

评级：买入（维持）

市场价格：37.14 (RMB)

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

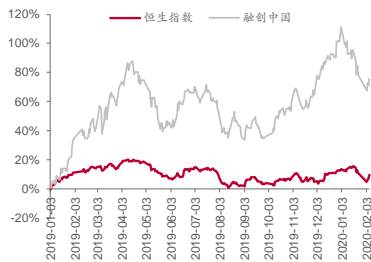
Email: niyc@r.qizq.com.cn

研究助理：李焱

Email: liyao@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,645.388
流通股本(百万股)	4,645.388
市价(RMB)	37.14
市值(百万 RMB)	172529.73
流通市值(百万 RMB)	172529.73

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	66,614.01	126,245.47	196,690.44	258,057.86	336,507.45
增长率(%)	86.80	89.52	55.80	31.20	30.40
EBITDA (百万元)	16,197.15	30,021.01	47,509.67	54,801.82	64,917.96
净利润(百万元)	11,003.86	16,566.54	26,118.39	33,572.98	42,366.12
增长率(%)	344.00	50.55	57.66	28.54	26.19
EPS (元/股)	3.03	4.01	5.62	7.23	9.12
市盈率 (P/E)	12.25	9.25	6.60	5.14	4.07
市净率 (P/B)	2.36	2.23	1.62	1.19	0.89

备注：股价以2月24日收盘价为基准

投资要点

■ **事件：2月24日，融创中国发布正面盈利预告，预期2019年度公司拥有人应占溢利较上年度增长超过50%。**

■ **得益于结算面积增加，业绩增长超5成**

据2月24日公告，公司预计2019年股东应占溢利较上年度增长超过50%，主要由于于本年度物业销售交付的面积较上年度增加所致。公司业绩的大幅增长符合预期，是融创近3年来销售大幅跑赢行业，后续项目竣工结转的收获；公司2019年H1账面合同负债2159亿，可覆盖2018年营收171%，外加公司2019年销售继续跑赢行业，利润率也保持稳定，公司未来业绩在强劲的销售与充足土储的护航下能持续释放。

■ **受疫情与推盘节奏影响，单月销售有所回落**

公司1月签约销售金额186.3亿，同比-22.3%；销售面积135.8万方，同比-14.7%。1月销售下滑主要受月末疫情影响，最后一周基本暂停销售活动，致单月数据下行；叠加公司1月销售主要是去年年末剩下的旧盘，整体推货力度不大。但考虑到公司2020年新推项目近7成集中在销售旺季的下半年，同时公司主要布局在核心城市，对返乡置业的依赖较小，一二线城市购房需求只是有所延后，随着疫情逐渐得到控制，看好下半年公司在销售端持续发力。

■ **土储进一步增厚，总货值约3万亿**

1) **低价收购云南城投资产包**：据2019年11月27日公告，公司152.69亿收购云南城投旗下环球世纪与时代环球各51%的股权，对应目标公司所在多个城市18个项目，可售建面2771.6万方，未售建面2390.1万方，公司此举以低成本新增约2000多亿二线城市为主的土储货值；2) **总土储或近3万亿**：据公司2019年半年报披露，截至8月公司持有土地储备2.13万方，对应货值2.82万亿，加上下半年并购及新增项目再减去已售项目，预计目前公司总土储约3万亿，为2020年推盘提供了较高的弹性释放空间。

投资建议：公司2019年业绩大幅增长，符合预期。1月销售受疫情影响同比小幅下滑，但考虑到占全年销售比重较小，对全年销售影响不大；2019年公司继续大手笔并购获取大量低成本土储，截至年末总土储约3万亿，给予2020年的销售足够的释放空间；同时，公司于年初顺利配股增厚净资产，不仅获得充足资金，杠杆率也得到优化。预计公司2019-2021年EPS分别为5.62、7.23、9.12元人民币，对应PE分别为6.60X、5.14X、4.07X，目前偏低的估值较有吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业复工不及预期；公司销售回款不达预期。

