

买入 (维持)

01918.HK 融创中国

港股通 (沪、深)

目标价: 52.00 港元

现价: 36.00 港元

销售保持增速, 估值修复空间大

2019年10月21日

预期升幅: 44%

主要财务指标

市场数据

日期	2019.10.21
收盘价(港元)	36.00
总股本(百万股)	44.42
总市值(亿港元)	1599.10
净资产(亿元)	632.57
总资产(亿元)	8703.18
每股净资产(元)	14.24

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	124,746	185,415	258,380	335,570
同比增长(%)	89.4	48.6	39.4	29.9
净利润(百万元)	16,567	24,351	31,354	37,642
同比增长(%)	50.6	47.0	28.8	20.1
毛利率(%)	25.0	25.6	25.0	24.5
净利润率(%)	13.3	13.1	12.1	11.2
净资产收益率(%)	29.1	31.9	30.9	28.6
每股收益(元)	3.79	5.48	7.06	8.48
每股股息(元)	0.83	1.1	1.4	1.7

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **维持“买入”评级, 目标价 52 港元:** 公司采取“加速去化, 严控投资, 改善财务”的策略应对下半年市场, 加大推货力度, 销售保持增速, 迅速回笼现金, 严格控制拿地, 财务状况改善。当前土地市场机会开始逐渐出现, 公司也积极寻找机会。我们预计公司 2019/2020 年净利润分别为 243.5 和 313.5 亿元, 分别同比增长 47.0% 和 28.8%。我们认为市场风险偏好度回升, 有利于高弹性的公司估值修复, 维持融创中国的“买入”评级, 目标价 52 港元, 基于 2019/2020 年 8.3 倍和 6.5 倍 PE, 较公司的 NAV 折让 25%, 较当前股价还有 44% 的上升空间。
- **加速去化, 销售稳步增长:** 公司加大去化力度, 2019 年 9 月合同销售金额和面积分别为 629.1 亿元和 430 万平米, 分别同比增长 18% 和 21.8%。1-9 月份累计合同销售金额和面积分别为 3694 亿元和 2532 万平米, 分别同比增长 16% 和 23%。公司的可售货值充足, 且质量高, 80% 位于一、二线城市, 下半年总可售货值超过 5700 亿元。按照公司当前积极的推货节奏, 接下来三个月每月销售额将超过 600 亿元, 完成全年 5500 亿的销售目标。
- **严控投资, 择优补充土储:** 上半年公司抓住窗口期补充了近 5000 万平米的土地储备, 从城市分布看, 按建筑面积 70% 土储位于一、二线及强三线城市, 按货值则达到 80%。进入 3 季度, 公司严控投资, 只在土地市场获取少许地块, 公司的总土地储备已经非常充足, 超过 2 亿平米, 可满足公司未来 2-3 年的持续发展。我们注意到公司近期已经开始在土地市场择优获取土储, 在融资收紧的环境下, 土地市场溢价率下降, 对大型龙头公司来说可以补充成本可控的土储。
- **改善财务, 按预期降杠杆:** 进入下半年, 公司严控土地投资, 并加快销售去化回笼现金, 公司的财务状况将得到改善, 我们预计公司到年底的净负债率将显著下降。房地产行业偏紧的融资环境将随着土地市场降温而改善, 将有利于公司持续降杠杆。

相关报告

《看空做多, 加速去化》
20190823 跟踪报告
《稳规模, 降杠杆, 出利润》
20190809 深度报告

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

风险提示: 宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 文旅城经营不及预期; 人民币贬值。



报告正文

- **加速去化, 销售保持增速:** 公司加大去化力度, 2019年9月合同销售金额和面积分别为629.1亿元和430万平方米, 分别同比增长18%和21.8%。1-9月份累计合同销售金额和面积分别为3694亿元和2532万平方米, 分别同比增长16%和23%。公司的可售货值充足, 且质量高, 80%位于一、二线城市, 下半年总可售货值超过5700亿元。按照公司当前积极的推货节奏, 接下来三个月每月销售额将超过600亿元, 完成全年5500亿的销售目标。

图 1、合约销售持续增长

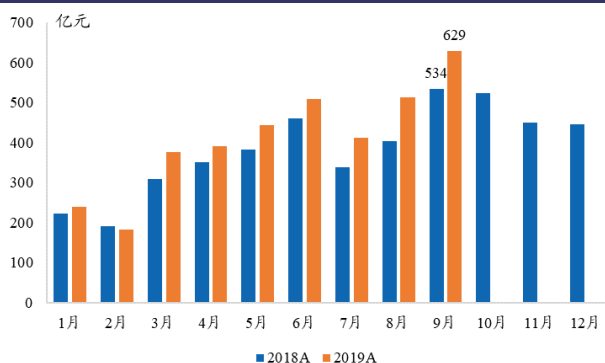
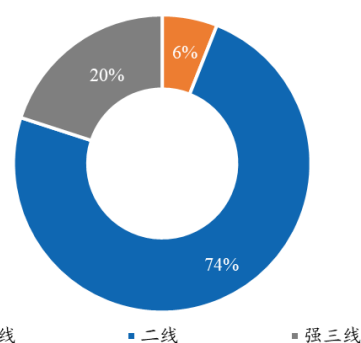


