

2018年12月15日

融创中国 (01918.HK)

业绩释放可期、成长特质凸显

■持续发力高端精品，销售跻身行业前四：融创中国是中国领先房地产发展商之一，03年起家于天津，10年于港交所上市。公司开启拿地扩张之路，土地获取方式也逐渐倾向于并购整合；随着并购整合的推进及公司战略的落地跟进，公司并购及品牌优势壮大，形成良好的反馈机制，促进公司发挥并购优势以更合理价格获取土地储备。12-17年间，销售额由行业13位跻身行业前四，CAGR高达59.02pct。当前，公司在高周转的同时也关注企业融资成本与债务比率的变化，强运营、控投资、降杠杆成为公司战略方针。公司实际控制人为孙宏斌先生，持有公司股份47.7%，股权结构相对稳定，近年来公司高管增持不断，彰显其对公司未来发展潜力的认可与信心。

■迎来业绩释放期，杠杆水平或将稳步下降：公司近年来业绩实现跨越式增长，15-17年，营业收入年复合增长率高达69.20%，毛利润年复合增长率高达118.40%，相比同行业其他龙头公司而言，公司为TOP10企业内规模增长最快、业绩提升幅度最高的企业之一。目前公司合约负债金额高达1724.14亿元，业绩锁定率为261.73%，高业绩锁定率或保障公司未来2-3年的业绩表现。美中不足在于公司净有息负债率较高，截止18年中期数据，净有息负债率193%，较上年末收缩9.2pct，较17年中期水平收缩67pct。公司净有息负债率虽较高，但杠杆水平正在稳步下降；此外从债务期限结构来看，有息负债期限结构健康，且外币借款占比不大，人民币汇率波动对公司影响较小。我们认为公司将降杠杆作为年度战略目标之一，未来规模的增长有望进一步稀释净有息负债比率。

■深耕一二线城市优势凸显，从容把握市场周期：公司近年来销售增长显著，17年度公司销售首次突破3000亿元，达到3620.1亿元，同比增长140%，3年复合增长率高达103%；同时受益于行业集中度的不断提升，公司市占率持续提升，17年市占率为2.7%。我们认为未来在销售资源、土储资源、融资资源等因素下，行业集中度进一步提升逻辑未变；公司在行业集中度背景下，具备充足的土储资源、良好的产品品质、销售服务与品牌塑造等多重优势下，公司市占率有望进一步提升。公司聚焦核心一二线城市，当前已进入超80城，未来随着城市周期轮动效应的显性化，诸如公司般，布局全国核心区域的房企或将具备相对优势，大浪淘沙始见金。

■高起点布局文旅板块，或是未来业绩增长点：公司近年来在资本市场上的动作也较为频繁，如万达文旅项目的收购、乐视相关资产的收购。万达文旅项目是公司布局文旅板块的开端，13个文旅项目与住宅物业相捆绑，项目护城河较好，未来有望提升住宅物业的升值空间。而乐视的投资中，有失亦有所求，电影产业也是公司目前布局中的一大重点，乐视影业在国产影片的票房占有率中也曾有较大份额，如果未来乐视影业与万达影业能够优势互补，发展空间或可观。目前公司文旅板块处于培育期，公司致力于成为中国最具行业竞争力文旅地产运营商之一，未来文旅板块的规模提升带来的效益有望成为公司未来新的增长点。

■投资建议：公司是中国领先房地产发展商之一，深耕一二线城市，近年来销售实现跨越式增长，锁定未来业绩释放期，未来在城市轮动效应显性化，公司的布局或将助力公司更好把握城市周期。公司收购万达文旅项目，高起点布局文旅板块，未来或是新的业绩增长点。我们预计公司2018年-2020年的收入增速分别为139.72%、28.13%、10.77%，净利润增速分别为37.6%、29.9%、13.7%，成长性突出；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为40港元。

■风险提示：1) 公司经营风险；2) 公司净有息负债率较高；3) 政策风险；4) 经济波动；5) 需求疲弱，销售不及预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	35,661.4	66,614.0	159,688.6	204,616.4	226,648.6
净利润	2,478.4	11,003.9	15,146.6	19,677.2	22,364.0
每股收益(元)	0.56	2.50	3.44	4.47	5.08
每股净资产(元)	6.03	9.96	12.77	16.34	20.41

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	40.8	9.2	7.1	5.5	4.8
市净率(倍)	3.8	2.3	1.9	1.5	1.2
净利润率	6.9%	16.5%	9.5%	9.6%	9.9%
净资产收益率	8.3%	19.2%	22.4%	23.8%	22.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	2.8%	3.7%	4.2%
ROIC	11.8%	15.4%	10.6%	15.6%	15.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

住宅地产

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：40 港元
股价(2018-12-14) 27.3 港元

交易数据

总市值(百万港元)	120,262.98
流通市值(百万港元)	120,262.98
总股本(百万股)	4,405.24
流通股本(百万股)	4,405.24
12个月价格区间	19.08/39.22 港元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.47	14.01	-10.69
绝对收益	18.18	9.64	-21.22

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

张春娥

报告联系人

zhangce@essence.com.cn

相关报告

内容目录

1. 持续发力高端精品，销售跻身行业前四	5
1.1. 高端精品构建美好生活，核心团队助力公司长线发展	5
1.2. 股权结构稳定，高管增持提信心	6
1.3. 公司战略坚持强运营、控投资、降杠杆	8
2. 迎来业绩释放期，杠杆水平或将稳步下降	10
2.1. 业绩全面提升，营收 CAGR 为 69%	10
2.2. 业绩锁定率高，未来业绩释放可期	12
2.3. 流动性相对充裕，杠杆水平有所下降	13
3. 深耕一二线城市优势凸显，从容把握市场周期	15
3.1. 销售持续跨越式增长，市占率提升显著	15
3.2. 聚焦核心区域市场，多个城市取得领先地位	16
3.3. 当前城市轮动明显，布局全国核心区域的房企具备相对优势	21
4. 高起点完成文旅板块布局，或是未来业绩增长点	23
4.1. 外部环境利好文旅地产发展	23
4.2. 收购万达项目，文旅板块高起点布局	24
4.3. 亏损的乐视投资，看中的是什么？	25
5. 公司估值	27
5.1. 财务估值	27
5.2. PE-Band	27
6. 投资建议	29
7. 财务报表	30

图表目录

图 1: 融创中国发展历程	5
图 2: 融创中国海南项目	6
图 3: 融创中国行业排名变动	6
图 4: 融创中国销售额变动	6
图 5: 融创中国股权结构	7
图 6: 17 年以来公司高管增减持	7
图 7: 融创中国净有息负债率	8
图 8: 融创中国有息负债/EBITDA	8
图 9: 坚持强运营、控投资、降杠杆，快速进入均衡、稳健发展新阶段	9
图 10: 融创中国并表收入	10
图 11: 融创中国并表毛利	10
图 12: 融创中国净利润	10
图 13: CAGR 比较	10
图 14: 融创中国毛利率	11
图 15: 融创中国与可比公司	11
图 16: 融创中国业绩表现	11
图 17: 融创中国权益性投资收益及占比	12
图 18: 少数股东损益/净利润	12

