

## 单月销售表现优异, 全年销售目标无碍

### 投资要点

- **事件:** 10月7日, 公司公布9月营运数据。
- **单月表现优异, 后期销售可期。** 公司9月份实现合同销售金额 533.5 亿元, 同比增长 24%, 环比增长 32%; 合同销售面积 353.2 万方, 同比增长 37%, 环比增长 25%。单月合同销售金额和销售面积均创下今年新高, 销售额今年首次突破 500 亿, 根据克尔瑞公布的销售排行榜, 公司9月销售额位居前三。根据公司往年销售分布情况, 公司在三季度末和四季度会开始逐步释放销量, 四季度销售可期。从单月增速来看, 下半年来销售增速逐月放缓。从销售单价来看, 9月合同销售均价为 15110 元/平, 同比减少 9%, 环比增长 6%。
- **累计销售增速可观, 全年销售目标无碍。** 公司今年 1-9 月累计销售金额 3190.7 亿元, 同比增长 56%, 累计实现合约销售面积 2084.5 万方, 同比增长 78%, 分别较上月下降了 9 个百分点和 12 个百分点。公司累计合约销售均价 15450 元/平, 同比减少 13%, 公司今年以来销售均价较去年有明显下降, 降幅在 10% 左右, 但从绝对值来看, 在 TOP10 房企中价格依然较高。公司 2018 年全年销售目标 4500 亿, 下半年可售货值 4912 亿, 只需完成 53% 的去化率即可达成全年销售目标。前 9 月已完成销售目标的 71%, 完成全年销售目标无碍。
- **土储充足优质, 增速明显放缓。** 截至 2018 年 8 月末, 公司新增土储约 2920 万平方米, 拿地面积与上年同期基本持平, 权益占比约 52.9%, 平均地价 3620 元每平米, 成本低廉可控。总的来看, 截至中期业绩披露日, 公司总土地储备为 2.31 亿方, 对应货值 3.29 万亿元, 平均地价 4470 元每平米。公司拿地布局具有前瞻性, 抢在市场热度提升之前通过大量收并购积极布局热点城市, 超过 92% 的货值位于一、二线及环一线城市价值区域, 为未来业绩的增长提供保障。
- **负债结构持续优化, 净负债率稳步回落。** 随着公开市场拿地的放缓, 公司净负债率持续下降, 杠杆水平逐渐改善, 上半年末公司净负债率为 193%, 较去年同期下降 67 个百分点, 较 2017 年底下降 9 个百分点, 未来有望得以进一步降低。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 3.52 元、5.85 元、7.36 元, 对应 PE 分别为 5 倍、3 倍、3 倍。我们认为, 公司目前在龙头房企里估值较低, 且考虑到公司货值充裕, 拿地成本低, 2018-2019 年业绩高增长的确性较高, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 业绩释放或不达预期、净负债率下行缓慢等风险。

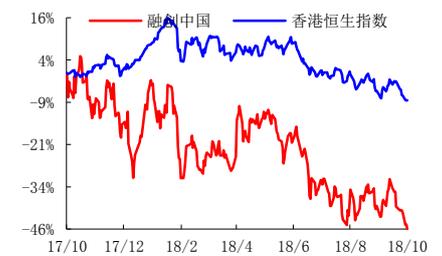
指标/年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元人民币)	35,358	65,869	129,863	231,695	278,609
增长率	53.6%	86.3%	97.2%	78.4%	20.2%
归属母公司净利润(百万元人民币)	2,938	11,004	15,187	25,272	31,814
增长率	-18.6%	274.5%	38.0%	66.4%	25.9%
每股收益 EPS	0.71	2.55	3.52	5.85	7.36
净资产收益率	11.25	25.50	25.03	19.79	23.94
PE	27	8	5	3	3

数据来源: 公司资料, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn  
联系人: 杨雨蕾  
邮箱: yangyul@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52 周区间(港元)	21.45-41.9
3 个月平均成交量(百万)	24.78
流通股数(亿)	44.05
市值(亿)	944.89

### 相关研究

1. 融创中国 (1918.HK): 业绩同比大增, 安全性持续改善 (2018-09-01)
2. 融创中国 (1918.HK): 储备货值优异, 弯道超车典范 (2018-04-17)

