面投资性房地产达 268.5 亿元, 2019 年贡献资产重估利润 12.4 亿元, 同比增长 490%。未来公司有望着力优化文旅产品结构, 以实现运营效率和盈利能力的提升, 使得长期价值得以提升。

在手流动性充裕, 杠杆水平有望继续下行。截至 2019 年底, 公司账面现金 1257 亿元, 同比增加 4.6%; 有息负债 3223 亿元, 同比增加 40.5% (显著上升主要原因之一是受公司并购项目承接的存量负债所致), 其中长期债务占比 42.12%, 较上年提升 2 个 PCT。总体来看, 公司有息负债中, 银行及其他金融机构贷款、优先票据、ABS、债券对应融资金额为 2457.2 亿元、448.4 亿元、59.3 亿元、247.9 亿元, 占比 76.56%、13.91%、1.84%、7.69%, 其中公司优先票据、ABS 融资规模同比大幅增长, 一定程度上降低了公司融资成本。2019 年公司现金短债比同比下降 0.69% 至 67.39%; 公司资产负债率、扣预资产负债率、净负债率同比变动-1.68、+1.08、+22.94 个 PCT 至 88.12%、63.05%、172.3%, 净负债率上升主要系报告期内公司长期债务规模同比大幅增长 47.45% 所致。目前公司流动性充裕, 上半年刚性到期有息债务约 557 亿元, 且无刚性到期债券。2020 年在宏观流动性宽松情况下, 公司有望通过债务结构调整实现综合资金成本的下降。

投资建议: 公司追求均衡、稳健、有质量发展, 在多元拿地、产品力、管理能力方面具备领先优势, 2019 年公司在行业结算放缓的情况下维持高增长、且伴随 ROE 持续提升, 年末优质土地储备充足, 在手现金充裕, 预计在 2020 年行业集中度的情况下, 凭借业内领先的合并能力获取更多优质储备, 同时在宏观流动性充裕的情况下, 杠杆水平、资金成本均有望持续改善。2019 年公司结算业绩略超我们此前预计, 考虑到重资产业务有望优化, 基于此, 我们将公司 20、21 年归母净利润由 305.5、363.4 亿元上调至 340.5、405.1 亿元。20、21 年对应 EPS 分别为 7.73、9.10 元/股, 对应 PE 分别为 4.18X, 3.55X, 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 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 124,745.62 | 169,316.01 | 245,508.21 | 347,639.63 | 497,124.67 |
| 增长率(%) | 89.37 | 35.73 | 45.00 | 41.60 | 43.00 |
| EBITDA (百万元) | 30,648.56 | 42,546.32 | 57,761.82 | 74,212.23 | 91,797.34 |
| 净利润(百万元) | 16,566.54 | 26,027.51 | 34,054.28 | 40,505.89 | 50,307.73 |
| 增长率(%) | 50.55 | 57.11 | 30.84 | 18.95 | 24.20 |
| EPS (元/股) | 3.76 | 5.85 | 7.73 | 9.10 | 10.83 |
| 市盈率 (P/E) | 10.00 | 6.43 | 4.18 | 3.55 | 2.98 |
| 市净率 (P/B) | 2.91 | 2.01 | 0.58 | 0.41 | 0.30 |
| 市销率 (P/S) | 1.33 | 0.99 | 0.58 | 0.41 | 0.30 |
| EV/EBITDA | 8.81 | 11.01 | 4.57 | 9.21 | 6.79 |

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 | 37.6 港元 |
| 目标价格 | 55.70 港元 |

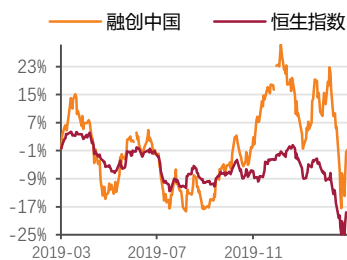
基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 港股总股本(百万股) | 4,645.77 |
| 港股总市值(百万港元) | 174,681.01 |
| 每股净资产(港元) | 19.12 |
| 资产负债率(%) | 88.12 |
| 一年内最高/最低(港元) | 49.55/28.70 |

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: 优质资产打包入库, 土储规模再填筹码》2019-11-28
- 《融创中国-公司点评: 销售增长稳健, 高质量可售货源充足》2019-11-06
- 《融创中国-公司点评: 业绩超预期, 高质量可售货源充足》2019-08-23