图 19: 融创中国 ROE.....	12
图 20: 融创中国三费比率.....	12
图 21: 融创中国合约负债及增速.....	12
图 22: 融创中国业绩锁定率.....	12
图 23: 融创中国与其他港股龙头地产业绩锁定率比较.....	13
图 24: 融创中国在手资金.....	13
图 25: 融创中国在手资金/有息负债.....	13
图 26: 融创中国销售负债比-当期值.....	14
图 27: 融创中国销售负债比-当期增加规模值.....	14
图 28: 融创中国资产负债率.....	14
图 29: 融创中国净有息负债率有所下降.....	14
图 30: 融创中国有息负债期限结构.....	14
图 31: 融创中国借款结构.....	14
图 32: 融创中国销售表现亮眼.....	15
图 33: 融创中国市占率不断提升.....	15
图 34: 融创中国壹号院系.....	16
图 35: 融创中国桃花源系.....	16
图 36: 融创中国土地储备结构.....	16
图 37: 融创中国区域扩张进程.....	17
图 38: 2017 融创中国区域销售金额分布情况.....	17
图 39: 融创中国当前布局城市.....	17
图 40: 融创中国在部分城市的市占率仍有很大的提升空间.....	18
图 41: 融创中国 2017 年合同销售面积划分-按城市能级.....	18
图 42: 融创中国 2017 年合同销售面积划分-按区域.....	18
图 43: 融创中国 2017 年土地储备结构.....	19
图 44: 融创中国 2018H1 土地储备结构.....	19
图 45: 融创中国 2017 年土地获取方式分布.....	19
图 46: 融创中国 2018H1 土地获取方式分布.....	19
图 47: 2011 年-2017 年融创中国新增土储情况.....	19
图 48: 30 大中城市商品房成交面积.....	21
图 49: 各线城市已开工库存规模.....	21
图 50: 各线城市已开工库存去化月数.....	21
图 51: 一二三线住宅价格同比变动.....	21
图 52: 一线四城住宅价格走势.....	22
图 53: 二线代表性城市住宅价格走势.....	22
图 54: 城市周期-房价的轮动效应.....	22
图 55: 融创中国新增土储成交金额城市量级分布.....	22
图 56: 融创中国成交均价走势.....	22
图 57: 我国人均 GDP 保持稳定增长态势.....	23
图 58: 居民人均可支配收入 (单位: 元) 逐年上升.....	23
图 59: 我国文旅产业已经进入高速发展期.....	23
图 60: 旅游收入增速逾 10%.....	24
图 61: 接待游客人次增速逾 10%.....	24
图 62: 万达文旅项目结构.....	24
图 63: 2016 年五大民营影视公司国产影片票房占有率.....	26

图 64: 融创中国销售面积.....	27
图 65: 融创中国销售金额.....	27
图 66: 融创中国 PE-band.....	28
表 1: 融创中国管理团队.....	8
表 2: 可比公司销售年复合增长率.....	15
表 3: 2011 年-2017 年融创中国收购并购事件.....	20
表 4: 万达文旅项目介绍.....	25
表 5: 融创近年来在资本市场的动作.....	26
表 6: 融创中国历年业绩表现及预测.....	27
表 7: 资产负债表.....	30
表 8: 现金流量表.....	31
表 9: 利润表.....	32

1. 持续发力高端精品，销售跻身行业前四

1.1. 高端精品构建美好生活，核心团队助力公司长线发展

融创中国为中国领先房地产发展商之一。融创中国成立于2003年，总部位于天津，主营业务为住宅及商业地产综合开发；2004年公司进入重庆、无锡等地，开启异地扩张之路；其中当年所获得的重庆奥林匹克花园3300亩土地为深耕西南区域打下基础；2007年，公司异地扩张入驻苏南、北京，公司在北京的第一个项目“中国式美好——禧福汇”开启了深耕北京之路；2012年进入上海，打响以上海为中心的长三角深耕之战；同年入驻杭州，开启以杭州为中心的东南区域深耕策略。至2013年，公司形成了“京、津、沪、渝、杭”五大核心城市的战略布局。

2015年公司获取海南重点度假项目（融创日月湾），开启深耕海南步伐，其后分别获取海口观澜湖度假区高尔夫景观稀缺地段、老城生态软件园优质地块、海口生态养生大盘等多个项目，截止目前，公司在海南已有17个精品项目。未来海南或是公司在文旅地产、养老地产（大健康领域）等探索最为直接且进展迅速的一个区域。

公司大规模拿地扩张，并以兼并/收购作为土地获取主要方式。伴随土地储备的扩张，公司在销售规模增长迅猛，12年至17年间CAGR达59.02pct。公司自成立之初就专注于高端物业的开发和管理，立志成为对高端品质不懈追求的房地产行业领跑者。公司持续聚焦于北京、华北、上海、西南、东南、广深、华中和海南八大区域和一线、环一线及核心城市，经过十余年发展，融创在所进入城市产生了强大的市场影响力和品牌竞争力，赢得客户高度认可。2017年公司实现销售金额达到3620.1亿元，位列全国房企第四位，2018年前三季度，公司销售金额3219.8亿元，同比增长55%，保持在全国房企行业TOP4的地位。

图1：融创中国发展历程



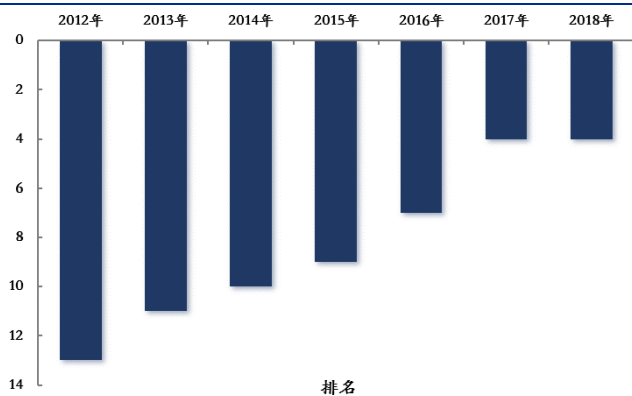
资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 2：融创中国海南项目



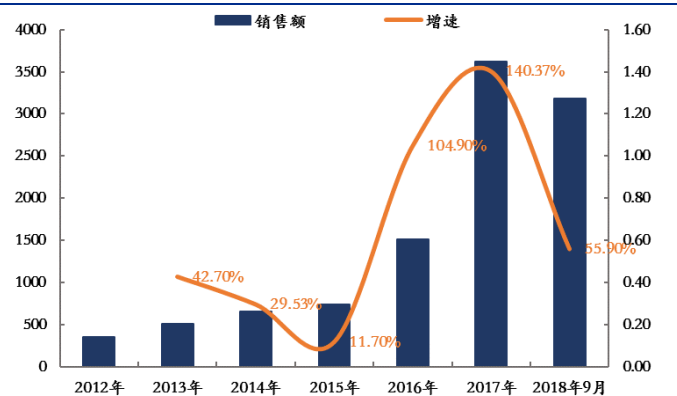
资料来源：调研、安信证券研究中心

图 3：融创中国行业排名变动



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 4：融创中国销售额变动

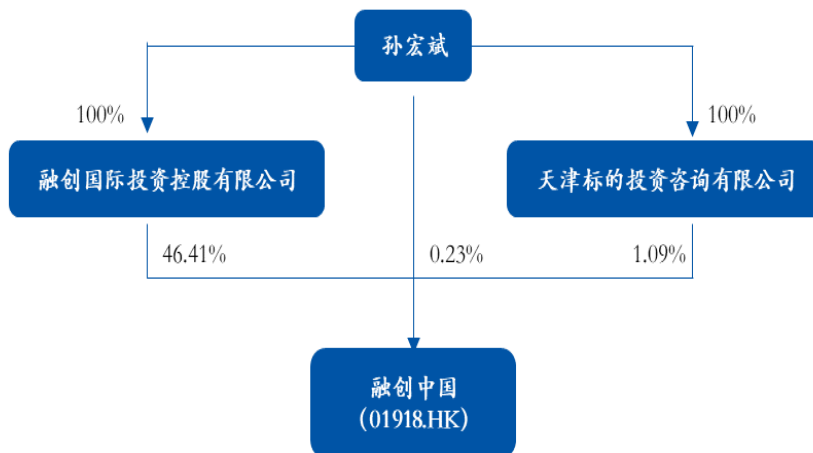


资料来源：公司官网、安信证券研究中心

1.2. 股权结构稳定，高管增持提信心

股权结构相对稳定，实际控制人为孙宏斌先生。2010年，公司于港交所上市；2010年年报披露，公司董事长孙宏斌合计持有公司股份15.59亿股，占比51.85%；截止2018年中期报告披露，公司董事长孙宏斌合计持有公司股份21.01亿股，占比47.7%，其中20.43亿股由融创国际投资控股有限公司所持有，0.48亿股由天津标的投资咨询有限公司所持有，孙宏斌先生为融创国际及天津标的控制人。公司实际控制人为孙宏斌先生。