图 2、可售货值质量高



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **严控投资, 择优补充土储:** 上半年公司抓住窗口期补充了近5000万平方米的土地储备, 从城市分布看, 按建筑面积70%土储位于一、二线及强三线城市, 按货值则达到80%。进入3季度, 公司严控投资, 只在土地市场获取少许地块, 公司的总土地储备已经非常充足, 超过2亿平米, 可满足公司未来2-3年的持续发展。我们注意到公司近期已经开始在土地市场择优获取土储, 在融资收紧的环境下, 土地市场溢价率下降, 对大型龙头公司来说可以补充成本可控的土储。
- **改善财务, 按预期降杠杆:** 进入下半年, 公司严控土地投资, 并加快销售去化回笼现金, 公司的财务状况将得到改善, 我们预计公司到年底的净负债率将显著下降。房地产行业偏紧的融资环境将随着土地市场降温而改善, 将有利于公司持续降杠杆。
- **维持“买入”评级, 目标价52港元:** 公司采取“加速去化, 严控投资, 改善财务”的策略应对下半年市场, 加大推货力度, 销售保持增速, 迅速回笼现金, 严格控制拿地, 财务状况改善。当前土地市场机会开始逐渐出现, 公司也积极寻找机会。我们预计公司2019/2020年净利润分别为243.5和313.5亿元, 分别同比增长47.0%和28.8%。我们认为市场风险偏好度回升, 有利于高弹性的公司估值修复, 维持融创中国的“买入”评级, 目标价52港元, 基于2019/2020年8.5倍和6.6倍PE, 较公司的NAV折让25%, 较当前股价还有44%的上升空间。
- **风险提示:** 宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 文旅城经营不及预期; 人民币贬值。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	553,238	649,779	740,865	863,244
现金及现金等价物	120,198	112,214	119,180	104,656
存货	339,265	430,874	496,580	617,634
贸易及其他应收账款	75,691	88,607	107,022	122,870
预付款	16,864	16,864	16,864	16,864
其他流动资产	1,219	1,219	1,219	1,219
非流动资产	163,422	165,438	167,413	169,349
无形资产	16,021	16,021	16,021	16,021
物业、厂房及设备	49,224	51,240	53,215	55,151
投资物业	16,196	16,196	16,196	16,196
投资权益	65,497	65,497	65,497	65,497
其他非流动资产	13,500	13,500	13,500	13,500
递延税项资产	2,985	2,985	2,985	2,985
资产总计	716,660	815,217	908,279	1,032,593
流动负债	471,253	548,963	615,471	708,108
短期有息借款	92,046	93,046	94,046	95,046
应付账款	156,075	201,163	224,672	274,308
应付税项	23,754	23,754	23,754	23,754
合同负债	199,379	231,000	273,000	315,000
非流动负债	172,301	173,301	174,301	175,301
长期有息借款	137,364	138,364	139,364	140,364
递延所得税负债	33,383	33,383	33,383	33,383
其他应付款	1,554	1,554	1,554	1,554
负债合计	643,553	722,263	789,772	883,408
股本	378	378	378	378
储备及盈余	56,458	75,939	101,022	131,135
永久资本工具	5,527	5,527	5,527	5,527
少数股东权益	10,744	11,109	11,579	12,144
股东权益合计	73,107	92,953	118,506	149,184
负债及权益合计	716,660	815,216	908,278	1,032,593

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	28,664	42,180	54,025	64,663
折旧和摊销	992	984	1,025	1,064
公允价值变动损益	(889)	0	0	0
财务费用	13,906	15,070	14,918	14,935
所得税开支	(11,195)	(16,872)	(21,610)	(25,865)
营运资金的变动	30,126	(27,815)	(18,613)	(45,266)
经营活动产生现金流量	52,055	13,547	29,746	9,531
投资活动产生现金流量	(34,079)	(3,000)	(3,000)	(3,000)
融资活动产生现金流量	(10,427)	(18,531)	(19,780)	(21,055)
现金净变动	7,549	(7,984)	6,965	(14,524)
现金的期初余额	68,433	76,181	68,197	75,163
现金的期末余额	76,181	68,197	75,163	60,639

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	124,746	185,415	258,380	335,570
营业成本	93,610	137,875	193,661	253,224
销售费用	4,361	6,304	8,527	10,738
管理费用	7,357	10,754	14,728	18,792
其它收益	11,848	11,848	11,848	11,848
其他开支	5,472	1,854	2,067	2,685
营业利润	25,796	40,475	51,246	61,980
应占合联营损益	4,956	4,000	5,000	5,000
财务成本	2,087	2,296	2,221	2,317
税前盈利	28,664	42,180	54,025	64,663
所得税	11,219	16,872	21,610	25,865
税后盈利	17,445	25,308	32,415	38,798
永续资本工具	591	591	591	591
少数股东损益	287	365	470	565
归母净利润	16,567	24,351	31,354	37,642
EPS(元)	3.79	5.48	7.06	8.48

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入	89.4	48.6	39.4	29.9
毛利润	128.5	52.7	36.1	27.2
归母净利润	50.6	47.0	28.8	20.1
盈利能力(%)				
毛利率	25.0	25.6	25.0	24.5
归母净利率	13.3	13.1	12.1	11.2
ROE	29.1	31.9	30.9	28.6
偿债能力				
净负债率(%)	149	128	96	88
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力(次)				
资产周转率	17.4	22.7	28.4	32.5
应收帐款周转率	4.6	4.6	4.4	4.5
每股资料(元)				
EPS	3.79	5.48	7.06	8.48
每股净资产	12.90	17.18	22.83	29.61
估值比率(倍)				
PE	8.6	5.7	4.4	3.7
PB	2.5	1.8	1.4	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、威志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。