

买入 (首次)

01918.HK 融创中国

港股通 (沪、深)

目标价: 52.00 港元

现价: 32.80 港元

稳规模, 降杠杆, 出利润

2019年08月09日

预期升幅: 59%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期	2019.08.08
收盘价(港元)	32.80
总股本(百万股)	44.39
总市值(亿港元)	1456.09
净资产(亿元)	568.36
总资产(亿元)	7166.60
每股净资产(元)	12.9

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

## 相关报告

## 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

## 投资要点

- **首次评级覆盖给予“买入”评级, 目标价 52 港元:** 我们认为融创中国进入了“稳规模, 降杠杆, 出利润”的阶段, 公司的品牌、产品力、拿地能力以及融资能力, 都是行业顶级水平, 竞争力非常突出。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%。我们首次评级覆盖公司给予“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 59% 的上升空间。
- **高周转高效率, 规模为王:** 通过高周转的模式迅速的把规模做到行业前列, 而由此导致的高杠杆是企业经营的结果, 高杠杆的风险可以高周转模式来化解。同时, 公司构建了优质的土地储备, 体现在区域分布合理, 超过 70% 位于一、二线城市, 去化周期快; 严控土地成本, 留下充足利润空间。
- **高端精品战略, 区域聚焦:** 既做到了产品力的聚焦, 又做到了区域的聚焦。在产品定位上偏向中高端改善型, 在重点城市的核心区域打造高端精品, 形成市场口碑; 在区域聚焦上, 选择对的城市, 充分挖掘该城市的潜力, 做大做强, 再向周边延伸, 进一步加强区域的深耕。
- **招拍挂收并购, 双重发力:** 融创拥有多元的土地获取方式, 尤其在并购市场, 形象口碑好, 决策速度快效率高。在招拍挂市场竞争激烈的今天, 公司土储补充渠道更丰富, 且成本可控。随着文旅城等项目投入运营, 公司将以此获得更多拿地机会, 并提升整个项目的土地价值, 与地产板块联动。
- **业绩快速提升, 财务改善:** 经过几年销售高速增长, 融创的业绩进入快速提升期, 结转的利润大幅提升, 而规模的扩张进入平稳阶段, 财务杠杆逐年降低, 预计到 2021 年将降至行业平均水平, 公司目前派息率为 20%, 随着财务实力增强, 派息率有望提升。

**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。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



**Buy**

(Initiate)

# SUNAC China (1918.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

Stabilizing, Deleveraging and Harvesting

08/09/2019

## China Property

### Key Data

Aug. 8, 2019

Closing Price(HKD)	32.80
Total Shares (100 Mn)	44.39
Market Cap(HKD/100 Mn)	1456.09
Net Assets (CNY/100 Mn)	568.36
Total Assets (CNY/100 Mn)	7166.6
BVPS(CNY)	12.9

### Key Financial Indicators

FY	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue (Mn/CNY)	124,746	185,415	258,380	335,570
YoY (%)	89.4	48.6	39.4	29.9
Core Net Profit (Mn/CNY)	16,567	24,351	31,354	37,642
YoY (%)	50.6	47.0	28.8	20.1
Gross Margin (%)	25.0	25.6	25.0	24.5
Net Profit Margin (%)	13.3	13.1	12.1	11.2
ROE (%)	29.1	31.9	30.9	28.6
EPS (Yuan)	3.79	5.48	7.06	8.48
DPS (Yuan)	0.83	1.1	1.4	1.7

### Analyst

Jian Song

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

### Contact

Ningxin Yan

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

### Company Profile

SUNAC China Holdings Limited ("SUNAC China") was established in 2003. Company is dedicated to integrating high end residence, cultural and tourism business, commercials etc. by providing high-quality products and services and to providing people with complete solutions and plans for chasing good lives. Company adheres to property development as the core business. Based on "Property Development+", 4 business segments (property development, SUNAC services, culture & tourism and SUNAC culture) were formed.

### Highlights

**Initiate at "BUY", TP 52 HKD.** SUNAC China has entered the period of "Stabilizing, Deleveraging, Harvesting". Company's brand, quality, financing and landbank replenish abilities are all at the top levels in the industry, leading to high competitiveness. We expect company's net profits to be CNY 24.4 B and CNY 31.4 B in 2019/2020, up 47.0% and 28.8% yoy. We initiate at "BUY", TP 52 HKD, on the basis of a 25% discount of NAV, representing 8.3 and 6.5XPE in 2019/2020, corresponding to 59% upside from current price.

**High Turnover and High Efficiency, Scale First.** Company's sales scale increased very fast to the top tier on the basis of the "leverage and high turnover" mode. High leverage is the result of company's business operation. The risk brought by high leverage can be eased by high turnover. At the same time, company set up high-quality land bank structure. The layout of land reserve is rational. Land bank of first and second tier cities consist over 70% of the total land bank. Sell through rate remains at a high level. Company also controls land cost strictly, preparing large profits room.

**High-end Product Strategy, Region Focusing.** SUNAC focuses on increasing products' influence and pays attention to region focusing. In terms of products positioning, company's products are mainly mid and high-end and distributed in core areas of core cities. Market recognition is gradually formed. In terms of the region focusing, company firstly chooses right and suitable cities, and then excavate their potentials, and finally expand to the surrounding areas, consolidating the region focusing strategy.

**Public Market and M&A, Dual-Turbine Driving.** With various land acquiring ways and highly recognized in the M&A market, SUNAC has high efficiency and makes decisions quickly. When the public market becomes more and more competitive, company's ability acquiring land bank by various channels with low cost is significantly advantageous. With culture and tourism projects starting to operate, company will have more land acquisition opportunities and the values of the whole projects will also be increased, which can well coordinate with the property development segment.

**Rapid Growth for Performance, Financials Improving.** SUNAC has entered the period of performance quickly improving, and delivered profits start to increase largely. The scale expansion stabilizes and company's leverage decreases. The leverage is expected to decrease to industry average in 2021. Company's current dividend payout ratio is 20%. With financials solidified, the payout ratio is expected to increase.

**Potential risks:** 1) Macroeconomic growth slows down. 2) Stricter industry regulation and policies. 3) Tighter liquidity. 4) Contracted sales below expectation. 5) RMB depreciation.

## 目 录

1、公司基本情况 .....	- 5 -
2、高周转高效率，规模为王 .....	- 9 -
3、高端精品战略，区域聚焦 .....	- 14 -
4、招拍挂收并购，多重发力 .....	- 17 -
5、业绩快速提升，财务改善 .....	- 20 -
6、估值与评级 .....	- 24 -
7、风险提示 .....	- 26 -

## 图 表

图 1、公司的合约销售金额 .....	- 5 -
图 2、公司的合约销售面积及均价 .....	- 5 -
图 3、公司的营业收入及增速 .....	- 6 -
图 4、公司的营收结构 .....	- 6 -
图 5、公司的归母净利润及增速 .....	- 6 -
图 6、每股派息 .....	- 6 -
图 7、公司的总土储 .....	- 6 -
图 8、公司的土储城市分布 .....	- 6 -
图 9、公司的土储地图 .....	- 7 -
图 10、股权架构 .....	- 7 -
图 11、历年合约销售 .....	- 9 -
图 12、公司历年销售排名 .....	- 9 -
图 13、历年土地储备 .....	- 9 -
图 14、主要地产公司 2018 年的土地储备 .....	- 9 -
图 15、历年新增土储面积 .....	- 10 -
图 16、历年应付土地款 .....	- 10 -
图 17、历年新增净负债 .....	- 10 -
图 18、历年净负债率 .....	- 10 -
图 19、区域布局图 .....	- 11 -
图 20、2016 年土地款城市分布 .....	- 11 -
图 21、2017 年土地款城市分布 .....	- 11 -
图 22、2018 年土地款城市分布 .....	- 12 -
图 23、历年拿地城市能级 .....	- 12 -
图 24、历年新增土储权益占比 .....	- 12 -
图 25、历年拿地力度 .....	- 12 -
图 26、历年平均拿地成本 .....	- 13 -
图 27、新增土储成本/下一年销售均价 .....	- 13 -
图 28、土储按城市能级划分 .....	- 13 -
图 29、货值按城市能级划分 .....	- 13 -
图 30、北京西山壹号院的区位 .....	- 14 -
图 31、北京西山壹号院实景 .....	- 14 -
图 32、上海桃花源区位 .....	- 15 -
图 33、上海桃花源实景 .....	- 15 -
图 34、合肥政务壹号院区位 .....	- 15 -
图 35、合肥政务壹号院实景 .....	- 15 -

图 36、公司在青岛的布局 .....	- 16 -
图 37、公司历年在青岛的获取土储 .....	- 16 -
图 38、融创中国历年合作伙伴 .....	- 17 -
图 39、公司的土地获取方式 .....	- 17 -
图 40、主要房企拿地方式对比 .....	- 17 -
图 41、公司的土地获取方式 .....	- 17 -
图 42、公司的营业收入及增速 .....	- 20 -
图 43、公司的净利润及增速 .....	- 20 -
图 44、公司的毛利率和净利率 .....	- 20 -
图 45、历年每股派息及派息率 .....	- 20 -
图 46、公司的销售费用和管理费用 .....	- 21 -
图 47、公司的 ROA 和 ROE .....	- 21 -
图 48、有息负债期限划分 .....	- 21 -
图 49、有息负债货币类型 .....	- 21 -
图 50、公司的平均融资成本 .....	- 22 -
图 51、公司的净负债率 .....	- 22 -
图 52、合约销售预测 .....	- 22 -
图 53、营业收入预测 .....	- 22 -
图 54、毛利率和净利率预测 .....	- 23 -
图 55、净负债率预测 .....	- 23 -
图 56、PE-Band .....	- 25 -
图 57、PB-Band .....	- 25 -
表 1、公司的发展历程 .....	- 5 -
表 2、城市扩张历程 .....	- 10 -
表 3、公司的产品系列 .....	- 14 -
表 4、公司的城市排名 .....	- 16 -
表 5、融创主要文旅项目 .....	- 19 -
表 6、公司部分发行债券情况 .....	- 21 -
表 7、盈利预测 .....	- 23 -
表 8、WACC 计算 .....	- 24 -
表 9、NAV 计算 .....	- 24 -
表 10、行业估值表（截止 20190808） .....	- 25 -
附表 .....	- 27 -

## 报告正文

### 1、公司基本情况

融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）成立于2003年，公司致力于通过高品质的产品与服务，整合高端居住、文旅、文化、商业配套等资源，为中国家庭提供美好生活的完整解决方案。

融创中国坚持地产核心主业，围绕“地产+”全面布局，形成了4大业务板块，分别为作为“中国高端精品生活创领者”的融创地产，作为“品质生活服务专家”的融创服务，作为“中国家庭欢乐供应商”的融创文旅，以及致力于成为“美好文化创造者”的融创文化四大战略板块。

公司以“至臻，致远”为品牌方向，致力于为业主打造高端精品物业。2018年获得2018年度第十五届中国蓝筹地产企业奖项、中国上市公司品牌价值榜民营榜TOP50、2018中国房地产开发企业十强第五名、2018中国房地产百强企业成长性TOP10。