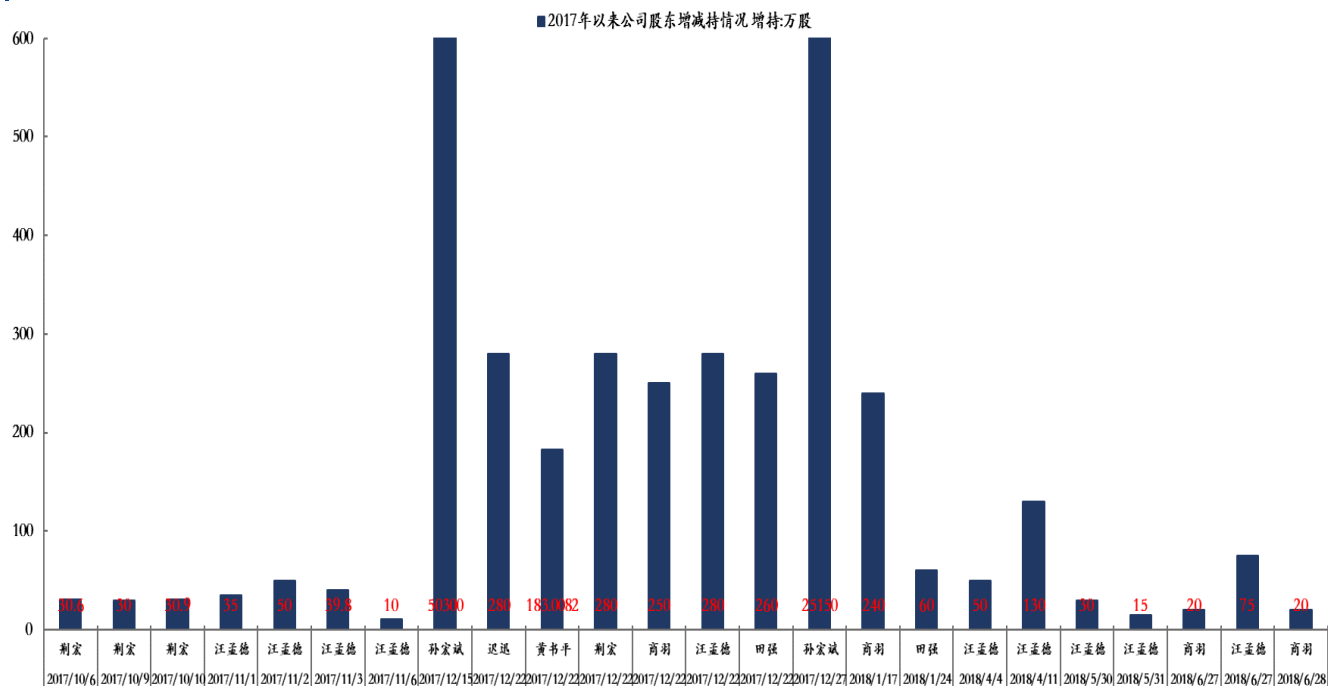
图 5：融创中国股权结构



资料来源：港交所、安信证券研究中心

核心团队稳定，高管增持显信心。公司核心团队经验丰富、具有高度凝聚力和执行力，公司核心团队大都是来自于原顺驰体系的员工，在融创成立之初便加入公司，拥有数十年的房地产行业从业经验，具有较高专业度。自融创上市以来，核心团队成员十分稳定，平均合作时间超过 14 年，对企业文化的认同感强；强大的向心力和执行力，可以保障企业长期平稳发展。公司核心团队成员 2017 年至今多次增持公司股份，彰显对公司未来发展潜力的认可与信心。

图 6：17 年以来公司高管增减持



资料来源：港交所、安信证券研究中心

表 1: 融创中国管理团队

姓名	职务	年龄	毕业院校	任职时间	个人简历
孙宏斌	董事会主席, 执行董事	55	清华大学	--	曾任职于联想控股, 1995 年创立顺驰, 该公司在中国从事商品房开发, 在国内多个城市持有房地产发展项目。2003 年成立融创中国。
汪孟德	执行董事, 行政总裁	47	南开大学	12	2005-2006 年间担任顺驰中国运营总监及财务总监。2006 年加入融创中国, 担任财务总监及副总裁, 于 2010 年起担任执行总裁
迟迅	执行董事, 华北区域集团总裁	45	哈尔滨建筑大学	14	曾任职多家房地产公司, 主要负责项目开发、设计及销售的工作
商羽	执行董事, 兼西南区域集团总裁	39	中欧国际工商学院	15	2004-2005 年担任融创置地副总经理, 2005 年起担任融创置地总经理
荆宏	执行董事, 北京区域总裁	56	北京交通大学	11	于 2003-2004 年担任融创奥城及重庆奥林匹克花园置业副总经理, 自 2006 年起至今, 担任重庆奥林匹克花园置业总经理
黄书平	执行董事, 执行总裁兼广深区域公司总裁	37	利物浦大学	11	1991-2002 年间担任联想集团助理总裁及联想控股总裁办副主任。2002-2006 年, 在顺驰担任副总裁, 于 2007 年加入融创中国后, 担任首钢融创总经理, 负责首钢融创全面营运
田强	执行董事, 兼上海区域集团总裁	41	天津城市建设学院	11	2004-2005 年, 担任首创证券有限公司资产管理部项目经理。2005-2007 年, 担任顺驰中国总裁助理。2007 年加入融创, 前后担任资本运作中心总监及总经理、财务管理部副总经理及行政总裁助理。
孙喆一	执行董事, 集团总裁助理	28	波士顿学院	4	自 2015 年起担任本集团执行总裁
					2002-2007 年期间担任顺驰中国销售经理、销售副总经理及总经理。自 2007 年加入融创, 担任天津翔驰投资有限公司的副总经理。2007 年出任无锡融创地产有限公司总经理。2012 年起担任上海区域公司总经理, 本集团执行总裁
					曾任职于雪湖资本有限合伙及昌荣传播股份有限公司。2014 年加入融创, 曾在集团总部及不同区域公司担任与资本市场、土地获取及项目运营相关的不同职务

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

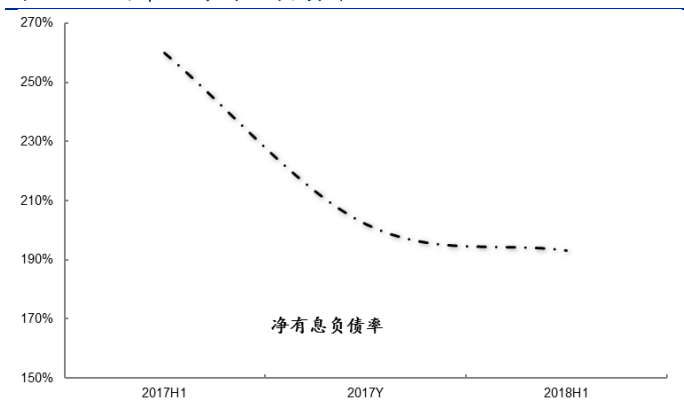
备注: 2017 年报披露

1.3. 公司战略坚持强运营、控投资、降杠杆

2013 年起, 公司开启拿地扩张之路, 彼时公司更关注于对优质土地储备的补充及管理能力的提升; 2014 年公司更多关注兼并/收购带来的资源整合机会, 土储获取渠道结构开始变化, 由市场化的拿地策略到非市场化的整合策略。伴随并购整合的不断推进以及高周转+精品项目的发展, 公司并购及品牌优势壮大, 形成良好的反馈机制, 促进公司发挥并购优势以更合理价格获取土地储备。

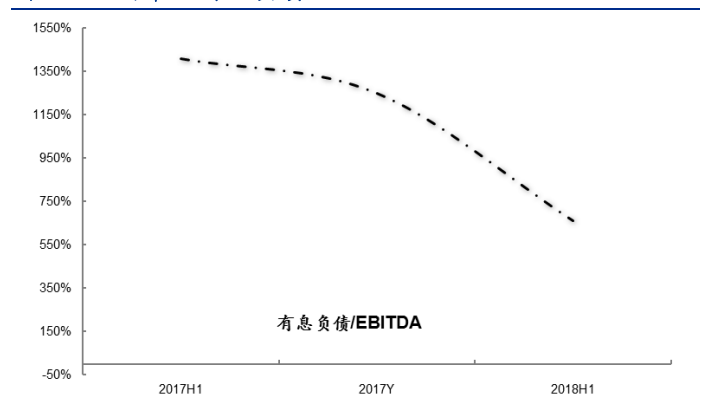
随着行业政策的不断趋严, 公司在高周转的同时也逐步关注企业融资成本及负债规模的变化。2017 年底, 公司提出 1) 销售策略上, 坚持加快周转坚决去化的思路, 以销售回款保持公司充裕的流动性; 2) 拿地策略上, 紧密关注市场变化和跟踪各种机会, 并充分发挥公司在并购市场的品牌优势, 把握甄选优质项目, 在现金流绝对安全的情况下合理补充高质量的土储资源; 3) 进一步降低公司的杠杆水平。