**附：财务报表**
**损益表**

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	35,358	65,869	129,863	231,695	278,609
毛利	4,848	13,628	29,657	55,834	68,611
<b>EBIT</b>	<b>2,592</b>	<b>4,649</b>	<b>9,398</b>	<b>19,690</b>	<b>25,148</b>
財務收入(費用)	3,258	17,227	16,103	18,417	21,137
聯營公司	1,357	-1,994	-1,994	-1,994	-1,994
非經常性項目	-2,798	-4,524	-4,524	-4,524	-4,524
<b>稅前利潤</b>	<b>4,409</b>	<b>15,359</b>	<b>18,984</b>	<b>31,590</b>	<b>39,768</b>
稅項	-1,470	-4,355	-3,797	-6,318	-7,954
非控股權益	0	0	0	0	0
已终止经营业务利润	0	0	0	0	-0
<b>淨利潤(归屬母公司)</b>	<b>2,938</b>	<b>11,004</b>	<b>15,187</b>	<b>25,272</b>	<b>31,814</b>

**資產負債表**

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	52,086	68,433	95,330	51,940	39,143
應收賬款	46,336	78,995	149,432	266,608	320,591
存貨	106,963	271,526	452,989	794,988	949,304
其他流動資產	47,314	80,647	47,314	47,314	47,314
物業、廠房及設備	547	39,263	104,194	196,872	280,455
無形資產	421	3,637	3,637	3,637	3,637
其他非流動資產	39,518	80,602	78,608	76,614	74,621
<b>總資產</b>	<b>293,183</b>	<b>623,102</b>	<b>931,504</b>	<b>1,437,974</b>	<b>1,715,064</b>
應付賬款	127,461	291,927	559,785	982,413	1,173,110
短期借款	32,644	78,727	80,000	90,000	100,000
其他流動負債	8,489	15,055	10	6,318	7,954
長期借款	80,200	140,597	150,000	165,000	180,000
遞延稅項負債	8,790	34,498	62,097	93,146	121,089
其他非流動負債	188	1,660	0	0	0
<b>總負債</b>	<b>257,772</b>	<b>562,464</b>	<b>855,679</b>	<b>1,336,876</b>	<b>1,582,153</b>
股本	331	378	378	378	378
儲備	32,896	52,714	67,901	93,173	124,988
<b>股東權益</b>	<b>33,228</b>	<b>53,092</b>	<b>68,279</b>	<b>93,551</b>	<b>125,365</b>
非控股權益	2,185	7,548	7,548	7,548	7,548
<b>總權益</b>	<b>35,412</b>	<b>60,639</b>	<b>75,826</b>	<b>101,099</b>	<b>132,913</b>
淨現金(負債)	-60,758	-150,890	-134,670	-203,060	-240,857

**現金流量表**

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	4,409	15,359	18,984	31,590	39,768
稅項	4,096	27,276	13,187	27,252	21,626
營運資本變動	-44,691	-32,756	15,957	-36,548	-17,601
<b>經營現金流量</b>	<b>63,165</b>	<b>75,100</b>	<b>123,813</b>	<b>71,308</b>	<b>90,255</b>
資本開支	-478	-38,716	-64,932	-92,678	-83,583
<b>自由現金流量</b>	<b>-35,222</b>	<b>-22,320</b>	<b>-10,287</b>	<b>-63,867</b>	<b>-33,273</b>
股息	0	0	0	0	0
其他非流動資產變動	-16,866	-46,293	0	0	0
股本變動	40	46	0	0	0
其他	13,013	14,177	-0	0	0
<b>淨現金流量</b>	<b>-39,036</b>	<b>-54,390</b>	<b>-10,287</b>	<b>-63,867</b>	<b>-33,273</b>
期初淨現金(負債)	-19,111	-58,148	-112,539	-122,826	-186,692
期終淨現金(負債)	-58,147	-112,539	-122,826	-186,692	-219,966

**財務比率**

12月31年结(百万CNY)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增長(%)</b>					
收入	40.4	86.3	97.2	78.4	20.2
EBITDA	82.4	79.3	102.2	109.5	27.7
EBIT	82.4	79.3	102.2	109.5	27.7
淨利潤	(18.6)	274.5	38.0	66.4	25.9
每股盈利	(26.80)	258.75	38.02	66.40	25.89
<b>利潤率(%)</b>					
毛利	13.7	20.7	22.8	24.1	24.6
EBITDA	7.3	7.1	7.2	8.5	9.0
EBIT	7.3	7.1	7.2	8.5	9.0
淨利潤	8.3	16.7	11.7	10.9	11.4
<b>其他比率</b>					
ROE(%)	11.3	25.5	25.0	19.8	23.9
ROA(%)	1.0	1.8	1.6	1.8	1.9
淨負債率	164.2	185.6	162.0	152.7	135.5
利息覆蓋率(倍)	—	—	—	—	—
應收賬款周轉天數	478.3	437.7	420.0	420.0	420.0
應付賬款周轉天數	1524.9	2039.6	2039.0	2039.0	2039.0
存貨周轉天數	1279.6	1897.1	1650.0	1650.0	1650.0
有效稅率(%)	20.4	21.9	20.0	20.0	20.0

数据来源：公司资料，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	021-68416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn