

香港股市 | 中国房地产

融创中国 (1918 HK)

充沛土储支持发展，地产+价值释放可期

土地储备充沛且优质

公司 8 月/前 8 月合约销售同比增 25.3%/1.7%至 624.3 亿/3117.5 亿元，完成全年 6000 亿销售目标的 52%。公司下半年可售货值 6213 亿，其中超过 76%位于一二线城市，72%为新推盘，达到 65%的去化率即可实现销售目标；我们估算公司 18/19 年去化率约为 68%/71%，故 20 年达标概率高。截止 20 年中，公司总确权土储 2.5 亿方，保守估计对应货值超 3 万亿；其中 10%位于一线城市，70%位于二线城市；平均土地成本 4,312 元，地货比约 30%；土储年期（总货值/20 年销售目标）为 5.0，在大中型内房股中排名前列。

我们认为充沛优质土储是公司未来持续获得稳健增长的保证。

上半年净负债率下降 23.3%

公司 20 年总收入同比升 0.7%至 773.4 亿元；毛利率 23.0%，略低于 19H1 的 25.2%及 19FY 的 24.5%；SG&A 占收入比重 8.1%，低于 19H1 的 8.6%及 19FY 的 8.5%；出售金科股份（000656 CH）24.36%的股份带来额外收益，带动其他收入同比升 40.8%；应占核心净利润同比上升 3.0%至 130.4 亿人民币，应占净利润率 16.9%。**上半年公司实现了债务规模与净负债率的双降：**1) 总债务 3203 亿，较去年底减少 0.6%；2) 净负债率 149.0%，低于 19 年的 172.3%。

地产+业务进入价值快速释放期

融创服务港股上市可期。截止 5 月底，物管子公司融创服务在管面积约 1 亿平方米，储备面积 1.26 亿平方米。19 年收入 28.3 亿；19 年净利润 2.7 亿，17-19 CAGR 150.7%。公司已于 8 月初递交融创服务上市申请表（A1），高成长性将有助融创服务在上市时获得较理想估值。**投资贝壳找房 (BEKE US) 获得丰厚回报。**公司 17 年 1 月公告，以 26 亿人民币获得北京链家 6.25%的股权；20 年 8 月贝壳找房（原链家）完成美股上市，截止 9 月 16 日市值 684.6 亿美金，公司持股约 4%，投资回报非常理想。我们预计融创服务上市带来的现金与贝壳找房上市来的金融资产公允价值收益，将有助于增厚权益及降杠杆。

维持盈利预测，调整目标价至 53.7 港元，重申“买入”评级

我们维持目前的盈利预测。**我们继续看好公司基本面：1) 充沛优质的土储是公司核心竞争力之一，有望支持公司获得持续稳健增长；2) 中期降杠杆超预期，我们预计下半年净负债率将继续下行。我们相信公司龙头地位稳固。**我们将目标 20/21 年 PE 由 7.5x 下调至 6.5x，以反映 8 月以来融资政策收紧对行业销售增速中枢的潜在影响，目标价相应调整至 53.7 港元。目标价相对前收盘价有 66.8%的潜在升幅；我们维持买入评级。**风险提示：**（一）房地产政策大幅收紧；（二）汇率剧烈波动；（三）疫情发展超预期

主要财务数据（百万人民币）（估值更新至 2020 年 9 月 16 日）

年结:12 月 31 日	18A	19A	20E	21E	22E
总收入	124,746	169,316	226,883	294,948	353,938
增长率	89.4%	35.7%	34.0%	30.0%	20.0%
股东核心净利润	21,490	27,070	29,796	37,408	41,567
增长率	93.3%	26.0%	10.1%	25.5%	11.1%
每股盈利(人民币)	4.95	6.23	6.40	8.04	8.93
市盈率	5.7x	4.5x	4.4x	3.5x	3.2x
每股股息(人民币)	0.84	1.32	1.41	1.61	1.79
股息率	3.0%	4.7%	5.0%	5.7%	6.3%
每股净资产(人民币)	13.08	19.12	24.41	30.84	37.98
市净率	2.2x	1.5x	1.2x	0.9x	0.7x

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

更新报告

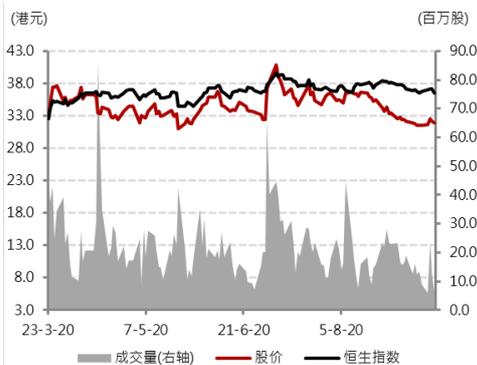
评级：买入

目标价：53.70 港元

股票资料（更新至 2020 年 9 月 16 日）

现价	32.20 港元
总市值	150,090.0 百万港元
流通股比例	54.17 %
已发行总股本	4,661.15 百万股
52 周价格区间	28.7-49.55 港元
3 个月日均成交额	709.16 百万港元
主要股东	孙宏斌 45.3%
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20200807 融创中国更新报告：建议分拆融创服务于联交所独立上市