图 7: 融创中国净有息负债率



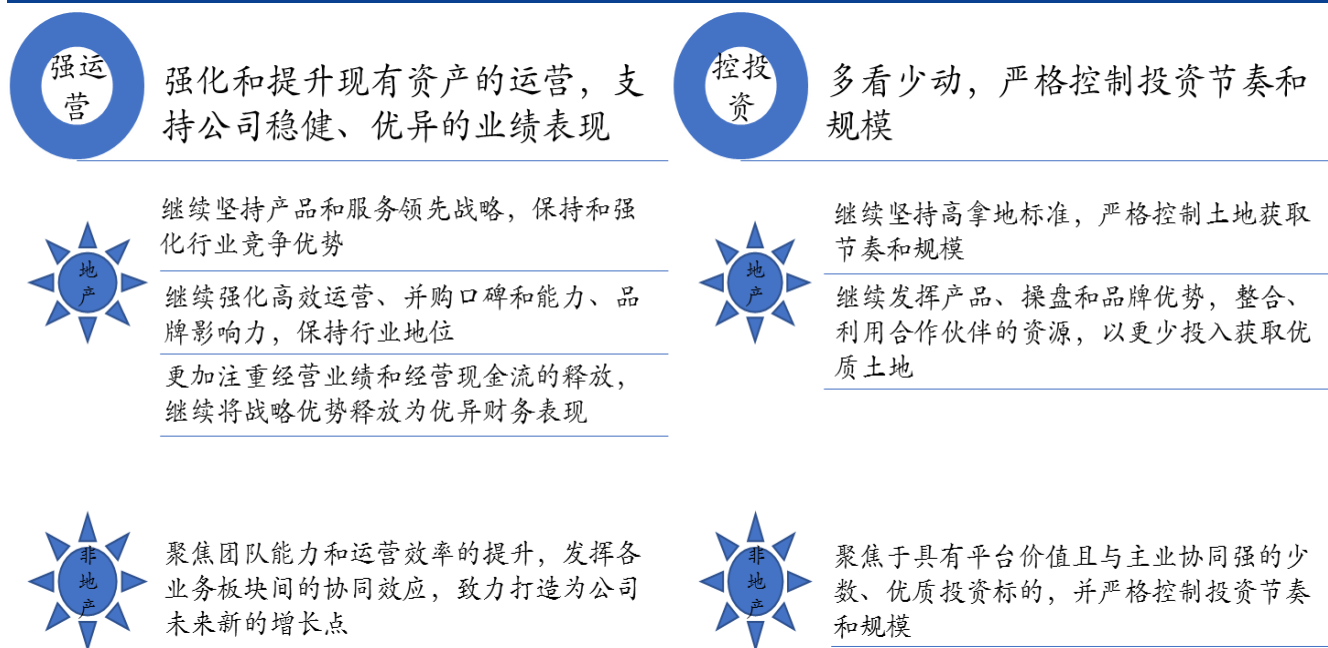
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 8: 融创中国有息负债/EBITDA



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 9：坚持强运营、控投资、降杠杆，快速进入均衡、稳健发展新阶段



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

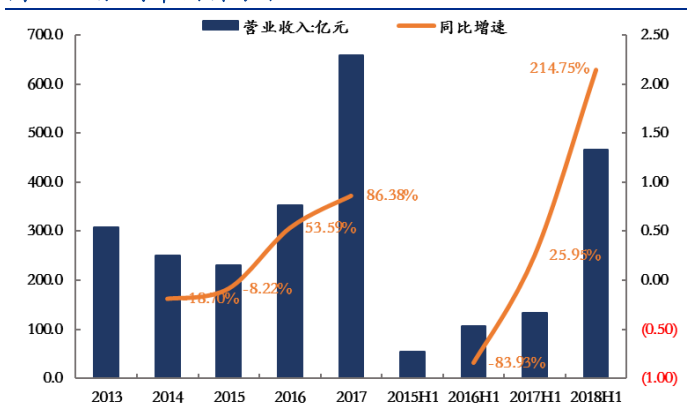
2. 迎来业绩释放期，杠杆水平或将稳步下降

2.1. 业绩全面提升，营收 CAGR 为 69%

业绩跨越式增长。2017 年度，公司实现营业收入 658.7 亿元，同比增长 86.4%，其中物业销售收入占比约 95%；全年实现毛利润 136.28 亿元，归母净利润 110 亿元，同比分别增长 181.11%、259.1%。2018 年度中期数据显示，公司实现营业收入 465.8 亿元，同比增长 214.75%，高营收增长得益于报告期内公司结转的大幅增加。18 年上半年，公司实现净利润 63.6 亿元，相比 2017 年上半年增长 389%；实现核心净利 66.1 亿元，相较 2017 年上半年增长 392%。16-17 年的销售跨规模为公司未来业绩奠定基础，当前公司业绩逐步进入释放期，未来业绩高增长可期。

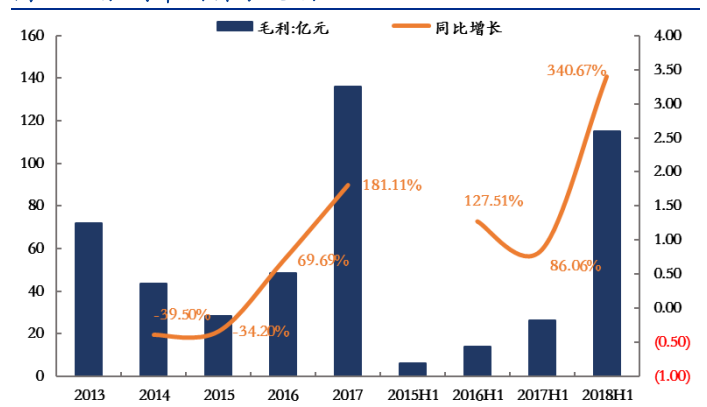
公司 CAGR 在前十房企中领先。从复合增长率看，公司自 15 年至 17 年实现营业收入年复合增长率高达 69.20%，实现毛利润年复合增长率 118.40%，相比同行业其他公司（万科、碧桂园、中国恒大等其他前十房企）而言，公司 CAGR 指标领先，为 TOP10 企业内规模增长最快、业绩提升幅度最高的企业之一。

图 10：融创中国并表收入



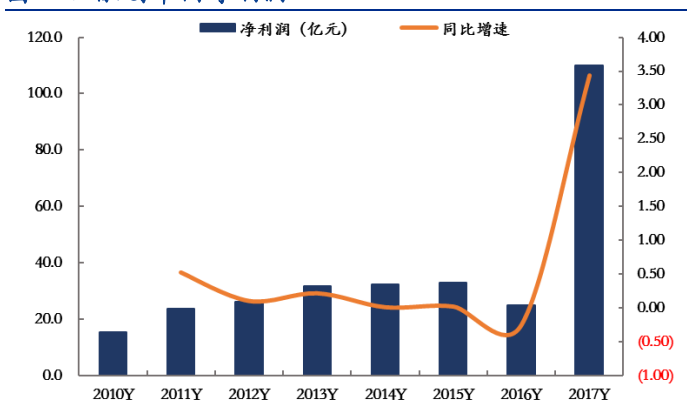
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 11：融创中国并表毛利