图表：盈利预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	68,433.26	76,181.04	113,877.52	148,245.46	183,374.01	营业收入	66,614.01	126,245.47	196,690.44	258,057.86	336,507.45
应收账款	1,235.16	1,386.54	5,954.60	6,640.57	6,494.48	营业成本	52,245.80	93,609.59	140,436.98	188,382.24	247,501.23
交易性金融资产	0.00	287.01	0.00	0.00	0.00	销售费用	3,419.44	4,360.53	6,892.32	8,438.49	12,080.62
存货	313,768.38	339,264.81	499,539.84	645,498.16	884,138.76	管理费用	5,559.30	7,356.57	12,607.86	16,335.06	22,613.30
其他	116,164.13	136,118.40	174,863.14	196,341.74	227,721.57	财务费用	159.88	329.51	6,848.01	4,518.65	2,340.89
流动资产合计	499,600.92	553,237.80	794,235.10	996,725.93	1,301,728.82	其他	-10,468.54	-8,110.06	-9,789.30	-9,449.68	-10,119.49
权益性投资	58,613.22	65,496.83	81,871.03	102,338.79	107,455.73	利润总额	15,358.99	28,664.23	39,694.58	49,833.10	62,090.90
金融资产投资	12,836.48	26,194.15	68,771.67	72,210.25	75,820.76	所得税	3,694.61	11,219.23	11,074.79	13,031.36	16,509.97
固定资产合计	39,262.62	49,224.31	48,557.22	48,307.15	47,920.98	净利润	11,664.38	17,445.00	28,619.79	36,801.75	45,580.93
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	2,501.41	3,228.77	3,214.81
商誉	639.51	5,081.48	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	11,003.86	16,566.54	26,118.39	33,572.98	42,366.12
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	3,563.10	0.00	每股收益(元)	3.03	4.01	5.62	7.23	9.12
其他非流动资产	11,949.57	16,337.43	26,904.18	39,177.66	70,557.50						
非流动资产合计	123,501.32	163,422.19	226,104.10	265,596.95	301,754.97						
资产总计	623,102.24	716,659.99	1,020,339.20	1,262,322.87	1,603,483.79						
短期借款及长期借款当期到期部分	78,672.66	92,045.54	115,441.28	99,961.32	46,380.68						
应付账款	36,997.01	41,584.25	78,137.30	118,070.31	165,948.88						
应交税费	18,538.07	28,103.84	33,724.60	40,469.53	48,563.43						
其他流动负债	251,500.69	309,518.95	443,364.39	566,099.23	738,688.33						
流动负债合计	385,708.43	471,252.58	670,667.58	824,600.38	999,581.32						
长期借款	140,597.19	137,363.52	150,512.41	158,804.34	240,178.61						
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他非流动负债	36,158.40	34,937.32	98,337.80	141,294.99	180,519.79						
非流动负债合计	176,755.58	172,300.84	248,850.21	300,099.33	420,698.39						
负债合计	562,464.01	643,553.42	919,517.79	1,124,699.72	1,420,279.71						
股东权益合计	60,638.23	73,106.57	100,821.41	137,623.16	183,204.09						
负债和股东权益总计	623,102.24	716,659.99	1,020,339.20	1,262,322.87	1,603,483.79						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	11,003.86	16,566.54	26,118.39	33,572.98	42,366.12
折旧摊销	339.15	35.11	967.08	450.08	486.16
营运资金变动	-1,746.53	-9,306.61	25,265.16	28,410.49	-29,904.71
其它非现金调整	-4,239.29	-3,958.63	-3,930.21	-4,042.71	-3,977.18
经营活动现金流	5,333.81	3,668.87	48,307.93	58,456.37	8,964.22
出售固定资产收到的现金	2.06	0.97	1.85	1.63	1.48
资本性支出减少/(增加)	244.70	321.30	410.50	325.50	352.43
投资减少	3.43	0.69	0.00	1.37	0.69
投资增加	1,354.20	66.50	611.70	677.47	451.89
其他投资活动中产生的现金流量净额	222.94	3,703.80	-1,022.84	2,142.35	1,607.77
投资活动现金流	3,317.66	-2,043.18	1,142.39	805.62	1,511.42
债权融资	106,425.83	10,139.22	36,544.63	-7,188.03	27,793.62
股权融资	458.29	538.72	338.09	445.03	440.61
其他	-45,520.49	-21,104.82	-6,848.01	-4,518.65	-2,340.89
筹资活动现金流	61,363.63	-10,426.89	30,034.71	-11,261.65	25,893.34
汇率变动影响	32.30	17.12	-31.23	16.06	10.65
现金净增加额	70,047.40	-8,784.08	79,453.80	48,016.41	36,379.63

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	86.80%	89.52%	55.80%	31.20%	30.40%
营业利润	248.37%	86.63%	38.48%	25.54%	24.60%
归属于母公司净利润	344.00%	50.55%	57.66%	28.54%	26.19%
获利能力					
毛利率	21.57%	25.85%	28.60%	27.00%	26.45%
净利率	16.52%	13.12%	13.28%	13.01%	12.59%
ROE	25.12%	29.15%	31.83%	29.04%	26.82%
ROIC	12.80%	8.88%	16.51%	24.89%	35.91%
偿债能力					
资产负债率	90.27%	89.80%	90.12%	89.10%	88.57%
流动比率	1.30	1.17	1.18	1.21	1.30
速动比率	0.48	0.45	0.44	0.43	0.42
营运能力					
应收账款周转率	64.83	96.31	53.59	40.98	51.24
存货周转率	0.30	0.39	0.47	0.45	0.44
总资产周转率	0.15	0.19	0.23	0.23	0.23
每股指标(元)					
每股收益	3.03	4.01	5.62	7.23	9.12
每股经营现金流	1.15	0.79	10.40	12.58	1.93
每股净资产	15.72	16.63	22.93	31.30	41.67
估值比率					
市盈率	12.25	9.25	6.60	5.14	4.07
市净率	2.36	2.23	1.62	1.19	0.89
EV/EBITDA	17.36	9.00	5.40	3.47	2.40
EV/EBIT	17.73	9.30	5.51	3.50	2.42

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

分析师承诺:
负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、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, 同时在此承诺, 在执业过程中, 谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则, 并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点, 不会直接或间接地收到任何形式的补偿, 并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。