表 1、公司的发展历程

时间	重要事件
2003	成立于天津，作为基地操盘多个物业项目
2004	进入重庆
2007	进入北京并开始持续深耕，进入无锡、苏州
2010	10月7日于香港联交所上市，代码1918.HK
2012	进入上海、杭州，形成“京、津、沪、渝、杭”五大核心城市的战略布局
2014	首次进入全国房企销售排行前十
2015	成立广深区域公司和华中区域公司；进入海南并开始深耕度假项目；组建融创物业集团
2016	销售金额突破千亿，形成北京、华北、上海、西南、东南、华中、广深和海南八大区域全国战略布局
2017	销售规模排名提升至全国房企排行榜第四，收购万达文旅资产包
2018	推出融创服务、融创文旅、融创文化三大全新平台。土地储备共1.66亿平米（加上孵化中2.56亿平米），覆盖全国超过80个城市

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司2018年合约销售金额达到4650亿元，稳居行业第四。销售面积及均价分别为3056万平方米和15213元每平方米。

图 1、公司的合约销售金额

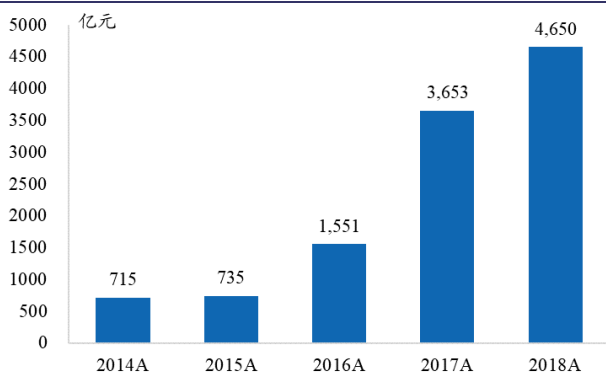
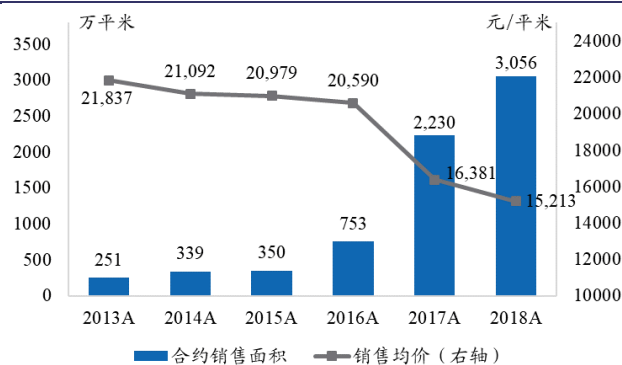


图 2、公司的合约销售面积及均价



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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

截止 2018 年，公司的营业收入为 1247 亿元，同比增长 89.4%，连续三年保持高速增长业绩释放。营业收入分部为物业开发、文旅城运营及其他（主要为物业管理），营收占比分别为 94.4%，1.6%和 4.0%。

图 3、公司的营业收入及增速

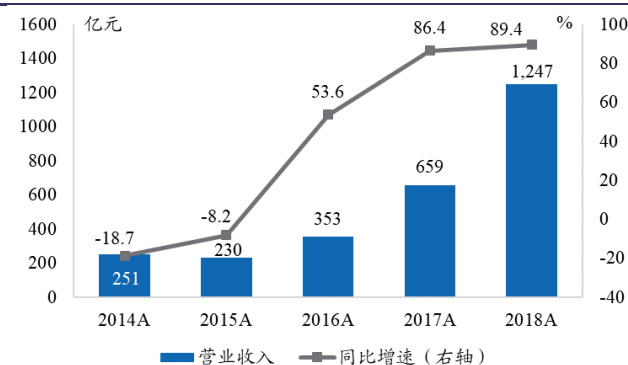
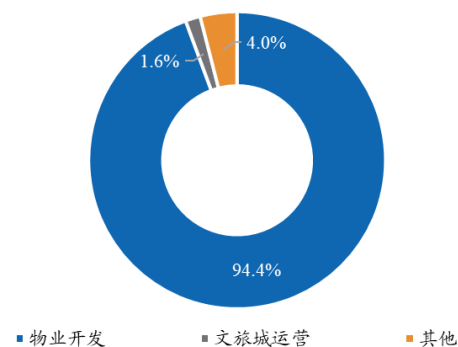


图 4、公司的营收结构



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

公司 2018 年的归母净利润为 166 亿元，同比增长 50.6%。公司保持连续的派息，2018 年每股派息 82.7 分，派息率为净利润的 20%。

图 5、公司的归母净利润及增速

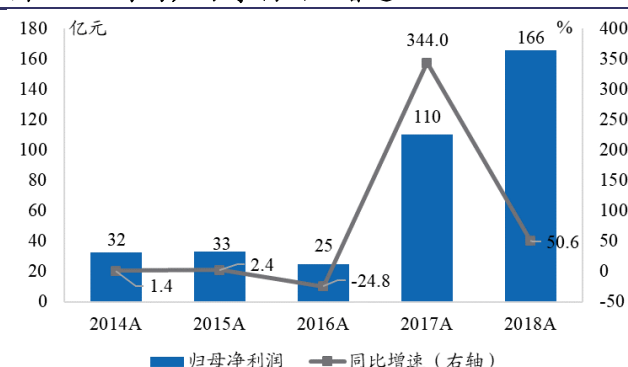
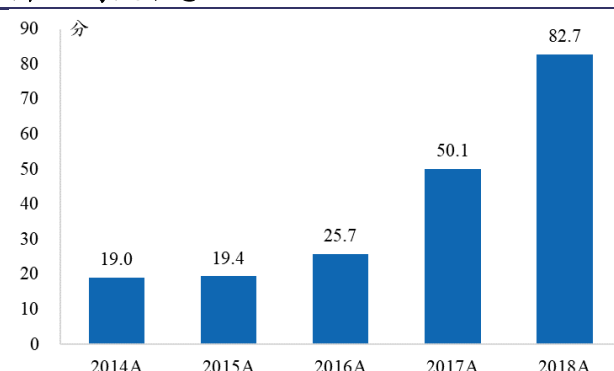


图 6、每股派息



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

截止 2018 年，公司的土地储备达到 1.66 亿平方米，公司的土储主要位于重点的一二线城市，按面积主要布局的城市包括重庆、青岛、天津、济南等。

图 7、公司的总土储

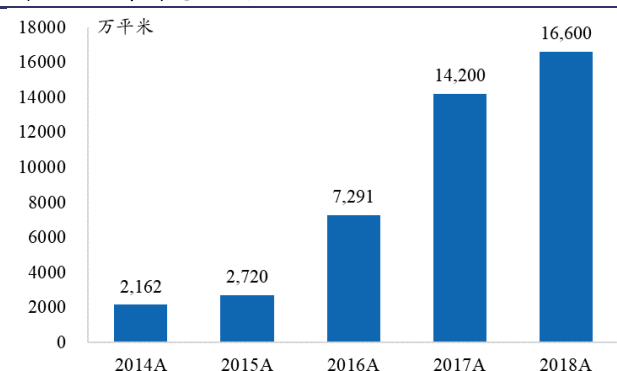
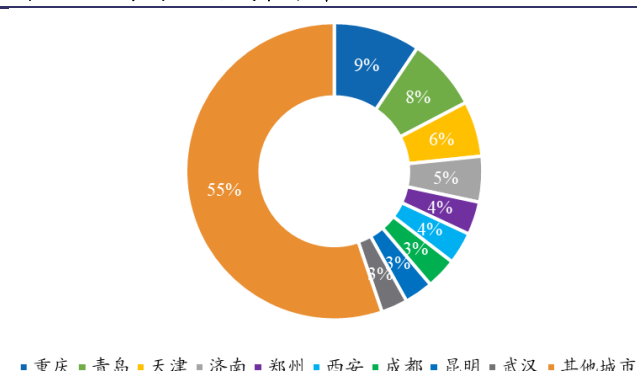


图 8、公司的土储城市分布

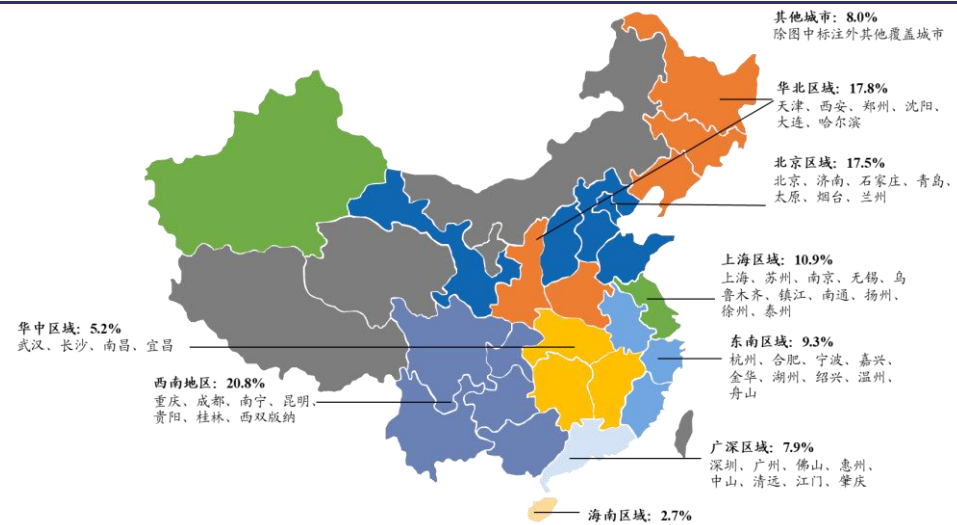


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

按区域分布来看，公司已经实现了全国主要经济发达区域重点城市的布局，公司土储分布在全国 8 大区域，其中占比较多的为北京区域、上海区域和西南区域。

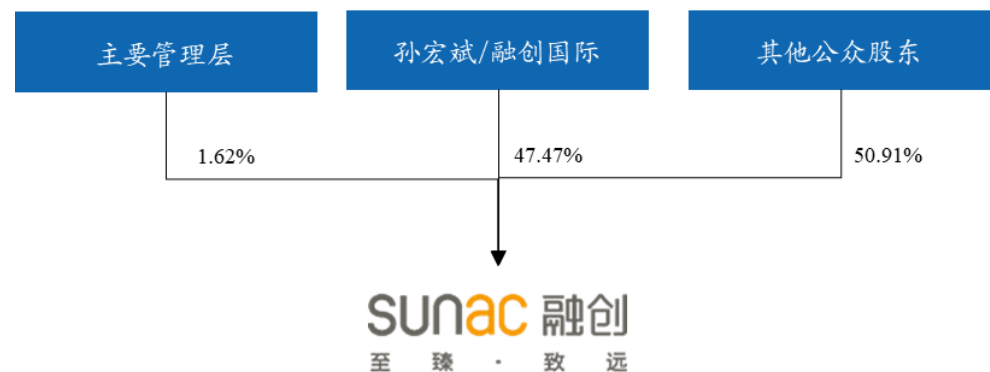
图 9、公司的土储地图



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

目前公司的控股股东为公司创始人孙宏斌先生家族信托持有的融创国际，持股比例为 47.47%，主要管理层合计持股 1.62%，其余 50.91% 为其他公众股东。

图 10、股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的管理层保持稳定，配合时间较长。公司的创办人、董事会主席、执行董事、提名委员主席、薪酬委员会会员孙宏斌先生，主要负责公司整体的发展战略和日常重大经营事项的最终决策，包括土地采购、股权收购及高级管理人员的任命。孙先生于 1994 年开始创建房地产企业，在中国房地产行业拥有二十多年经验。