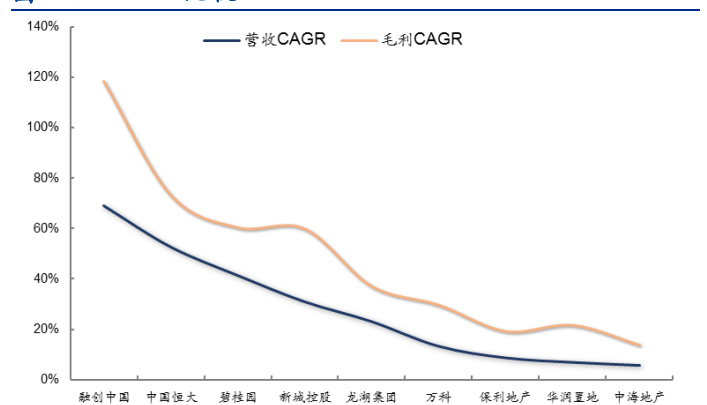
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 12：融创中国净利润



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 13：CAGR 比较

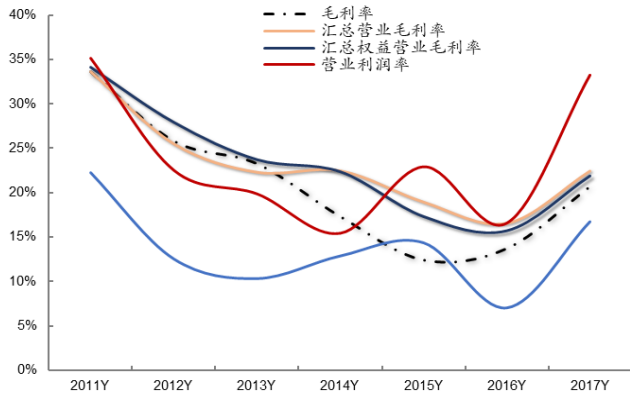


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

毛利率在可比公司中优势显著。截止 2017 年末，公司毛利率 20.7%，归母净利率 16.7%，分别较 2016 年增长了 7%和 9.7%。由于融创采用“收并购+合作开发”的特殊模式，剔除公允价值变动及减值拨备的毛利率在 2016 年达到 23.4%（高于同年毛利率 13.7%），实际毛利率高于账面销售毛利率，且呈现渐进提升的趋势。与地产龙头房企相比较，截止 2017 年底，公司毛利率虽然在可比公司中仍属于低位（主要为公司在成本里包含了负债率摊销，如

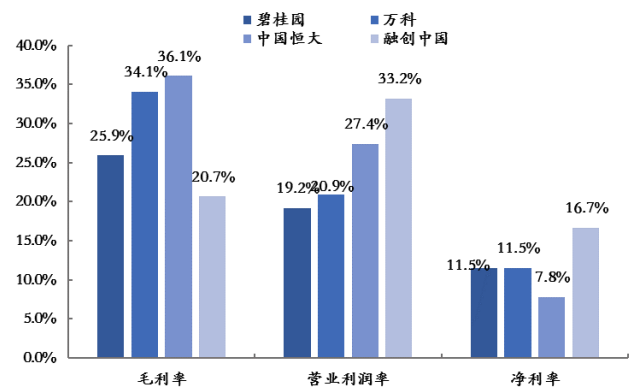
果扣除摊销，整体毛利率水平相较于目前水平更高)；如果关注营业利润率及净利率，在可比公司中，公司具有较明显的优势。

图 14：融创中国毛利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 15：融创中国与可比公司



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 16：融创中国业绩表现

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	碧桂园	万科	中国恒大
营业收入:亿元	106.0	208.4	308.4	250.7	230.1	353.4	658.7	2269.0	2429.0	3110.2
同比增速		96.56%	47.95%	-18.70%	-8.22%	53.59%	86.38%	-	-	-
毛利率	33.6%	25.8%	23.3%	17.3%	12.4%	13.7%	20.7%	25.9%	34.1%	36.1%
剔除公允价值重新计量及物业减值拨备的毛利率	46.0%	34.1%	31.4%	25.4%	19.0%	23.4%	-	-	-	-
本集团及合营、联营公司收入总和	106.0	213.3	331.7	573.4	548.7	762.4	1404.7			
汇总营业毛利率	33.6%	25.5%	22.3%	22.5%	18.9%	16.6%	22.4%			
本集团及合营、联营公司权益收入	104.0	193.9	276.4	365.6	391.1	561.7	1003.6			
汇总权益营业毛利率	34.1%	27.9%	23.7%	22.4%	17.3%	15.7%	21.9%			
销售及市场推广成本	3.1	5.3	6.2	7.0	6.6	9.2	34.2	100.0	62.6	172.1
销售费用/营业收入	3.0%	2.5%	2.0%	2.8%	2.9%	2.6%	5.2%	4.4%	2.6%	5.5%
行政成本	3.0	3.6	5.2	6.8	7.8	13.4	55.6	83.0	88.7	122.5
经营溢利	37.2	46.9	61.2	38.6	52.7	58.5	218.8	436.0	508.1	852.5
营业利润率	35.1%	22.5%	19.8%	15.4%	22.9%	16.6%	33.2%	19.2%	20.9%	27.4%
财务费用净额	-1.8	-0.8	-5.1	-11.4	-24.0	-28.0	-45.2	32.8	-20.8	-79.2
税前利润	35.3	46.8	56.8	49.0	45.6	44.1	153.6	465.2	511.4	774.7
除税前利润率	33.3%	22.5%	18.4%	19.6%	19.8%	12.5%	23.3%	20.5%	21.1%	24.9%
所得税	11.5	20.7	21.9	16.7	9.6	14.7	36.9	177.7	139.3	404.2
净利润	23.6	26.1	31.8	32.2	33.0	24.8	110.0	260.6	280.5	243.7
净利率	22.2%	12.5%	10.3%	12.9%	14.3%	7.0%	16.7%	11.5%	11.5%	7.8%
摊薄每股收益 (元)	0.79	0.86	0.95	0.95	0.96	0.71	2.70	1.22	2.54	1.80

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

备注：碧桂园、万科、中国恒大数据 2017 年度数据

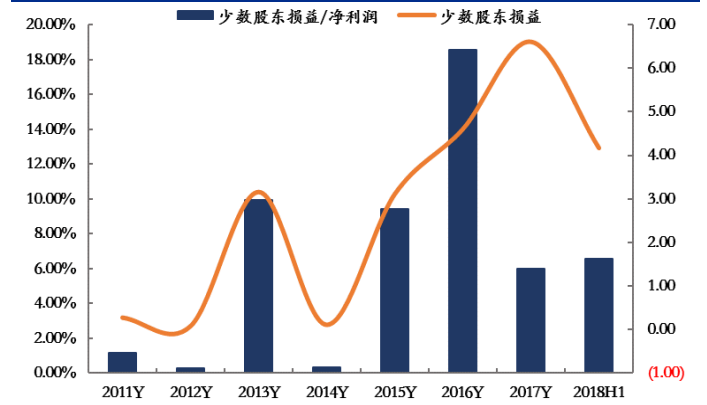
财务费率下降明显。公司三费比率在 2017 年因为包含了债务减值、股权及担保的减值（这一类减值计入其他开支与亏损），占比较高；18 年上半年三费比率，尤其是财务费率改善较为明显。销售费率、管理费率、财务费率分别较 17 年上半年收缩 1.77pct、略微提升 0.47pct、收缩 10.20pct；较 17 年末分别收缩 1.06pct、收缩 2.06pct、收缩 2.68pct。权益性投资上，2017 年由于乐视投资计提减值，权益性投资损益为近年最低，2018H1 权益性投资收益 11.12 亿元，接近 16 年的 13.57 亿元，我们认为随着合作项目的增多，未来权益性投资收益的增长有一定的空间。

图 17: 融创中国权益性投资收益及占比



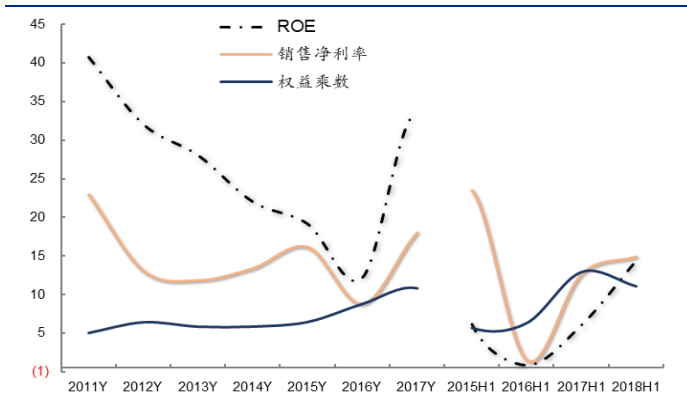
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 18: 少数股东损益/净利润