20200708 融创中国首次覆盖：龙头优势稳固，“地产+”经营向好

分析师

刘洁琦
+852 2359 1903
Jieqi.liu@ztsc.com.hk

图表 1: 融创中国单月合约销售 (百万人民币)



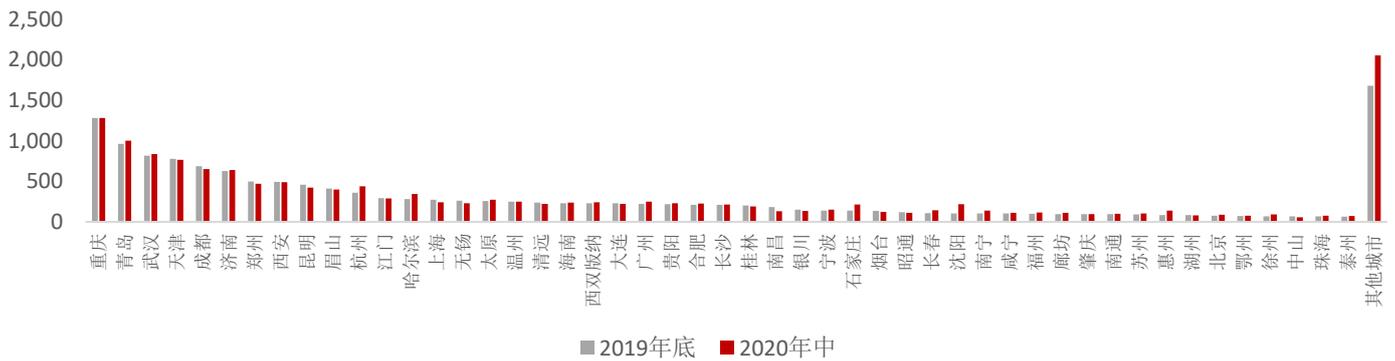
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 2: 融创中国单月合约销售单价 (元/平方米)



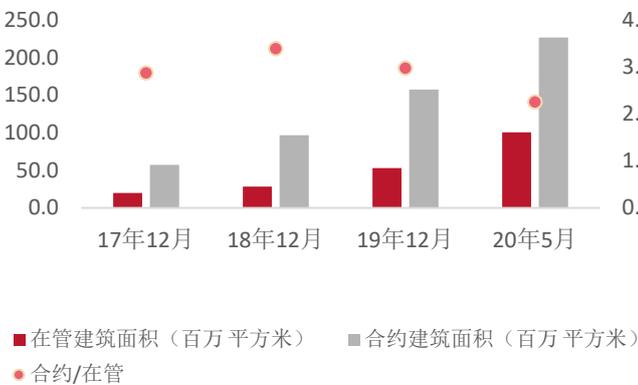
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 3: 融创中国权益土地储备 (万平方米)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 4: 融创服务合约及管理面积