汪孟德先生，公司的执行董事、行政总裁，曾于 2003 至 2005 年在顺驰中国担任华东地区总经理，2005 至 2006 年在顺驰中国担任运营总监和财务总监，2006 年起加入融创中国，自此获任财务总监和副总裁，并于 2011 和 2015 年起担任执行总裁和兴证总裁。汪先生拥有房地产行业的 20 余年从业经验。

商羽先生，执行董事、集团执行总裁兼西南区域集团总裁，2003 年加入公司，于 2003 至 2004 年担任天津融创奥城及重庆奥林匹克花园置业的副总经理，2006 年起担任重庆奥林匹克花园置业总经理。商先生在地产行业拥有十余年从业经验。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

荆宏先生，执行董事、集团执行总裁兼北京区域集团总裁，于1991年至2002年担任联想集团有限公司助理总裁及联想控股有限公司（总裁办副主任。于2002年至2006年在顺驰中国担任副总裁，2007年加入融创中国，后获任北京融创恒基地产总经理。

迟迅先生，执行董事、集团执行总裁兼华北区域集团总裁，于2004年加入融创中国，2004年至2005年担任融创置副总经理，2005年起担任总经理。迟先生在地产销售管理方面拥有十余年从业经验。

田强先生，执行董事、集团执行总裁兼上海区域集团总裁，于2002年至2007年在顺驰中国担任销售经理、销售副总经理及总经理，2007年加入公司，2012年获任上海区域总经理，2015年起担任集团执行总裁。

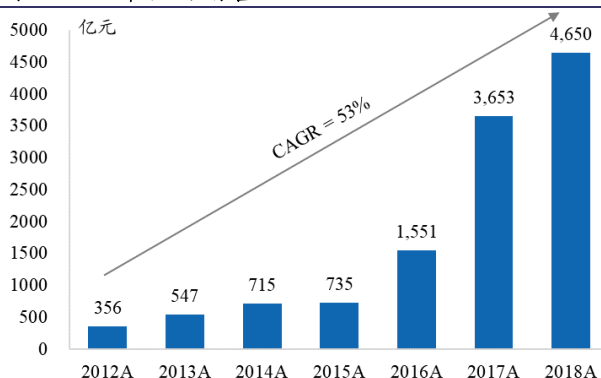
黄书平先生，执行董事、集团执行总裁兼广深区域公司总裁，于2005年至2007年担任顺驰中国总裁助理，2007年起加入公司，2011年至2015年担任集团副总裁，2012年至2015年担任公司财务总监及董事会秘书，2015年起担任公司执行总裁。



## 2、高周转高效率，规模为王

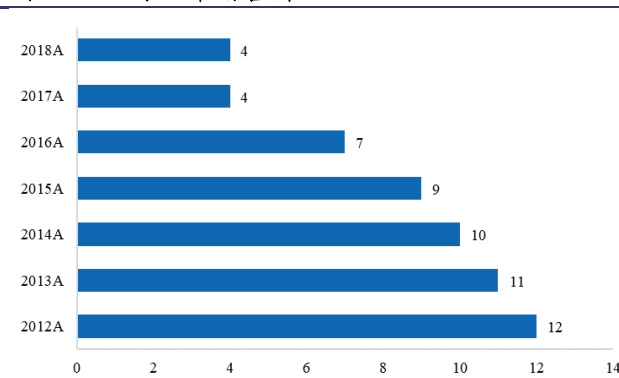
民营地产公司对规模都有追求，规模意味着江湖地位，规模意味着资源的倾斜。我们认为地产公司的三大核心资源为土地、人才和资金，在深度报告《有地才有未来》中，我们充分论述了土地规模对地产公司的重要性。对于融创来说，截止2018年底，公司的合约销售达到4650亿元，连续两年位列位列第4，从2012-2018年的年复合增速达到53%。公司从2016年开始销售规模实现跃升，抓住了最后的扩张窗口期。

图 11、历年合约销售



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

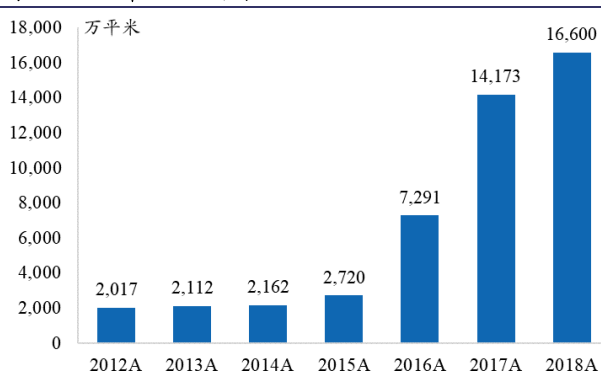
图 12、公司历年销售排名



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

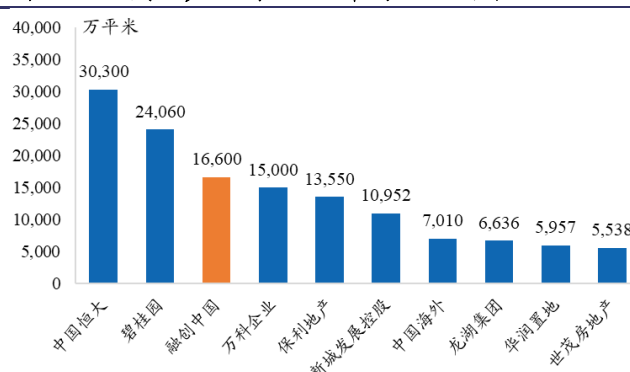
截止2018年底，融创的土地储备达到1.66亿平方米，在行业内位居前列，足够公司多年发展。融创在行业高速发展期已经完成了对规模的初始积累，后来者想再超越已经很难。行业的格局非常稳固，集中度的提升已经是行业发展的大趋势。

图 13、历年土地储备



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、主要地产公司 2018 年的土地储备

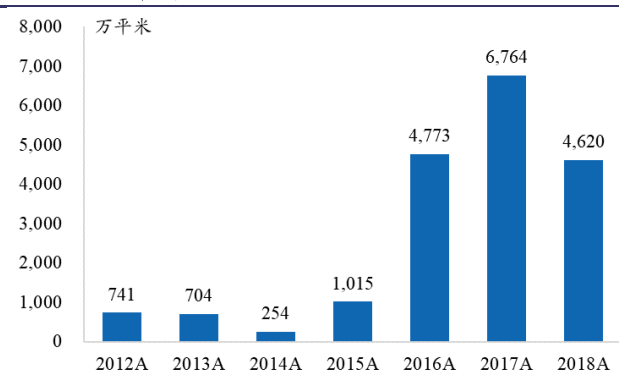


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司的土储扩张路径来看，公司从2016年迅速扩张，公司也是从这一年开始走出传统的“京津沪渝杭”，向全国范围内主要二线城市扩张。公司规模的扩张伴随着杠杆的提升。从公司的发展策略来看，选择高周转是必然，坚持高杠杆则是基于对行业大势的判断，抓住了2015/2016年信贷宽松的窗口期，以及广大二线城市土地市场崛起之前储备了充足土地。

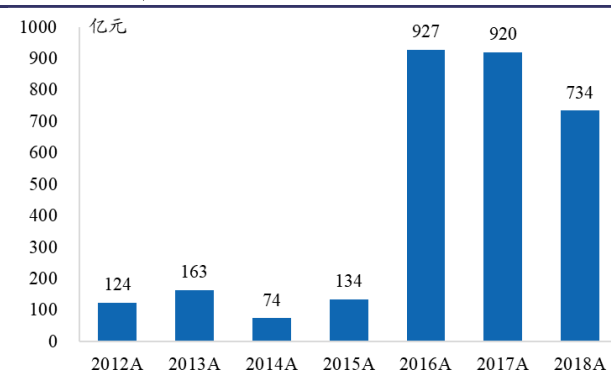
公司自 2015 年下半年加速扩充土储，2016-2018 年分别增加 4773/6764/4620 万平方米土地储备，融创应付土地款分别为 927/920/734 亿元。

图 15、历年新增土储面积



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

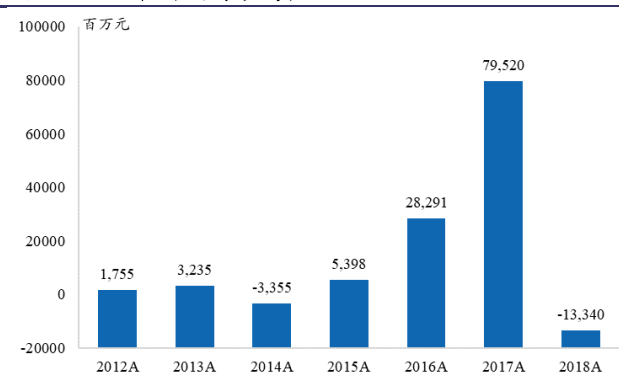
图 16、历年应付土地款



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

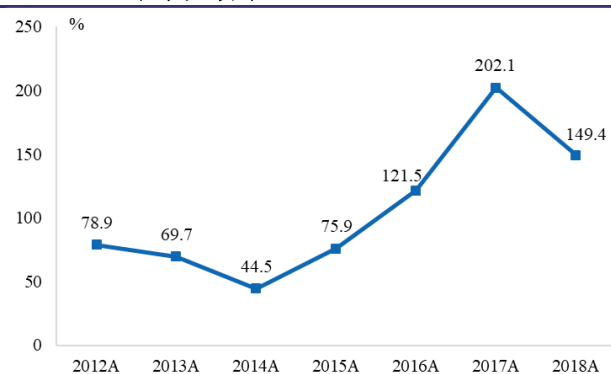
从杠杆角度，公司 2015-2017 年新增的负债分别为 54 亿元、283 亿元和 795 亿元，净负债率由 2014 年的 44.5% 升至 2017 年 202.1%，2018 年降至 149.4%。

图 17、历年新增净负债



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、历年净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

融创在 2012-2014 年深耕核心的 9 个城市，从 2015 年开始向重点二线及三线城市扩张，到 2018 年，已经进入全国 100 多个城市，覆盖了中国主要的城市群，一、二线、强三线及部分四线城市。