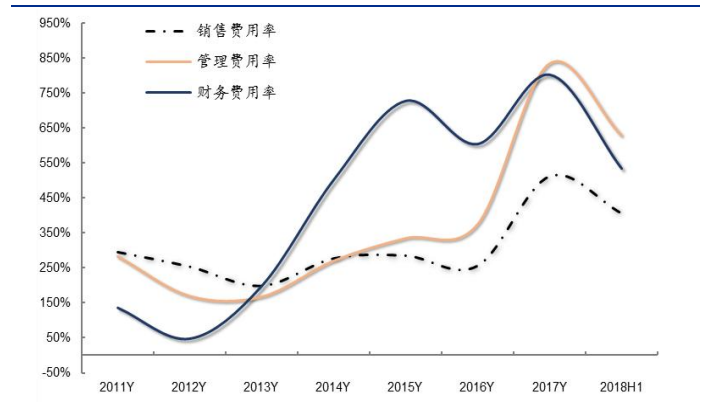
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 19: 融创中国 ROE



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 20: 融创中国三费率

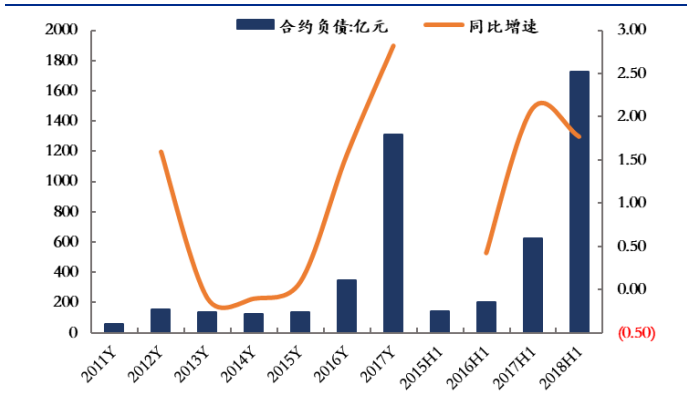


资料来源: wind、安信证券研究中心

2.2. 业绩锁定率高，未来业绩释放可期

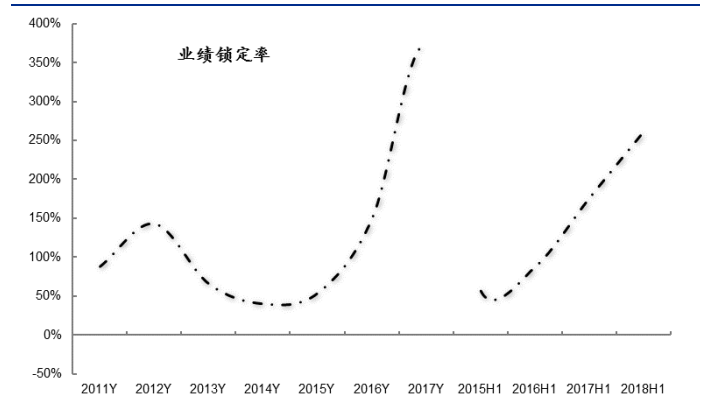
合约负债大幅提升，业绩锁定率高。截止 2017 年末，公司合约负债金额 1311.91 亿元，较 16 底提升 281.63%，合约负债金额的大幅提升得益于 16-17 年间公司合约销售金额的跨越式增长。截止 2018 年中期数据，公司合约负债金额 1724.14 亿元，较 17 年末提升 31.42%，15-17 年合约负债金额年复合增长率 212.66%。以合约负债/上年营业收入计算业绩锁定率，截止 2018 年中期数据，公司业绩锁定率高达 261.73%，虽然较 17 年末 371.19% 的业绩锁定率收缩 109.46%，但相对行业可比公司而言，业绩锁定率较为领先。高业绩锁定率或保障公司未来 2-3 年的业绩。

图 21: 融创中国合约负债及增速



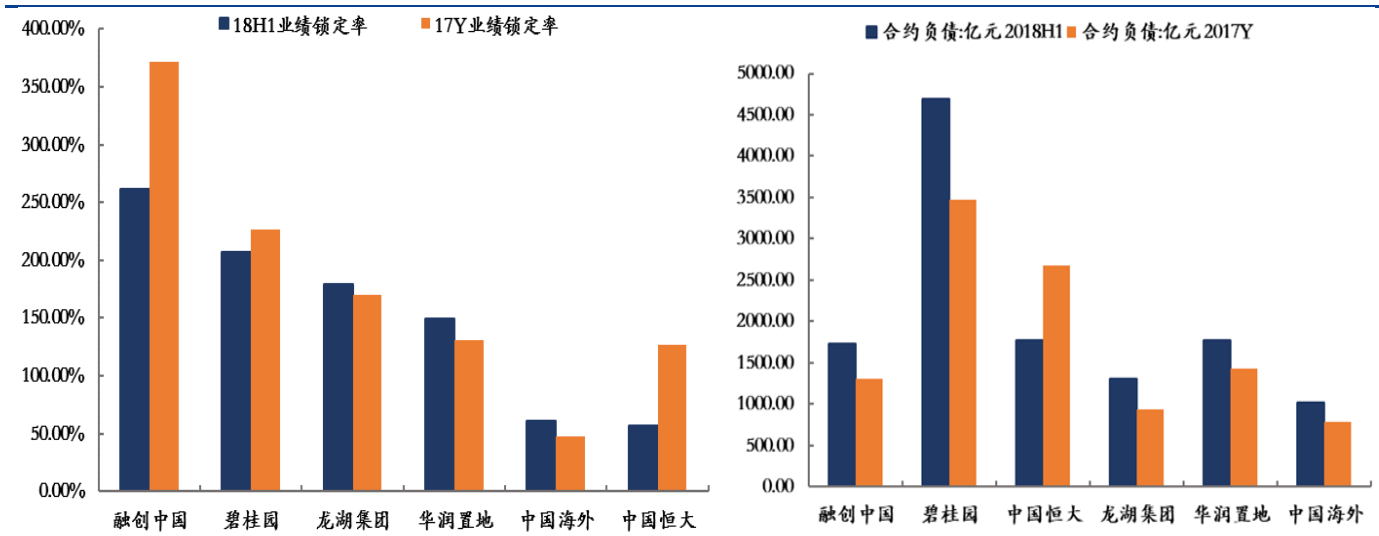
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 22: 融创中国业绩锁定率