来源: 融创服务 A1, 中泰国际研究部

图表 5: 融创服务合约及管理面积 - 同业比较



来源: 融创服务 A1, 公司年报, 中泰国际研究部

图表 6 融创中国 2020 年上半年主要财务数据分析

RMB mn	FY19A	FY20E (注1)	YoY	1H19A	1H20A	YoY	中泰国际评论
收入	169,316	226,883	34.0%	76,838	77,342	0.7%	
物业开发	159,470			73,417	73,074		
文旅城建设与运营	2,853			1,077	980		
物业管理收入及其他收入	6,993			2,344	3,288		
成本	(127,910)			-57,484	-59,586		
毛利	41,406			19,353	17,756		
毛利率	24.5%	21.9%		25.2%	23.0%		
销售费用	(6,166)			-2,563	-2,615		
管理费用	(8,287)			-4,074	-3,686		
行政开支与销售开支占收入比重	-8.5%	-8.3%		-8.6%	-8.1%		
其他收入及收益	14,188			5,189	7,308		增长主要来自出售金科股份股权的税前收
其他开支	(1,222)			-1,058	-635		
金融及合约资产减值亏损拨回/(减值亏损)	(1,894)			-1,147	-96		
财务收入	1,183			620	861		
财务费用	(4,808)	(3,988)		(1,233)	(2,452)		
利息开支	(26,017)			(11,813)	(15,210)		
资本化利息	22,087			10,726	13,669		
资本化率	-84.9%			-90.8%	-89.9%		
汇兑亏损	(878)			(147)	(911)		
分占联营合营企业溢利	8,146			3,630	2,415		
除所得税前溢利	42,546	45,912		18,717	18,856		
所得税开支	(14,390)			-7,426	-7,155		
年内溢利	28,156	31,957		11,291	11,701		
净利润率	16.6%			14.7%	15.1%		
调整净利润率 (不含分占联营合营溢利)	11.8%			10.0%	12.0%		
本公司权益持有人	26,028	29,796		10,286	10,959		
非控股权益持有人	1,810			173	673		
永续资本持有人	319			832	68		
核心应占净利润	27,070	29,796	10.1%	12,660	13,040	3.0%	
核心应占净利润率	16.0%			16.5%	16.9%		
全年股息-人民币每股	1.32			0	0		
全年股息-百万人民币	5,726			0	0		
股息分派率	21.2%			0.0%	0.0%		
RMB mn	FY19A	FY20E			1H20	HoH	
		中泰国际预测					
总资产	960,649	1,081,320			996,401		
总负债	846,555	931,863			862,521		
总有息债务	322,275	322,275	0.0%		320,333	-0.6%	
短期债务	135,733	135,733			140,623		
长期债务	186,542	186,542			179,710		
短债比例	42.1%	42.1%			43.9%		
总现金	125,731	137,540			120,855		
现金对短债覆盖倍数	0.93	1.01			0.86		
总权益	114,094	149,457			133,880		
非控股权益	28,231	33,074			36,052		
永续资本工具	2,790	2,790			788		
净负债率	172.3%	123.6%			149.0%		
调整净负债率	179.1%	127.9%			150.5%		