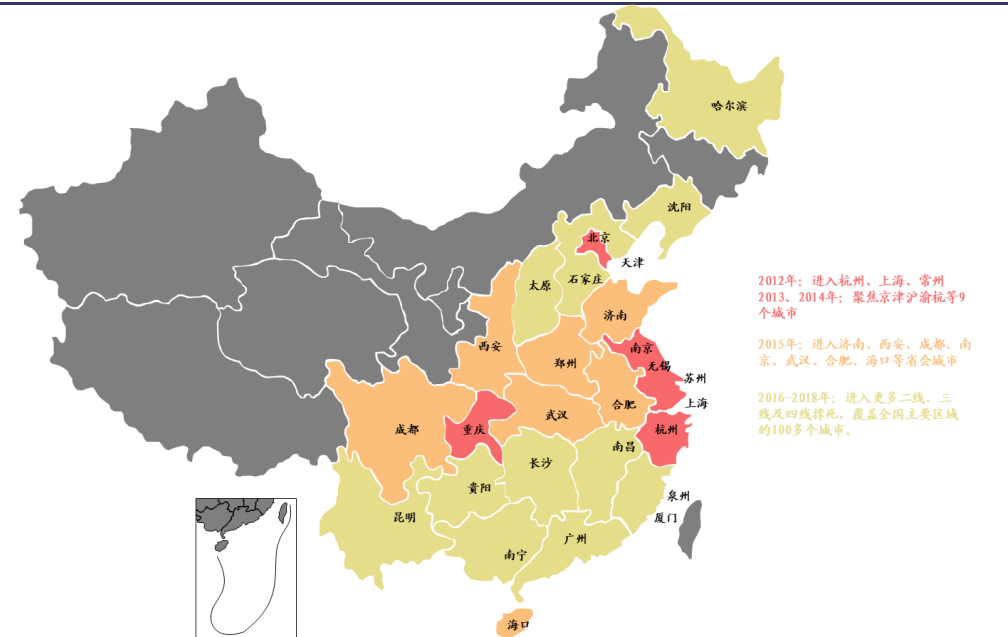
表 2、城市扩张历程

年份	新进入城市	总城市
2011A	天津、北京、重庆、苏州、无锡、宜兴	6
2012A	进入杭州、上海、常州	9
2013A	聚焦京津沪渝杭	9
2014A	聚焦京津沪渝杭	9
2015A	进入济南、西安、成都、南京、武汉、合肥、海口等省会城市	16
2016A	成功进入了深圳、广州、佛山、东莞、郑州、厦门、青岛、南宁、昆明等大城市	44
2017A	进入更多强三线城市	70
2018A	继续向更多城市扩张	102

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在城市布局过程中，优选核心区域的核心城市，基本遵循了从一线到二线再到三线的布局过程。截止 2018 年，公司已经基本实现了主要城市的布局。

图 19、区域布局图

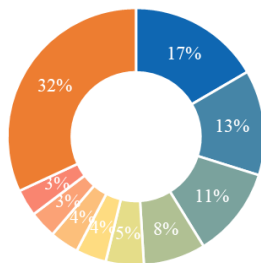


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从 2016 年开始，公司继续快马加鞭的在全国范围内布局，全年获取土地储备 4773 万平方米，权益土地储备 3332 万平方米，权益土地款达到 1198 亿元。成功进入了深圳、广州、佛山、东莞、郑州、厦门、青岛、南宁、昆明等新城市。主要买地的城市包括天津、杭州、上海、苏州、佛山及成都等城市。截止 2016 年底，公司总土地储备达到 7291 万平方米。

2017 年，公司与万达达成收购协议，获取了万达住宅类项目，全年总计新获取土地储备 6764 万平方米，权益土地储备达到 5253 万平方米。主要买地的城市包括青岛、天津、济南、重庆、广州和南昌等。进入了更多的强三线及四线城市。截止 2017 年底，公司总土地储备达到 1.4 亿平方米，区域和城市覆盖更完善。

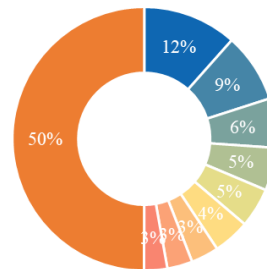
图 20、2016 年土地款城市分布



■ 天津 ■ 杭州 ■ 上海 ■ 苏州 ■ 佛山 ■ 成都 ■ 南京 ■ 青岛 ■ 宁波 ■ 其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2017 年土地款城市分布



■ 青岛 ■ 天津 ■ 济南 ■ 重庆 ■ 广州 ■ 南昌 ■ 成都 ■ 嘉兴 ■ 扬州 ■ 其他

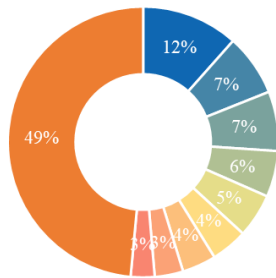
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年，受制于整体“去杠杆”的金融环境，公司本身较高的杠杆，以及公司已经非常充足的土储，公司在拿地上比较审慎，更注重土地的质量，主要聚焦于二

线城市，全年共获取 4620 万平方米土地储备，权益土储达到 2594 万平方米，主要拿地城市包括苏州、杭州、济南、青岛、郑州等二线城市，进入城市更多，城市布局更完善。

从城市能级来看，融创中国主要聚焦于一线城市，重点二线城市。尤其是 2012-2016，新增土地均位于一线及二线城市。从 2016 年开始，公司开始全国范围内布局，加大了强三线以及四线城市的土地获取，但仍然有超过 70% 的土储位于一二线城市。

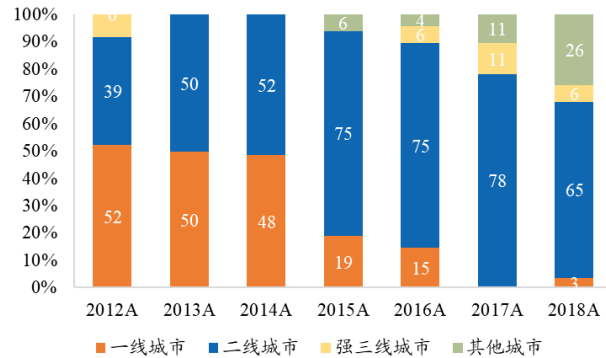
图 22、2018 年土地款城市分布



■ 苏州 ■ 杭州 ■ 济南 ■ 青岛 ■ 郑州 ■ 宁波 ■ 金华 ■ 上海 ■ 无锡 ■ 其他

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

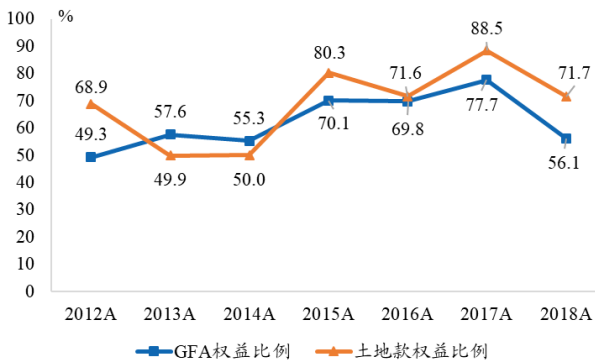
图 23、历年拿地城市能级



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

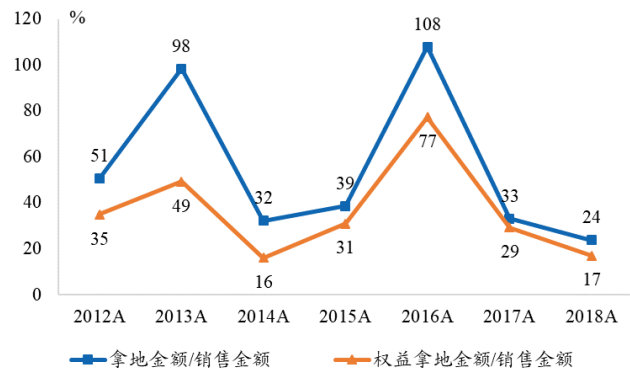
我们既看一个公司的规模，更要关注这个公司规模的质量。1) 公司土储的权益占比够不够高决定了这个公司实际的规模体量，融创的历年新增土地款权益约为 70%，权益占比较高，公司对项目的管控能力更强。截止 2018 年，公司总土地储备 1.66 亿平米，权益土地储备 1.13 亿平米，权益占比达到 68%，可售货值非常充足，对公司销售规模的大幅提升有强力支撑。房企在扩规模的阶段，会在权益和杠杆间权衡，当土地价格不高的时候会提升权益并加大拿地力度，当土地市场比较火爆的时候会增加合作的力度，共担风险，融创在 2015/2016 年二线城市地价还没完全反应的时候加大拿地力度，2016 年拿地金额是销售金额的 108%，迅速的提升了杠杆，确保了优质的土地储备。

图 24、历年新增土储权益占比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

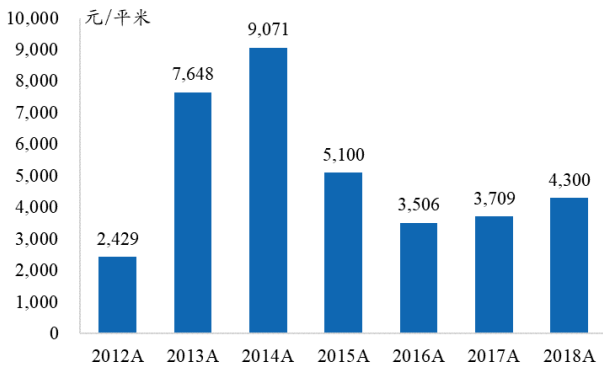
图 25、历年拿地力度



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

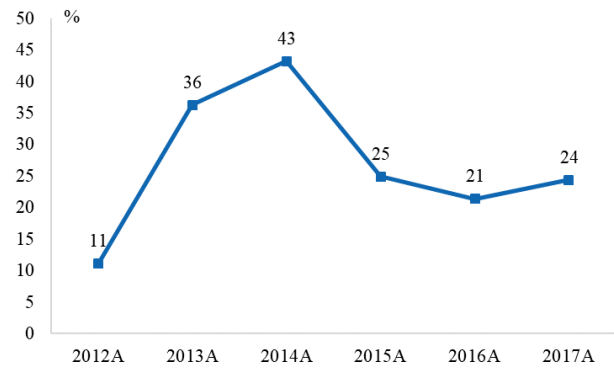
2) 成本控制能力，如果不计成本的获取土储，那对于公司价值也不会提升。融创在扩张土储的同时，成本的控制也做的很好，2016-2018 全国布局阶段，平均获取土储的成本分别为 3506 元每平米，3709 元每平米和 4300 元每平米，占销售均价的比例在 21-24%，有效的确保了公司利润空间。

图 26、历年平均拿地成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

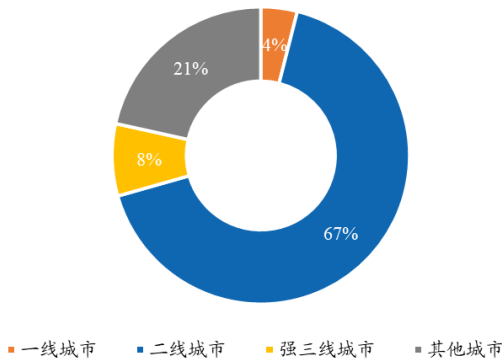
图 27、新增土储成本/下一年销售均价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

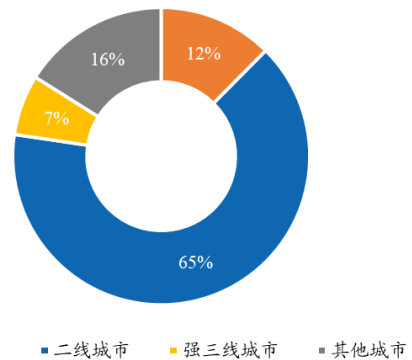
3) 土储所在的区域和城市分布。融创的土储按面积 4%位于一线城市，67%位于二线城市，8%位于强三线城市，合计达到 79%，按货值计算，这一占比达到 84%。良好的区域布局有利于公司的高周转高去化。