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 23: 融创中国与其他港股龙头地产业绩锁定率比较

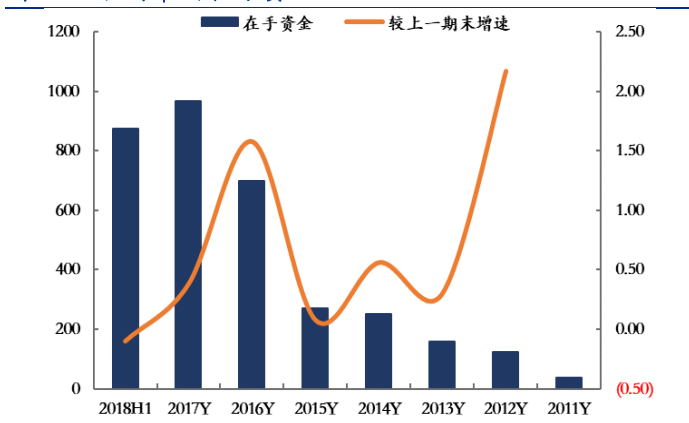


资料来源: wind、安信证券研究中心

2.3. 流动性相对充裕，杠杆水平有所下降

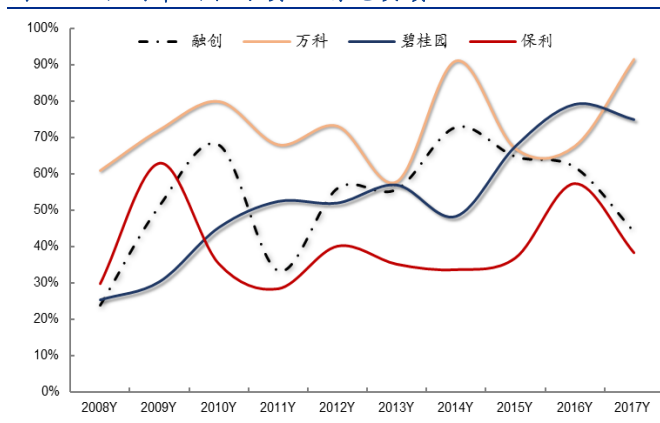
流动性相对充裕，销售负债比提升。截止 2018 年中期数据，公司在手资金 874.16 亿元，较 2017 年末减少 93 亿元，收缩幅度为-9.62pct；在手资金完全可以覆盖一年内到期的有息负债率。从在手资金/有息负债的比例来看，公司近几年在手资金/有息负债比例有所下降，但与可比公司相比，在手资金/有息负债比例仍有部分优势。此外，公司注重销售负债比，从期末销售负债的比例看，16 年是公司销售负债比的一个相对低点，当时销售规模 1506.28 亿元，负债规模 2577.72 亿元，销售负债比仅 58.43%；17 年销售规模放量增长后，公司销售负债比触底回升，17 年销售金额 3620.1 亿元，对应负债规模 5624.62 亿元，销售负债比由 58.43%提升至 64.36%。从当期增加值所对应的销售负债比看，公司销售负债比自 16 年开始有较大的提升，18 年中期负债规模相对 17 年末仅增加 439.38 亿元；销售负债比的提升表明公司销售在快速增长，债务规模增长相对销售的增长，相对有序的减少。

图 24: 融创中国在手资金



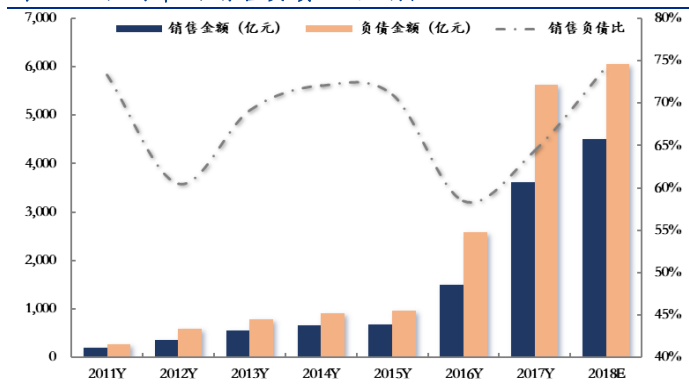
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 25: 融创中国在手资金/有息负债



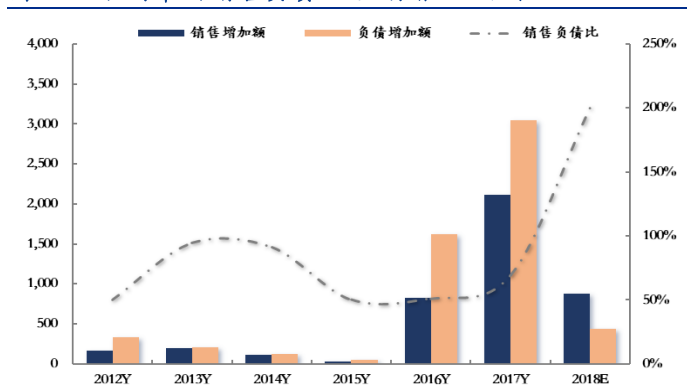
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 26: 融创中国销售负债比-当期值



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 27: 融创中国销售负债比-当期增加规模值

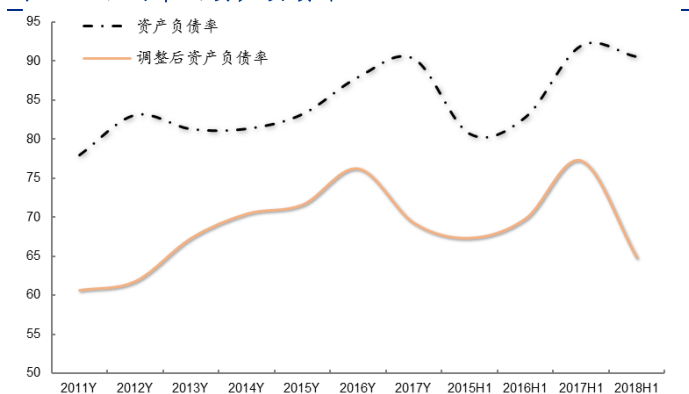


资料来源: wind、安信证券研究中心

杠杆水平有所下降。截止 2018 年中期数据,公司资产负债率为 90.52%,较 2017 年末略微提升 0.25pct。从调整后的资产负债率((总负债-合同负债)/总资产)看,2018 年上半年,公司调整后资产负债率为 64.78%,较 2017 年末收缩 4.43pct。2018 年上半年,公司净有息负债率 192.9%,较 17 年末收缩 9.2pct;公司将降杠杆作为年度战略之一,未来规模的增长有望进一步降低净有息负债比率。

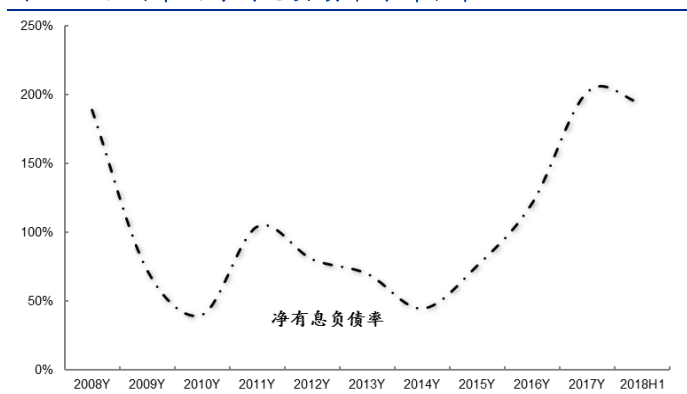
从有息负债的期限结构上看,1 年内到期有息负债比例 34%,1-2 年内到期有息负债比例 36%,2-5 年到期的有息负债比例 25%,5 年以上到期有息负债比例仅 5%,债务期限结构合理。从债务币种看,人民币借款占比 89.8%,剩余 11.2%为外币借款,外币借款的占比并不大,人民币汇率波动对公司的影响仍可控。

图 28: 融创中国资产负债率



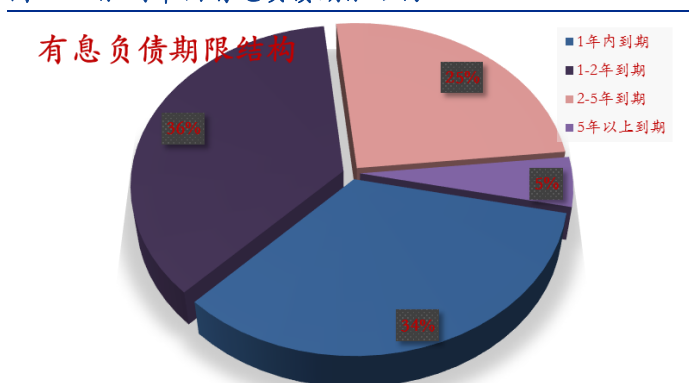
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 29: 融创中国净有息负债率有所下降



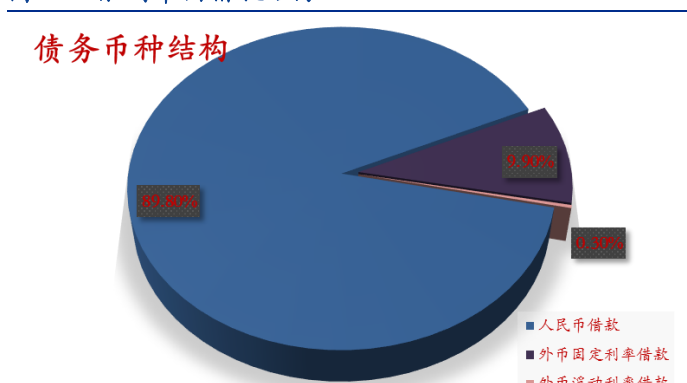
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 30: 融创中国有息负债期限结构