来源: 公司资料, 中泰国际研究部。注 1: 中泰国际研究部预测, 只列出核心预测数据

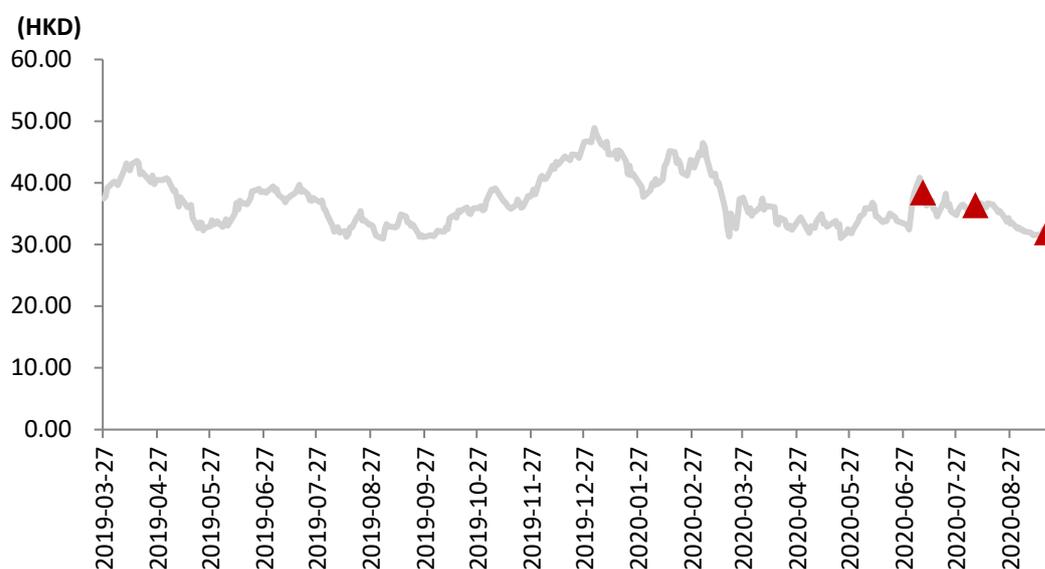
图表 7: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
营业收入	124,746	169,316	226,883	294,948	353,938	税前利润	28,664	42,546	45,912	56,400	69,561
销售成本	-93,610	-127,910	-177,177	-230,055	-272,095	调整	4,459	11,126	-7,037	-10,577	-11,802
毛利	31,136	41,406	49,706	64,894	81,844	营运资金变动	30,126	-13,215	47,999	32,004	8,525
SG&A	-11,717	-14,453	-18,831	-25,071	-30,085	已付税款	-11,195	-13,203	-13,955	-15,979	-21,174
其他收入及收益	11,848	14,188	10,000	8,000	8,000	经营业务现金净额	52,055	27,254	72,920	61,849	45,111
其他开支	-1,986	-1,222	-2,000	-2,000	-2,000	投资活动现金净额	-34,079	-62,001	-39,389	-31,634	-32,797
资产减值亏损	-3,485	-1,894	0	0	0	净新增借款	12,337	76,533	0	16,114	33,839
净融资成本	-2,087	-3,625	-3,988	-4,386	-4,825	股息分派	-2,201	-3,645	-5,726	-6,555	-7,482
联营合营损益	4,956	8,146	11,024	14,963	16,627	利息支出	-13,489	-23,886	-26,274	-28,902	-30,347
除税前利润	28,664	42,546	45,912	56,400	69,561	非控股股东注资	565	1,779	3,000	3,000	3,000
所得税开支	-11,219	-14,390	-13,955	-16,575	-21,174	其他	-7,639	-14,388	7,280	0	0
年度利润	17,445	28,156	31,957	39,825	48,387	融资活动现金净额	-10,427	36,393	-21,720	-16,343	-989
- 非控股权益	287	1,810	1,842	2,098	6,501	年初现金	68,433	76,181	77,944	89,753	103,625
- 永续资本证券持有人	591	319	319	319	319	现金增加净额	7,549	1,646	11,810	13,872	11,324
- 本公司拥有人	16,567	26,028	29,796	37,408	41,567	汇率影响	199	116	0	0	0
核心应占净利润	21,490	27,070	29,796	37,408	41,567	年末现金	76,181	77,944	89,753	103,625	114,949
EPS (人民币)	4.9	6.2	6.4	8.0	8.9	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
DPS (人民币)	0.8	1.3	1.4	1.6	1.8	增长率:					
BPS (人民币)	13.1	19.1	24.4	30.8	38.0	收入	89.4%	35.7%	34.0%	30.0%	20.0%
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	应占净利润	50.6%	57.1%	14.5%	25.5%	11.1%
总资产	716,660	960,649	1,081,320	1,232,590	1,427,681	应占核心净利润	93.3%	26.0%	10.1%	25.5%	11.1%
流动资产	553,238	724,680	794,938	899,611	1,045,277	EPS	-465.7%	26.0%	2.8%	25.5%	11.1%
在建及完工物业	339,250	481,973	530,170	609,695	731,634	盈利能力:					
应收款项	86,106	102,506	112,756	124,032	136,435	毛利率	25.0%	24.5%	21.9%	22.0%	23.1%
现金(注1)	76,181	77,944	89,753	103,625	114,949	应占核心净利润率	13.3%	15.4%	13.1%	12.7%	11.7%
受限制现金	44,017	47,787	47,787	47,787	47,787	资产周转率	18.6%	20.2%	22.2%	25.5%	26.6%
其他	7,684	14,471	14,471	14,471	14,471	ROE	32.9%	37.2%	30.3%	29.1%	26.0%
非流动资产	163,422	235,969	286,383	332,979	382,403	ROA	2.5%	3.1%	2.9%	3.2%	3.1%
PPE	49,224	70,102	84,122	92,534	101,788	债务偿还:					
投资物业	16,196	26,846	32,215	35,436	38,980	净负债率	169.8%	179.1%	127.9%	104.4%	94.6%
权益法投资	65,497	88,994	120,019	154,982	191,608	现金短债比(不含受限现金)	82.8%	57.4%	66.1%	72.7%	73.3%
使用权资产及无形资产	16,021	22,585	22,585	22,585	22,585	现金短债比(含受限现金)	130.6%	92.6%	101.3%	106.2%	103.8%
FVTPL	9,873	15,589	15,589	15,589	15,589	短债比例	40.1%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%
其他	6,612	11,853	11,853	11,853	11,853	其他:					
流动负债	471,253	620,881	706,189	813,108	945,856	核心利润派息率	17.0%	21.2%	22.0%	20.0%	20.0%
短期借款	92,046	135,733	135,733	142,520	156,771	SG&A/收入	-13.6%	-9.4%	-8.3%	-8.5%	-8.5%
应付账款及其他应付款	155,450	206,068	267,888	321,466	353,613						
合约负债	199,379	240,818	264,306	310,860	397,210						
其他	24,379	38,262	38,262	38,262	38,262						
非流动负债	172,301	225,674	225,674	235,001	254,588						
长期借款	137,364	186,542	186,542	195,869	215,456						
其他	34,937	39,132	39,132	39,132	39,132						
权益	73,107	114,094	149,457	184,482	227,236						
股东权益	56,836	83,073	113,594	143,520	176,773						
永续资本证券	5,527	2,790	2,790	2,790	2,790						
非控股权益	10,744	28,231	33,074	38,172	47,673						
负债+权益	716,660	960,649	1,081,320	1,232,590	1,427,681						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

融创中国 (1918 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2020-07-08	HK\$39.20	买入(首次覆盖)	HK\$60.00
2	2020-08-07	HK\$34.95	买入(维持)	HK\$60.00
3	2020-09-17	HK\$32.20	买入(维持)	HK\$53.70

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805