图 28、土储按城市能级划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、货值按城市能级划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，融创中国通过高杠杆高周转的模式迅速的把规模做到行业前列，对于融创来说，高杠杆是企业经营的结果，高杠杆的风险需要高周转模式来化解。同时，公司构建了优质的土储储备，体现在区域分布合理，超过 70%位于一、二线城市，严控土地成本，留下充足利润空间。

### 3、高端精品战略，区域聚焦

公司坚持高端精品战略，达到差异化竞争。高端精品的含义为聚焦核心区域和城市，获取优质地块，打造高端产品，形成良好的产品口碑，再进一步支持公司的区域聚焦。当公司开始全国范围内布局时，已经拥有了丰富的产品类型，超强的产品力，很高的市场知名度和品牌美誉度。

经过多年探索和打磨，公司拥有了丰富的产品线，形成了 6 大产品系列，分别为“壹号院系”、“桃花源系”、“城市府系”、“九府系”、“桃源系”和“宜和系”。

表 3、公司的产品系列

系列	类型	产品定位	代表作
壹号院系	高档社区小高层	融创 TOP 级产品系，代表一座城市的居住标准、独一无二的“城市封面”。	北京西山壹号院、上海滨江壹号院
桃花源系	独栋别墅	融创 TOP 级产品系，全球中式别墅藏品大宅。产品以“东方瑰宝，世界桃源”为理念，并邀请非物质文化遗产传承人“香山帮”手工打造。	融创苏州桃花源、上海桃花源
城市府系	中高层	以传统文化的精华为根基，用现代的技术和手法，打造极具文化底蕴，并与现代城市生活相结合的住宅产品。	融创金成臻蓝府（杭州）、融创大同府（厦门）
九府系	城市资源稀缺性豪宅	新东方建筑风格产品系，秉持“与古为新”的创作理念，以新东方之“神”、“形”创造符合当下美好生活的人文居所。	融创九棠府
桃源系	独栋别墅	桃花源系的“小镇生活版”，一般位于离市中心有适当距离的山水风光间，是度假养生的理想居所。	融创海上桃源（南通启东）
宜和系	中式合院	现代中式产品系，以“传统精神 当代表达”为内核，融入具有国际化意识的审美潮流，强调人与城市、建筑、园林的和谐生长共处，引领时代的空间、形式、材料、工艺，构筑新时代中国人居范本。	杭州融创宜和园

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司经典项目：**北京西山壹号院**。以其独有的大院文化规划理念，莱姆石立面将军楼精工建筑，获得市场追捧。该项目虽然于市场环境很差的 2011 年下半年入市，但仍成为当年北京销售金额前三的项目。并在当年获得多项大奖。

图 30、北京西山壹号院的区位



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、北京西山壹号院实景



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**上海桃花源：**位于上海南滨江新浦江城，汇集天下精粹，以中式古典园林为借鉴，咫尺之内造乾坤。取法古建礼制，采用“香山帮”非遗技艺，打造藏品级中式园林大宅，微缩五千年文明、建筑、历史、礼仪、国学、技艺等诸多文化精粹于一园，以时代经典重塑中国文化自信。

图 32、上海桃花源区位



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、上海桃花源实景



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

北京和上海是公司重点深耕的两个城市，截止目前公司累计在北京和上海分别有 12 和 17 个项目，为两个城市留下很多经典的产品，在两个城市的高端品牌形象非常深入。截止 2018 年公司上海和北京的土地储备分别达到 363 和 55 万平米，货值非常充足。公司在上海的年销售额超过 200 亿元。进入 2019 年，公司亿 125.53 亿元从泛海控股收购了北京泛海国际项目 1 号地块和上海董家渡项目，继续增持北京和上海的优质稀缺地块。

**合肥政务壹号院：**是融创进入合肥的第一个项目。公司遵循“高端精品”战略，于 2015 年 12 月 30 日，以总价 24.26 亿元拍下合肥政务区地块，该项目位于合肥政务区的稀缺地块，楼面地价为 17099 元每平方米，成为当时合肥的单价地王。但公司给合肥带来了壹号院产品，成为合肥豪宅的标杆，最终销售均价达到 4 万元每平方米，也使公司的品牌在合肥打响。随后公司继续在合肥加大拿地力度，并在 2017 年收购万达后获取合肥万达文旅城等项目。截止 2018 年，公司在合肥的销售金额达到 100-200 亿量级。

图 34、合肥政务壹号院区位



资料来源：网络资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、合肥政务壹号院实景



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

**融创在青岛：**公司 2016 年以项目并购的形式进入青岛，到 2018 年 2 年多的时间，在青岛已经取得 307 亿的销售，达到当地的第一名，并领先第二名 100 亿。

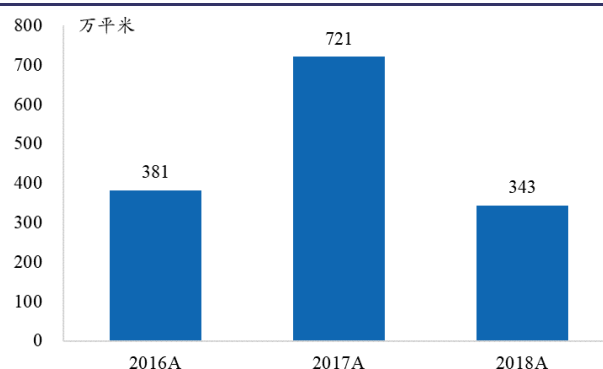
公司 2016 年在青岛获取 4 个项目 (3 个并购和 1 个招拍挂), 总 GFA 为 381W 平米。2017 年再以并购的形式获取 7 个项目, 总 GFA 达到 720W 平米, 通过收购万达项目, 获取了东方影都等项目。2018 年, 公司继续深耕青岛, 由于对城市的熟悉, 以及公司做出了自己的口碑, 拿地方式更趋多样化, 除了并购、招拍挂, 还增加了一二级联动的项目, 一共获取 6 个项目, 总 GFA 达到 340W 平米。截止到 2018 年底, 公司在青岛的土地储备达到 1313 万平米, 布局了各种产品类型, 包括住宅、别墅、文旅、小镇等。

图 36、公司在青岛的布局



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、公司历年在青岛的获取土储



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司的销售执行力是公司的核心竞争力之一, 主要高管均为销售出身, 有非常进取的营销文化。因此在公司进入并深耕的城市, 都能做到前列的销售排名。就单个城市而言, 公司充分发挥规模效应, 提升单城市销售规模, 例如重庆和青岛, 都是单城市销售金额超过 300 亿, 另有上海、杭州、天津等 5 个城市销售金额在 200-300 亿元之间, 在北京、成都、西安等 9 个城市销售金额在 100-200 亿元之间。

表 4、公司的城市排名

排名	城市
TOP1	重庆、青岛 (销售额超过 300 亿元); 上海、天津、济南 (销售额介于 200-300 亿之间); 石家庄、无锡、哈尔滨等 9 个城市
TOP2-5	杭州、郑州 (销售额介于 200-300 亿之间); 西安、合肥、太原 (销售额介于 100-200 亿之间) 等 16 个城市
TOP6-10	武汉、成都、苏州、宁波、沈阳、南宁、佛山等 12 个城市

资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

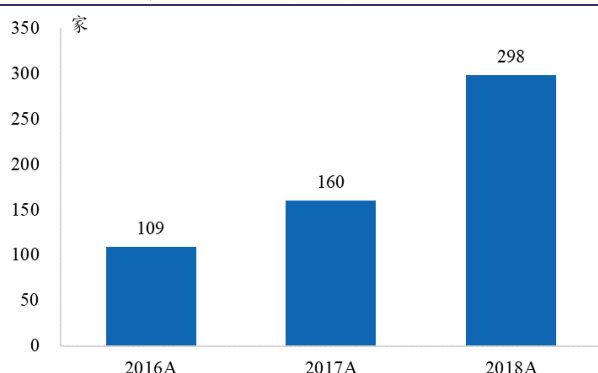
因此, 公司采取**高端精品战略**, 既做到了产品力的聚焦, 又做到了区域的聚焦。在产品定位上偏向中高端改善型, 在重点城市的核心区域打造**高端精品**, 形成市场口碑; 在区域聚焦上, 选择对的城市, 充分挖掘该城市的潜力, 做大做强, 再向周边延伸, 进一步加强区域的深耕。



#### 4、招拍挂收并购，多重发力

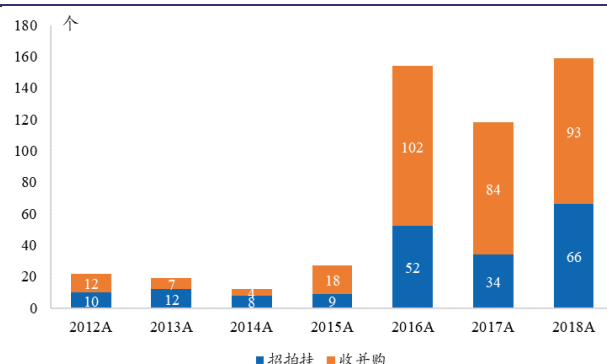
土地是房地产公司最重要的资源，过去行业高速增长阶段，招拍挂是市场获取土地的主要方式。随着行业的发展进入平稳期，招拍挂市场的竞争越来越激烈，而通过其他方式获取土地比如收并购、一二级联动，成为龙头房企的努力方向。融创的高端精品战略使公司更关注重点城市的优质稀缺土地。公司既敢于在招拍挂市场下注，又在收并购市场积累丰富经验和良好口碑，同时，由于公司较强的产品力，众多的大型房地产公司都有跟融创合作拿地的经历，从2016-2018年，公司的合作公司数量分别达到109家、160家和298家。

图 38、融创中国历年合作伙伴



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

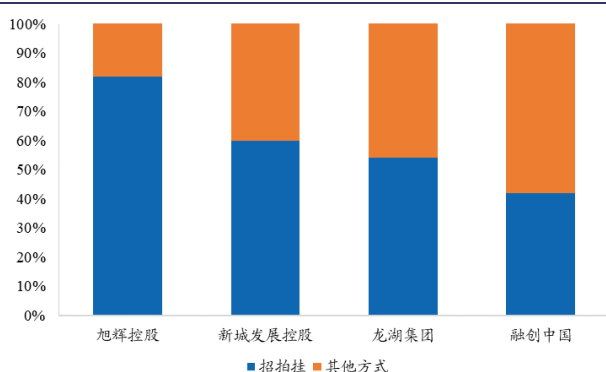
图 39、公司的土地获取方式



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

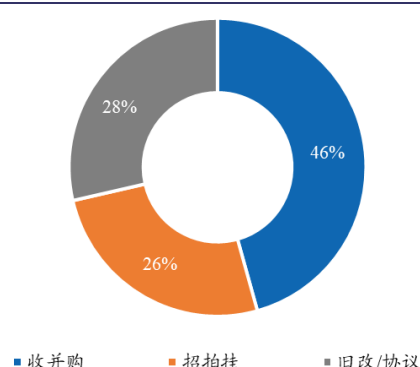
从公司历年拿地数据来看，公司2018年一共获取159个项目，其中66个项目通过招拍挂获取，其余是通过收并购、一二级联动等方式获取。在与行业主要公司拿地方式对比可以看出，融创的拿地方式更多元化。在公司总的土地储备中，有46%来自并购，26%来自公开市场招拍挂，还有28%是处于旧改等协议状况的土地，在未来会逐渐转成公司的土地储备。