财务预测摘要

资产负债表

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金 | 76,181.04 | 77,943.66 | 89,640.66 | 37,811.17 | 143,809.16 |
| 应收账款 | 1,386.54 | 1,776.32 | 3,477.47 | 4,505.03 | 6,673.73 |
| 交易性金融资产 | 287.01 | 200.00 | 802.30 | 870.20 | 935.10 |
| 存货 | 339,264.81 | 482,462.90 | 868,379.66 | 1,645,811.74 | 2,115,452.31 |
| 其他 | 136,118.40 | 162,297.51 | 188,122.30 | 371,958.85 | 638,042.23 |
| 流动资产合计 | 553,237.80 | 724,680.39 | 1,150,422.39 | 2,060,956.99 | 2,904,912.53 |
| 权益性投资 | 65,496.83 | 88,994.29 | 88,994.29 | 88,994.29 | 88,994.29 |
| 金融资产投资 | 26,194.15 | 42,513.92 | 18,234.50 | 19,240.10 | 19,424.40 |
| 固定资产合计 | 49,224.31 | 70,101.78 | 69,937.70 | 69,773.62 | 69,609.54 |
| 无形资产 | 6,169.48 | 22,585.45 | 22,585.45 | 22,585.45 | 22,585.45 |
| 商誉 | 5,081.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 递延所得税资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 16,337.43 | 11,773.41 | 1,523.40 | 1,590.80 | 1,632.70 |
| 非流动资产合计 | 163,422.19 | 235,968.86 | 178,689.89 | 179,598.81 | 179,660.93 |
| 资产总计 | 716,659.99 | 960,649.24 | 1,329,112.28 | 2,240,555.80 | 3,084,573.46 |
| 短期借款及长期借款当期到期部分 | 92,045.54 | 135,732.86 | 65,732.86 | 334,342.86 | 309,257.62 |
| 应付账款 | 41,584.25 | 66,576.01 | 104,259.07 | 134,933.11 | 200,217.44 |
| 应交税费 | 28,103.84 | 40,598.51 | 40,598.51 | 40,598.51 | 40,598.51 |
| 其他流动负债 | 309,518.95 | 377,973.83 | 743,696.41 | 1,213,500.93 | 1,886,183.62 |
| 流动负债合计 | 471,252.58 | 620,881.22 | 954,286.85 | 1,723,375.41 | 2,436,257.20 |
| 长期借款 | 137,363.52 | 186,542.10 | 161,679.90 | 248,767.87 | 298,066.77 |
| 递延所得税负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 34,937.32 | 39,131.68 | 65,316.43 | 85,528.63 | 123,828.05 |
| 非流动负债合计 | 172,300.84 | 225,673.78 | 226,996.34 | 334,296.50 | 421,894.82 |
| 负债合计 | 643,553.42 | 846,555.00 | 1,181,283.19 | 2,057,671.91 | 2,858,152.01 |
| 少数股东权益 | 16,270.34 | 31,021.00 | 33,248.99 | 35,899.07 | 39,190.44 |
| 股本 | 4,396.45 | 4,406.13 | 4,645.77 | 4,645.77 | 4,645.77 |
| 储备 | 20,291.65 | 24,977.83 | 30,428.16 | 37,192.71 | 45,583.42 |
| 股东权益合计 | 73,106.57 | 114,094.24 | 147,829.09 | 182,883.89 | 226,421.44 |
| 负债和股东权益总计 | 716,659.99 | 960,649.24 | 1,329,112.28 | 2,240,555.80 | 3,084,573.46 |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 16,566.54 | 26,027.51 | 34,054.28 | 40,505.89 | 50,307.73 |
| 折旧摊销 | 992.16 | 0.00 | 164.08 | 164.08 | 164.08 |
| 财务费用 | 262.34 | 368.74 | 2,327.19 | 5,793.76 | 6,972.35 |
| 少数股东损益 | 878.47 | 2,128.55 | 2,784.99 | 3,312.61 | 4,114.21 |
| 营运资金变动 | 32,455.04 | 51,034.16 | 412,314.45 | 335,759.25 | 507,972.48 |
| 经营性应收项目的减少 | 0.00 | 0.00 | -1,701.15 | -1,027.56 | -2,168.70 |
| 经营性应付项目的增加 | 0.00 | 0.00 | 37,683.05 | 30,674.04 | 65,284.34 |
| 存货的减少 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其它 | 32,455.04 | 51,034.16 | 376,332.55 | 306,112.76 | 444,856.84 |
| 经营活动现金流 | 52,054.71 | 53,162.72 | 452,740.15 | 388,389.24 | 572,964.99 |
| 交易性金融资产的减少 | -287.01 | 87.01 | -602.30 | -67.90 | -64.90 |
| 金融性投资的减少 | -13,357.67 | -16,319.77 | 24,279.42 | -1,005.60 | -184.30 |
| 权益性投资的减少 | -6,883.61 | -23,497.47 | 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 |
| 投资活动现金流 | -34,078.86 | -39,730.23 | 23,677.02 | -1,073.60 | -249.30 |
| 债权融资 | 10,139.22 | 92,865.90 | -94,862.20 | 355,697.97 | 24,213.66 |
| 股权融资 | 4,018.85 | 9.68 | 7,050.49 | 8,101.18 | 10,061.55 |
| 其他 | -24,584.95 | 0.00 | -17,044.05 | -24,849.76 | -30,529.58 |
| 筹资活动现金流 | -10,426.89 | 92,875.58 | -104,855.75 | 338,949.38 | 3,745.62 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 7,548.95 | 106,308.06 | 371,561.42 | 726,265.02 | 576,461.31 |