图 40、主要房企拿地方式对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、公司的土地获取方式



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

要做好并购，需要并购公司有专业的评估能力、快速的决策能力和丰富的整合能力，而这三点都是融创所具备的。融创的收并购，大部分为房地产行业的公司和项目，比如绿城中国、佳兆业、融科智地、万达文旅城等，还有一部分围绕房地产业务多元化，比如乐视、链家网等。

**● 并购绿城中国：功败垂成，但仍收获良多**

公司同绿城中国的合作最早始于 2012 年，首先是当年 1 月份在无锡合作了一个项目，然后在 6 月份的时候以上海和苏南等地的 9 个项目为基础，成立融绿平台，公司以 33.6 亿元获取融绿平台的 50% 权益。融绿平台大大加强了公司在以上海为中心的长三角重点城市的布局。

2014 年 5 月，融创公告以 62.98 亿元收购绿城 24% 股份，收购完成后融创将成为绿城中国的并列第一大股东，但到 10 月份该交易取消。虽然此次并购并没有成功，但融创由于和绿城的合作，对其产品力有很大提升，同时给公司在并购市场带来好的口碑。

**● 入股乐视网：并购的失败案例，但由此也开创了公司的四大战略板块之一“融创文化”。**

2017 年 1 月，融创中国以 150 亿元代价收购乐视网 8.61% 股权、乐视影业 15.0% 股权及乐视致新 33.5% 股权。这次投资是融创基于未来 10 年的维度对公司业务多元化做的一次探索。

本次对于乐视相关的投资公司计提了 165.5 亿元的损失结束，其中包括 21 亿元坏账损失，99.8 亿元减值拨备，44.8 亿元投资损失。

2018 年 9 月，公司继续增持乐视影业和乐视致新，再加上从万达收购过来的东方影都，在此基础上打造了四大战略板块之一“融创文化”。

**● 收购万达文旅资产包：整合协同的成功案例，既给公司补充了大量的土地储备，也成为公司四大业务板块之一“融创文旅”的发展基础。**

2017 年 7 月，公司与万达集团达成协议，公司以总代价 438.4 亿元收购万达旗下 13 个文旅城项目 91% 的权益。随后于 2018 年，公司将万达文化管理公司全资收购，完成文旅产业的布局。公司结合 8 大核心区域，形成了一二线核心城市及国内旅游目的地的优质布局。

通过此次并购，公司获取了近 6000 万平米的土地储备，其中有近 1000 万平米为商业物业，这正补充了融创的短板，即在此之前，公司的主要业务为高周转的物业开发。虽然这些商业以文旅城为主，运营周期会比写字楼或商场更长，但融创的文旅城已经站在一个很高的起点，并且是全产业链布局，这块贡献的经常性收入将会成为公司未来的一大看点。

**全产业链布局：**目前公司在主要的二线城市布局了 10 座文旅城，4 个旅游度假区，9 个文旅小镇，39 个乐园，24 个商业项目，以及配套的 70 家星级酒店。目前已经开业的项目包括融创西双版纳旅游度假区、合肥、南昌、哈尔滨以及广州和无锡的文旅城，青岛的东方影都。

**多元业态共建：**公司的文旅城内，将会实现多元业态的共建，实现一站式的综合旅游目的地，主要业态包括融创乐园、融创茂、酒店、雪世界、海世界、水世界、电影世界、秀场等。

**协同地产提升板块价值：**随着文旅城的开业，周边土地的商业价值将会提升，地产板块将直接受益。

表 5、融创主要文旅项目

NO.	项目	特色	开业时间
1	融创西双版纳旅游度假区	自治州首府景洪市，区域国际合作经济区计划的中心城市，国内热门旅游目的地	2015 年
2	合肥融创文旅城	滨湖新区，合肥金融上午、行政办公中心，省级休闲旅游和综合居住基地，项目位于巢湖之滨	2016 年
3	南昌融创文旅城	南昌红谷滩新区，集金融、商业、行政、文化为一体的新型城市中心区	2016 年
4	哈尔滨融创文旅城	哈尔滨松北区，国家级生态城区，项目位于松北区核心商区	2017 年
5	青岛东方影都	西海岸新区，国务院批准的第 9 个国家级新区，经济总量位列新区第三	2018 年
6	广州融创文旅城	广州花都区 CBD 中轴线，粤港澳大湾区核心位置，项目紧邻空港经济区	2019 年
7	无锡融创文旅城	无锡滨湖区，项目位于太湖区域半小时旅游圈最佳地理位置	2019 年
8	昆明融创文旅城	昆明主城区，世界春城、滇中城市群核心圈，项目位于滇池湖畔	2019 年
9	重庆融创文旅城	重庆西部新城沙坪坝区，首批全国文化旅游胜地，项目紧邻重庆大学城	2020 年
10	成都融创文旅城	成都都江堰市，国家首批优秀旅游城市和少有的“三遗”城市	2020 年
11	融创桂林旅游度假区	桂林雁山区，国务院批复的“国际旅游胜地”，国家对外开放的重要旅游接待城市	2020 年
12	济南融创文旅城	济南历下区，紧邻省级政务中心，济南未来发展核心区域	2021 年

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，融创拥有多元的土地获取方式，尤其在并购市场，形象口碑好，决策速度快效率高。在招拍挂市场竞争激烈的今天，公司土储补充渠道更丰富，且成本可控。随着文旅城等项目投入运营，公司将以此获得更多拿地机会，并提升整个项目的土地价值，与地产板块联动。

## 5、业绩快速提升，财务改善

由于房地产公司业绩结算的滞后性，公司近几年来业绩快速提升，2018年营业收入为1247亿元，同比增长89.4%，连续第二年营收增速超过80%。净利润为166亿元，同比增长50.6%，增速远高于行业平均水平。

图 42、公司的营业收入及增速

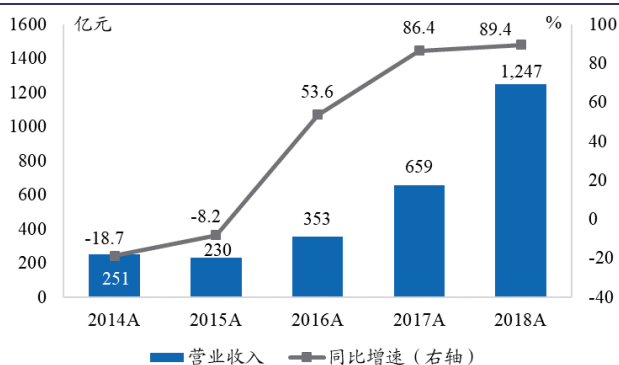
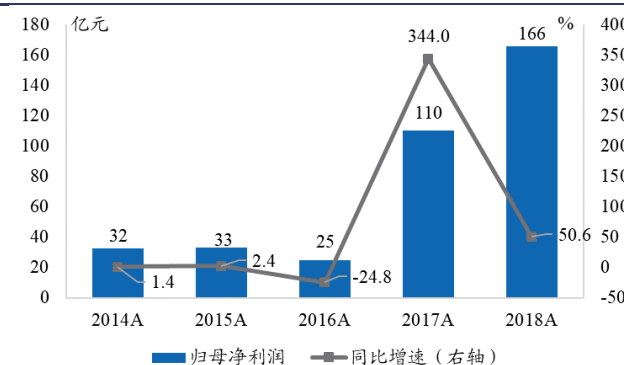


图 43、公司的净利润及增速



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

公司在高速扩张期，更注重规模的扩大和利润绝对值的提升，毛利率一般低于行业平均数水平，但近年来，公司的毛利率也大幅改善，截止2018年底，公司毛利率为25%，较往年大幅提升。公司的净利率波动较大，2018年为13.3%。

公司保持稳定的派息，2018年每股派息为0.827元，同比增长65.1%，派息率为净利润的22%。公司的派息率低于行业平均水平，随着公司规模稳定，杠杆下降，派息率有望提升。

图 44、公司的毛利率和净利率

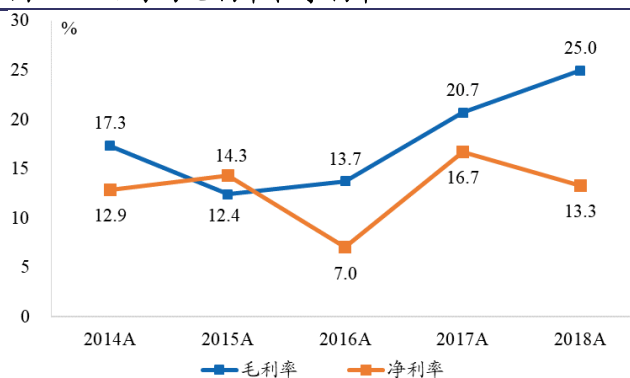
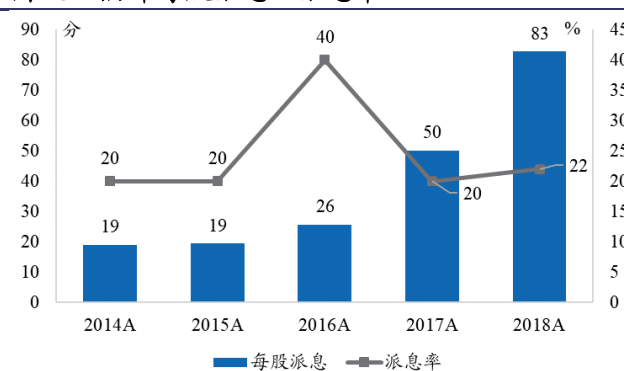


图 45、历年每股派息及派息率



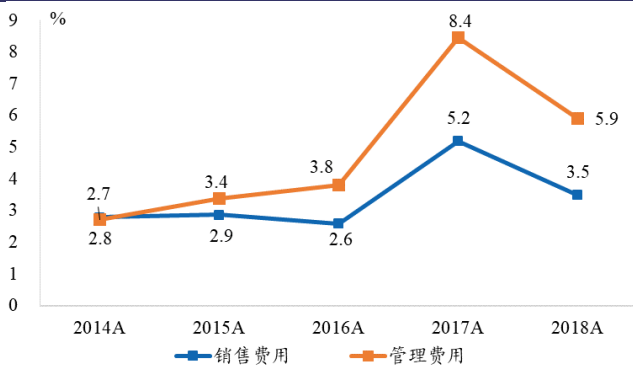
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

随着规模扩张进入平稳期，公司的费用率回到合理范围，2018年销售费用率和管理费用率分别为3.5%和5.9%，较上年分别下降1.7和2.5个百分点。

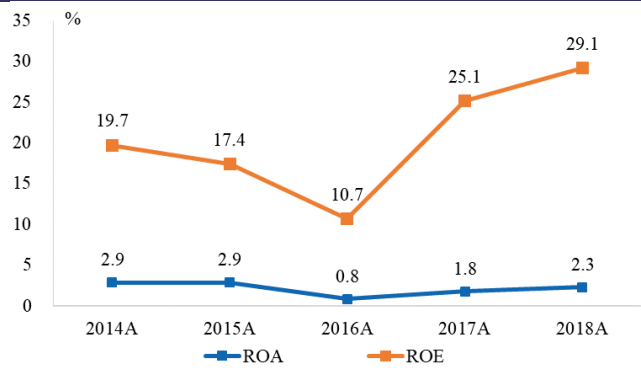
公司的ROE和ROA逐年上升，2018年公司的ROE和ROA分别为29.1%和2.3%，较上年分别提升4和0.5个百分点。

图 46、公司的销售费用和管理费用



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

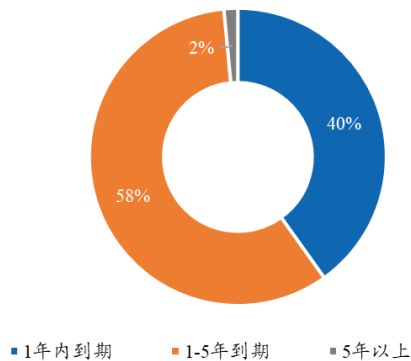
图 47、公司的 ROA 和 ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

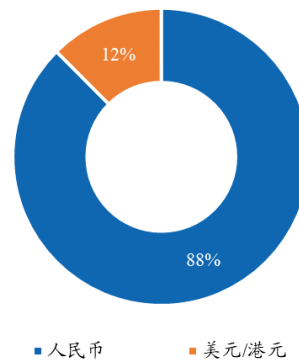
截止 2018 年底，公司总计有息负债 2294 亿元，按到期期限来看，40%是 1 年内到期，总额 921 亿元，58%是在 1-5 年内到期，总额 1339 亿元，其余 2%为 5 年后到期。公司的短期负债占比仍然略多，但截止 2018 年，公司账上现金 1202 亿元，财务风险可控。从有息负债的货币类型来看，公司有 88%的有息负债是人民币负债，12%为美元/港元/欧元，受到外汇波动影响较小。

图 48、有息负债期限划分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、有息负债货币类型



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司拥有通畅的融资渠道，包括银行贷款、国内公司债、私募债、境外美元债等。公司抓住 2015 年国内放开地产公司发债机会，发行了低成本公司债，大大降低了公司平均融资成本。公司的融资成本和整体流动性关联度比较大，2018 年公司再融资成本偏高，但到 2019 年再融资成本持续下行。

表 6、公司部分发行债券情况

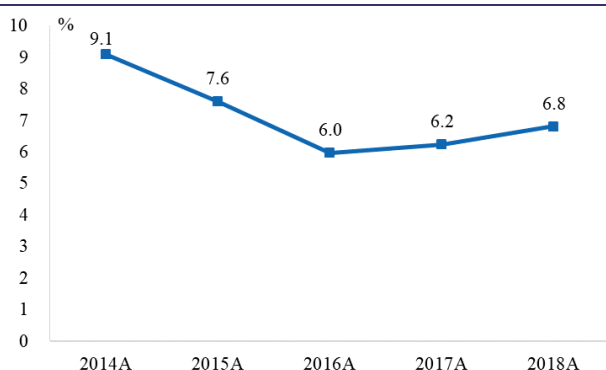
时间	类型	利率 (%)	金额 (亿美元)	到期
2019-6-12	优先票据	7.250	6.0	2022
2019-4-9	优先票据	7.950	7.5	2023
2019-2-13	优先票据	7.875	8.0	2022
2019-1-11	优先票据	8.375	6.0	2021
2018-11-29	优先票据	8.625	3.5	2020
2018-7-24	优先票据	8.625	4.0	2020
2018-4-16	优先票据	7.350	6.5	2021
2018-4-16	优先票据	8.350	4.5	2023

2017-8-2	优先票据	6.875	4.0	2020
2017-8-2	优先票据	7.950	6.0	2022
2016-8-12	公司债	3.440	12 亿 RMB	2021
2016-8-12	公司债	4.000	28 亿 RMB	2023
2015-9-1	公司债	4.480	10 亿 RMB	2020
2015-8-15	公司债	5.700	25 亿 RMB	2020
2015-8-15	公司债	4.500	25 亿 RMB	2020

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

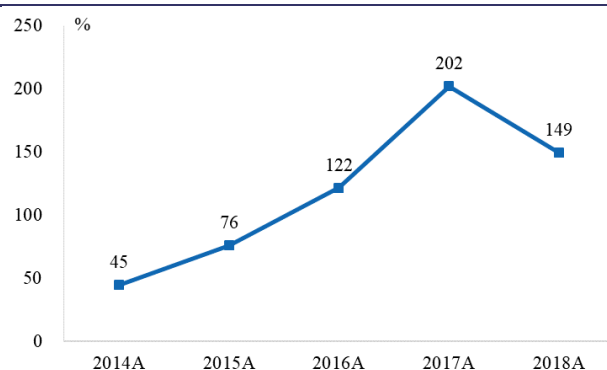
截止 2018 年底，公司的平均融资成本为 6.8%，比 2017 年略高，我们预计 2019 年公司的平均融资成本将继续提升，但幅度有限。公司的杠杆较高，2018 年的净负债率高达 149%，在当前限制地产行业新增融资的环境下，公司受到的影响并不大，政策并没有限制再融资，公司目前负债规模已经很大，并且进入降杠杆的阶段，对新增负债的要求并不高。

图 50、公司的平均融资成本



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

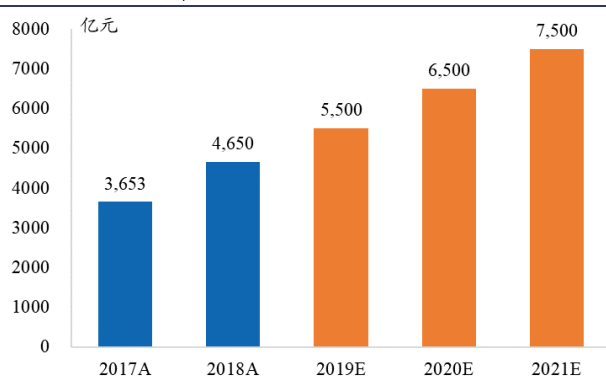
图 51、公司的净负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

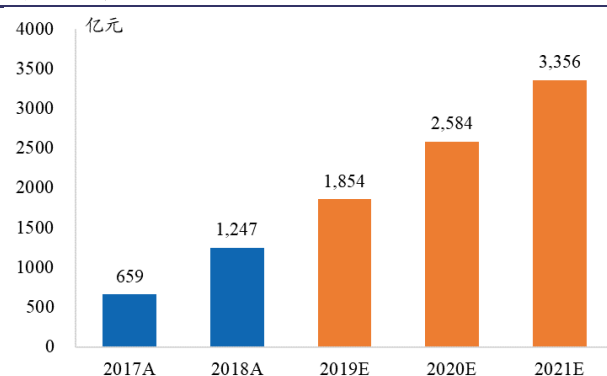
公司的可售货值充足，我们预计公司未来合约销售仍然保持 20% 左右的增长，到 2021 年达到 7500 亿左右销售规模。公司的结算进度也会加大，预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 1854 亿元，2584 亿元和 3356 亿元。

图 52、合约销售预测



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、营业收入预测

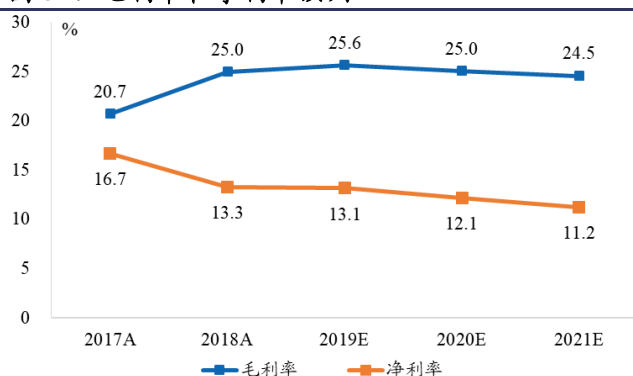


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计公司的利润率将保持平稳，2019-2021 年的额毛利率分别为 25.6%，25.0% 和 24.5%，净利率将略有下降，2019-2021 年净利率分别为 13.1%，12.1% 和 11.2%。公司的净负债率将随着规模扩张放缓而逐年下降，预计 2019-2021 年的净负债率

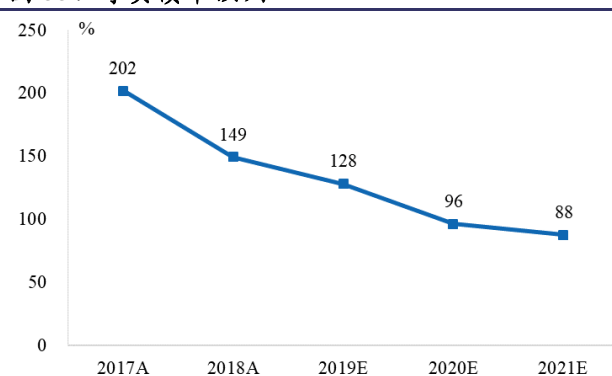
分别为 128%，96%和 88%。

图 54、毛利率和净利率预测



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、净负债率预测



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

下表为我们对公司主要经营指标的预测。

表 7、盈利预测

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
物业开发(百万元)	117,714	176,571	247,200	321,360
文旅城运营(百万元)	2,028	2,839	3,975	5,565
其他(百万元)	5,003	6,004	7,205	8,646
毛利润(百万元)	31,791	47,540	64,719	82,347
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(%)	25.5	25.6	25.0	24.5
销售费用率(%)	3.5	3.4	3.3	3.2
管理费用率(%)	5.9	5.8	5.7	5.6
净利率(%)	13.3	13.1	12.1	11.2
每股收益(元)	3.79	5.48	7.06	8.48
每股股息(元)	0.83	1.10	1.41	1.70

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、估值与评级

我们用绝对估值法（NAV 折让）及相对估值法来对公司进行估值。WACC 折现率的计算方法为：市场的无风险利率为 2.0%，市场组合的风险溢价为 10%，历年数据参考得 Beta 值为 1.2。债务成本方面，公司财务成本为 6.8%，税率为 25%，公司债务占 90%，权益占比 10%，因此计算得出 WACC 值为 5.99%。

**表 8、WACC 计算**

WACC	
无风险利率	2.000%
市场风险溢价	10.0%
Beta	1.2
股权成本	14.0%
债务成本	6.5%
税率	25.0%
税后债务成本	4.9%
债务/总资本	90.0%
权益/总资本	10.0%
WACC	5.99%