利润表

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 124,745.62 | 169,316.01 | 245,508.21 | 347,639.63 | 497,124.67 |
| 营业成本 | 93,609.59 | 127,909.69 | 181,676.08 | 258,991.53 | 375,329.13 |
| 销售费用 | 4,360.53 | 6,166.47 | 9,329.31 | 13,905.59 | 22,370.61 |
| 管理费用 | 7,356.57 | 8,286.55 | 9,820.33 | 14,948.50 | 21,376.36 |
| 财务费用 | 2,798.36 | 4,523.45 | 3,422.33 | 8,647.41 | 10,406.49 |
| 其他 | -10,237.46 | -15,593.02 | -12,915.24 | -14,254.13 | -13,584.69 |
| 利润总额 | 28,664.23 | 42,546.32 | 54,175.40 | 65,400.74 | 81,226.77 |
| 所得税 | 11,219.23 | 14,390.27 | 17,336.13 | 21,582.24 | 26,804.84 |
| 净利润 | 17,445.00 | 28,156.06 | 36,839.27 | 43,818.50 | 54,421.94 |
| 少数股东损益 | 878.47 | 2,128.55 | 2,784.99 | 3,312.61 | 4,114.21 |
| 归属于母公司净利润 | 16,566.54 | 26,027.51 | 34,054.28 | 40,505.89 | 50,307.73 |
| 每股收益(元) | 3.76 | 5.85 | 7.73 | 9.10 | 10.83 |

主要财务比率

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 89.37% | 35.73% | 45.00% | 41.60% | 43.00% |
| 营业利润 | 86.63% | 48.43% | 27.33% | 20.72% | 24.20% |
| 归属于母公司净利润 | 50.55% | 57.11% | 30.84% | 18.95% | 24.20% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 24.96% | 24.46% | 26.00% | 25.50% | 24.50% |
| 净利率 | 13.28% | 15.37% | 13.87% | 11.65% | 10.12% |
| ROE | 23.86% | 24.68% | 24.92% | 23.96% | 24.04% |
| ROIC | 8.85% | 13.28% | 11.31% | 20.98% | 8.93% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 89.80% | 88.12% | 88.88% | 91.84% | 92.66% |
| 净负债率 | 365.24% | 294.67% | 294.01% | 500.90% | 587.73% |
| 流动比率 | 1.17 | 1.17 | 1.21 | 1.20 | 1.19 |
| 速动比率 | 0.45 | 0.39 | 0.30 | 0.24 | 0.32 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 95.16 | 107.07 | 93.46 | 87.10 | 88.94 |
| 存货周转率 | 0.38 | 0.41 | 0.36 | 0.28 | 0.26 |
| 总资产周转率 | 0.19 | 0.20 | 0.21 | 0.19 | 0.19 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 3.76 | 5.85 | 7.73 | 9.10 | 10.83 |
| 每股经营现金流 | 11.81 | 11.94 | 102.75 | 87.24 | 123.33 |
| 每股净资产 | 12.90 | 18.66 | 26.00 | 33.02 | 40.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 10.00 | 6.43 | 4.18 | 3.55 | 2.98 |
| 市净率 | 2.91 | 2.01 | 0.58 | 0.41 | 0.30 |
| EV/EBITDA | 8.81 | 11.01 | 4.57 | 9.21 | 6.79 |
| EV/EBIT | 9.11 | 11.01 | 4.59 | 9.24 | 6.80 |

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 |