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

我们计算出公司 NAV 为 70 港元，目前股价 32.80 港元，相对于 NAV 折让 53%。

**表 9、NAV 计算**

类型	百万人民币	百万港币	每股（港元）	占比
开发物业	342,192	388,854	88.85	90%
投资物业	36,133	41,061	9.38	10%
总资产	378,325	429,915	98.23	
减去：				
净负债	109,211	124,103	28.36	
净资产	269,114	305,811	69.88	
总股数（百万股）	4,376			
每股 NAV（元/港元）	61.49	70.00		
当前股价（港元）		32.80		
折让		53%		

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

基于前文的分析，我们认为融创中国进入了稳定开发规模，降低财务杠杆，释放经营利润的阶段，行业竞争力非常突出，包括公司的品牌、产品力、拿地能力以及融资能力，都是行业顶级水平。我们首次评级覆盖公司给予“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 49% 的上升空间。



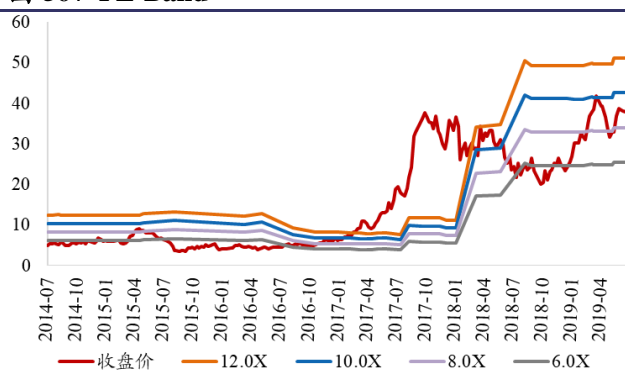
表 10、行业估值表 (截止 20190808)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A		
1918.HK	融创中国	32.80	1457	3.79	5.48	7.06	7.5	5.3	4.1	2.2	2.9	33
0081.HK	中海宏洋	3.65	125	0.73	0.95	1.23	4.3	3.3	2.6	0.6	3.9	15
0123.HK	越秀地产	1.68	260	0.22	0.22	0.27	6.6	6.6	5.4	0.7	5.5	8
0337.HK	绿地香港	2.74	76	0.61	0.73	0.88	3.9	3.2	2.7	0.6	7.3	16
0604.HK	深圳控股	2.59	219	0.42	0.43	0.47	5.3	5.3	4.8	0.5	6.9	8
0688.HK	中国海外发展	25.40	2783	4.10	4.46	5.13	5.4	4.9	4.3	1.0	3.5	16
0813.HK	世茂房地产	20.65	682	2.65	3.52	4.29	6.7	5.1	4.2	1.0	5.8	15
0817.HK	中国金茂	4.71	554	0.44	0.58	0.75	9.2	7.0	5.4	1.3	4.7	15
0884.HK	旭辉控股	4.53	357	0.70	0.89	1.09	5.6	4.4	3.6	1.2	6.6	23
0960.HK	龙湖集团	26.75	1594	2.20	2.79	3.49	10.5	8.3	6.6	1.7	4.2	21
1030.HK	新城发展控股	6.24	368	0.96	1.32	1.72	5.6	4.1	3.1	1.7	6.7	42
1109.HK	华润置地	31.10	2156	2.80	3.50	4.00	9.6	7.7	6.7	1.4	4.0	18
1233.HK	时代中国	13.40	260	2.40	2.64	3.42	4.8	4.4	3.4	1.3	5.9	27
1238.HK	宝龙地产	4.57	183	0.65	0.79	0.98	6.1	5.0	4.0	0.6	6.6	11
1628.HK	禹洲地产	3.25	164	0.78	0.85	1.05	3.6	3.3	2.7	0.7	9.7	20
1777.HK	花样年控股	1.21	70	0.13	0.19	0.24	8.3	5.5	4.3	0.5	3.3	6
1813.HK	合景泰富	6.30	200	1.28	1.62	1.98	4.3	3.4	2.8	0.6	10.1	14
1908.HK	建发国际	8.00	73	1.93	1.79	2.34	3.6	3.9	3.0	1.0	15.0	33
1966.HK	中骏集团	3.80	157	0.57	0.71	0.89	5.8	4.6	3.7	0.9	5.5	24
2007.HK	碧桂园	9.85	2134	1.61	1.99	2.24	5.3	4.3	3.8	1.5	5.7	32
2777.HK	富力地产	12.86	414	2.60	4.16	5.36	4.3	2.7	2.1	0.5	10.9	13
3301.HK	融信中国	9.74	168	1.56	2.37	3.12	5.4	3.6	2.7	1.0	3.7	19
3377.HK	远洋集团	2.88	219	0.47	0.63	0.72	5.3	4.0	3.4	0.4	7.4	7
3380.HK	龙光地产	10.50	576	1.28	1.83	2.28	7.1	5.0	4.0	1.7	7.1	32
3383.HK	雅居乐集团	9.48	371	1.84	1.98	2.23	4.5	4.1	3.7	0.8	10.5	18
3883.HK	中国奥园	9.66	260	0.90	1.60	2.29	9.3	5.2	3.6	1.9	4.3	22
3900.HK	绿城中国	5.95	129	0.18	1.23	1.34	28.6	4.2	3.8	0.4	4.5	4
	<b>平均</b>						<b>6.9</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>	<b>1.0</b>	<b>6.4</b>	<b>19</b>

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

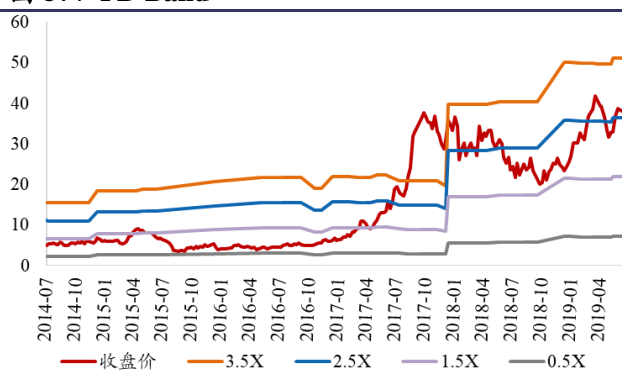
公司的 PE-Band 及 PB-Band, 目前均运行于历史平均水平。

图 56、PE-Band



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、PB-Band



资料来源: 公司资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>553,238</b>	<b>649,779</b>	<b>740,865</b>	<b>863,244</b>	<b>营业收入</b>	<b>124,746</b>	<b>185,415</b>	<b>258,380</b>	<b>335,570</b>
现金及现金等价物	120,198	112,214	119,180	104,656	营业成本	93,610	137,875	193,661	253,224
存货	339,265	430,874	496,580	617,634	销售费用	4,361	6,304	8,527	10,738
贸易及其他应收账款	75,691	88,607	107,022	122,870	管理费用	7,357	10,754	14,728	18,792
预付款	16,864	16,864	16,864	16,864	其它收益	11,848	11,848	11,848	11,848
其他流动资产	1,219	1,219	1,219	1,219	其他开支	5,472	1,854	2,067	2,685
<b>非流动资产</b>	<b>163,422</b>	<b>165,438</b>	<b>167,413</b>	<b>169,349</b>	<b>营业利润</b>	<b>25,796</b>	<b>40,475</b>	<b>51,246</b>	<b>61,980</b>
无形资产	16,021	16,021	16,021	16,021	应占合联营损益	4,956	4,000	5,000	5,000
物业、厂房及设备	49,224	51,240	53,215	55,151	财务成本	2,087	2,296	2,221	2,317
投资物业	16,196	16,196	16,196	16,196	<b>税前盈利</b>	<b>28,664</b>	<b>42,180</b>	<b>54,025</b>	<b>64,663</b>
投资权益	65,497	65,497	65,497	65,497	所得税	11,219	16,872	21,610	25,865
其他非流动资产	13,500	13,500	13,500	13,500	税后盈利	17,445	25,308	32,415	38,798
递延税项资产	2,985	2,985	2,985	2,985	永续资本工具	591	591	591	591
<b>资产总计</b>	<b>716,660</b>	<b>815,217</b>	<b>908,279</b>	<b>1,032,593</b>	少数股东损益	287	365	470	565
<b>流动负债</b>	<b>471,253</b>	<b>548,963</b>	<b>615,471</b>	<b>708,108</b>	归母净利润	16,567	24,351	31,354	37,642
短期有息借款	92,046	93,046	94,046	95,046	<b>EPS(元)</b>	<b>3.79</b>	<b>5.48</b>	<b>7.06</b>	<b>8.48</b>
应付账款	156,075	201,163	224,672	274,308	<b>主要财务比率</b>				
应付税项	23,754	23,754	23,754	23,754	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
合同负债	199,379	231,000	273,000	315,000	<b>成长性(%)</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>172,301</b>	<b>173,301</b>	<b>174,301</b>	<b>175,301</b>	营业收入	89.4	48.6	39.4	29.9
长期有息借款	137,364	138,364	139,364	140,364	毛利润	128.5	52.7	36.1	27.2
递延所得税负债	33,383	33,383	33,383	33,383	归母净利润	50.6	47.0	28.8	20.1
其他应付款	1,554	1,554	1,554	1,554	<b>盈利能力(%)</b>				
<b>负债合计</b>	<b>643,553</b>	<b>722,263</b>	<b>789,772</b>	<b>883,408</b>	毛利率	25.0	25.6	25.0	24.5
股本	378	378	378	378	归母净利率	13.3	13.1	12.1	11.2
储备及盈余	56,458	75,939	101,022	131,135	ROE	29.1	31.9	30.9	28.6
永久资本工具	5,527	5,527	5,527	5,527	<b>偿债能力</b>				
少数股东权益	10,744	11,109	11,579	12,144	净负债率(%)	149	128	96	88
<b>股东权益合计</b>	<b>73,107</b>	<b>92,953</b>	<b>118,506</b>	<b>149,184</b>	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2
<b>负债及权益合计</b>	<b>716,660</b>	<b>815,216</b>	<b>908,278</b>	<b>1,032,593</b>	速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>现金流量表</b>					<b>营运能力(次)</b>				
单位:百万元					资产周转率	17.4	22.7	28.4	32.5
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	应收帐款周转率	4.6	4.6	4.4	4.5
税前利润	28,664	42,180	54,025	64,663	<b>每股资料(元)</b>				
折旧和摊销	992	984	1,025	1,064	EPS	3.79	5.48	7.06	8.48
公允价值变动损益	(889)	0	0	0	每股净资产	12.90	17.18	22.83	29.61
财务费用	13,906	15,070	14,918	14,935	<b>估值比率(倍)</b>				
所得税开支	(11,195)	(16,872)	(21,610)	(25,865)	PE	7.6	5.3	4.1	3.4
营运资金的变动	30,126	(27,815)	(18,613)	(45,266)	PB	2.2	1.7	1.3	1.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>52,055</b>	<b>13,547</b>	<b>29,746</b>	<b>9,531</b>					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(34,079)</b>	<b>(3,000)</b>	<b>(3,000)</b>	<b>(3,000)</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>(10,427)</b>	<b>(18,531)</b>	<b>(19,780)</b>	<b>(21,055)</b>					
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					
<b>现金的期末余额</b>	<b>76,181</b>	<b>68,197</b>	<b>75,163</b>	<b>60,639</b>					

## 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.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.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、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、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、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、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美（控股）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、徽盟集团、日照裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、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、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、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。