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 31: 融创中国借款结构



资料来源: wind、安信证券研究中心

3. 深耕一二线城市优势凸显，从容把握市场周期

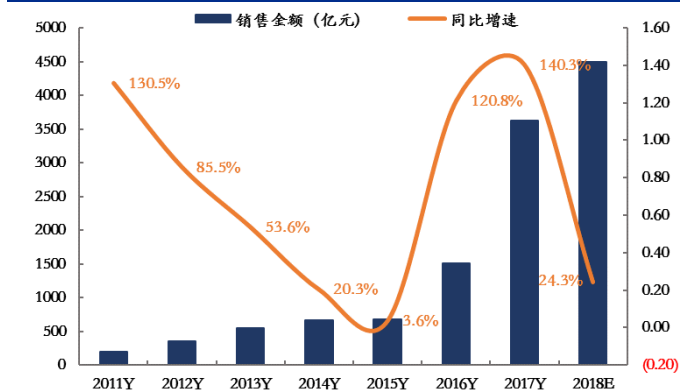
3.1. 销售持续跨越式增长，市占率提升显著

2017年销售业绩靓丽：2017年，在楼市调控不断加码的市场背景下，品牌房企凭借自身优势，销售规模不断扩大，行业集中度进一步提升。2017年，公司持续加大推盘力度，销售金额突破3000亿元，达到3620.1亿元，较2016年同比增长140%，权益合同销售额2656亿元，同比增长155%。整体来看，公司销售规模保持高速增长速度，2015-2017年复合增长率高达130.38%，2013-2017年年复合增长率为60.37%。

市占率持续提升：2017年公司销售额口径的市场占有率为2.7%，较2015年大幅提升1.4%，全年销售金额排名国内房企第4位，较2016年提升3个名次。2018年前三季度，公司市占率提升至3.61%。

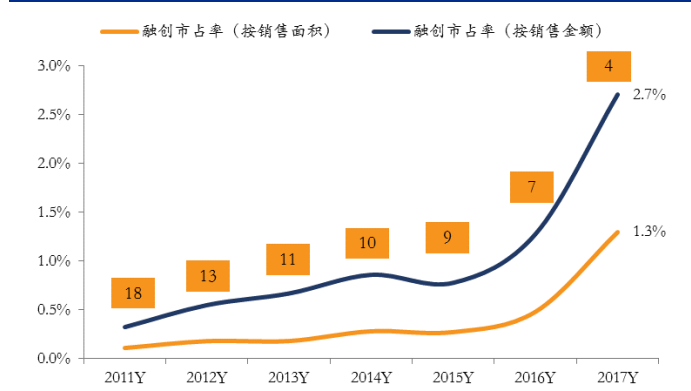
2018年销售目标4500亿元，前9个月已完成年度目标70.90%：截至2017年底，公司可售货源为887亿元，2018年预计将有超过340个项目进行销售，18年下半年预计总可售资源达人民币4912亿元，充足优质的可售资源将支持公司销售金额的稳定增长。2018年预计公司保守销售目标为4500亿元，预期同比增长24.3%。截止9月份，公司实现销售金额3190.70亿元，1-9月销售金额/18年度目标销售金额达70.90%，预计未来一个季度，在可售资源充足、推盘力度及销售手段不断的情况下，公司或将超额完成年度销售目标。

图 32：融创中国销售表现亮眼



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 33：融创中国市占率不断提升



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：可比公司销售年复合增长率

	碧桂园	中国恒大	万科 A	融创中国	保利地产	中海地产	新城控股	龙湖集团	华润置地	世茂房地产	旭辉集团	远洋地产
市占率变动	4.90%	3.39%	2.08%	2.89%	1.46%	0.23%	1.55%	0.92%	0.49%	0.31%	0.95%	0.20%
年复合增速	55.14%	42.93%	27.58%	57.93%	27.59%	16.79%	66.77%	33.66%	23.03%	20.30%	54.77%	21.05%

资料来源：中指院、安信证券研究中心

备注：2018年9月相对2013年9月的数据计算结果

公司严格把控项目开发流程及销售节奏，力求“精品”。对任何项目公司在保证产品质量的前提下，均要求保持较快的开发和销售节奏，以实现快速去库存，回笼资金，服务现金流。

强大的产品力：在产品品质的塑造上，公司采用高于同行的产品品质标准，包括第三方实测评估、八大质量内控标准，以确保产品的高品质，同时为业主提供功能全面的园区配套。经过多年的操作积累，公司已成功打造了多条具备行业影响力的产品线：壹号院系、桃花源系、

府系和桃源系等，在众多核心城市树立起高品质产品的最高标准。

图 34：融创中国壹号院系



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

图 35：融创中国桃花源系



资料来源：公司官网、安信证券研究中心

收并购拿地可实现快速开发：融创中国当前超过 50% 的土地储备是通过收并购交易而来，通过收并购方式获取的土地占用资金少，可进行快速开发，能够快速产生销售回款，而招拍挂土地至少需要 9 个月时间才能预售并产生现金流。

以营销为主导：制定全销售周期考核体系，公司执行不低于一线开发商平均薪酬水平，以及灵活的高佣金制度，充分激发销售团队的热情与潜能，以此来提高销售速度，提高运营效率。

图 36：融创中国土地储备结构

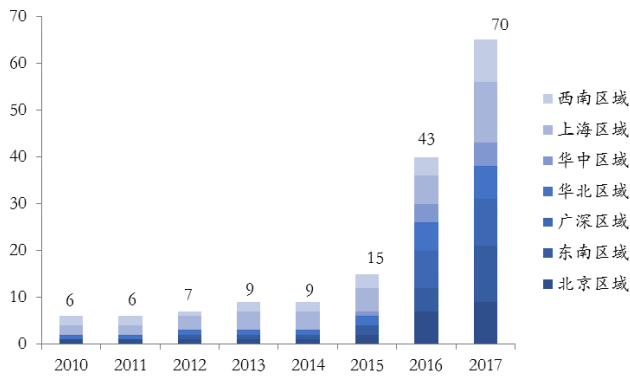


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2. 聚焦核心区域市场，多个城市取得领先地位

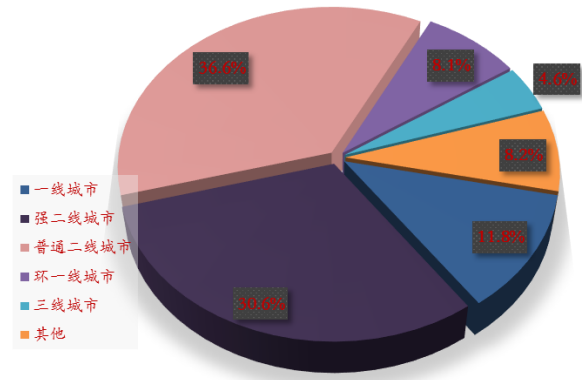
聚焦核心区域市场，核心一二线城市基本全覆盖。公司在城市投资的布局上，坚持以一线城市、强二线城市以及环一线城市为主的原则。从目前公司所进入的城市看，基本是按照这三条原则来进行投资布局的，所进入城市在经济和人口方面都有较好的基础。截至 2017 年底，公司共进入 70 个城市，包括 4 个一线城市，26 个二线城市和 11 个环一线城市等；至 18 年，所进入城市超 80 城。我们看好公司当前的城市布局：30 个左右的核心一二线城市+沿海都市圈内的强三线城市，预计公司未来将审慎选择新线城市，总城市数量将基本维持稳定。

图 37: 融创中国区域扩张进程



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 38: 2017 融创中国区域销售金额分布情况



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 39: 融创中国当前布局城市



按城市等级分类:

- 一线城市: 上海、北京、广州、深圳
- 强二线城市: 宁波、济南、青岛、厦门、南京、重庆、杭州、大连
- 中等二线城市: 西安、郑州、温州、长沙、南昌、太原、石家庄、无锡、南宁、合肥、佛山、东莞、苏州、成都、武汉、烟台、哈尔滨、昆明
- 环一线城市: 常州、南通、绍兴、舟山、惠州、中山、珠海、清远、江门、肇庆

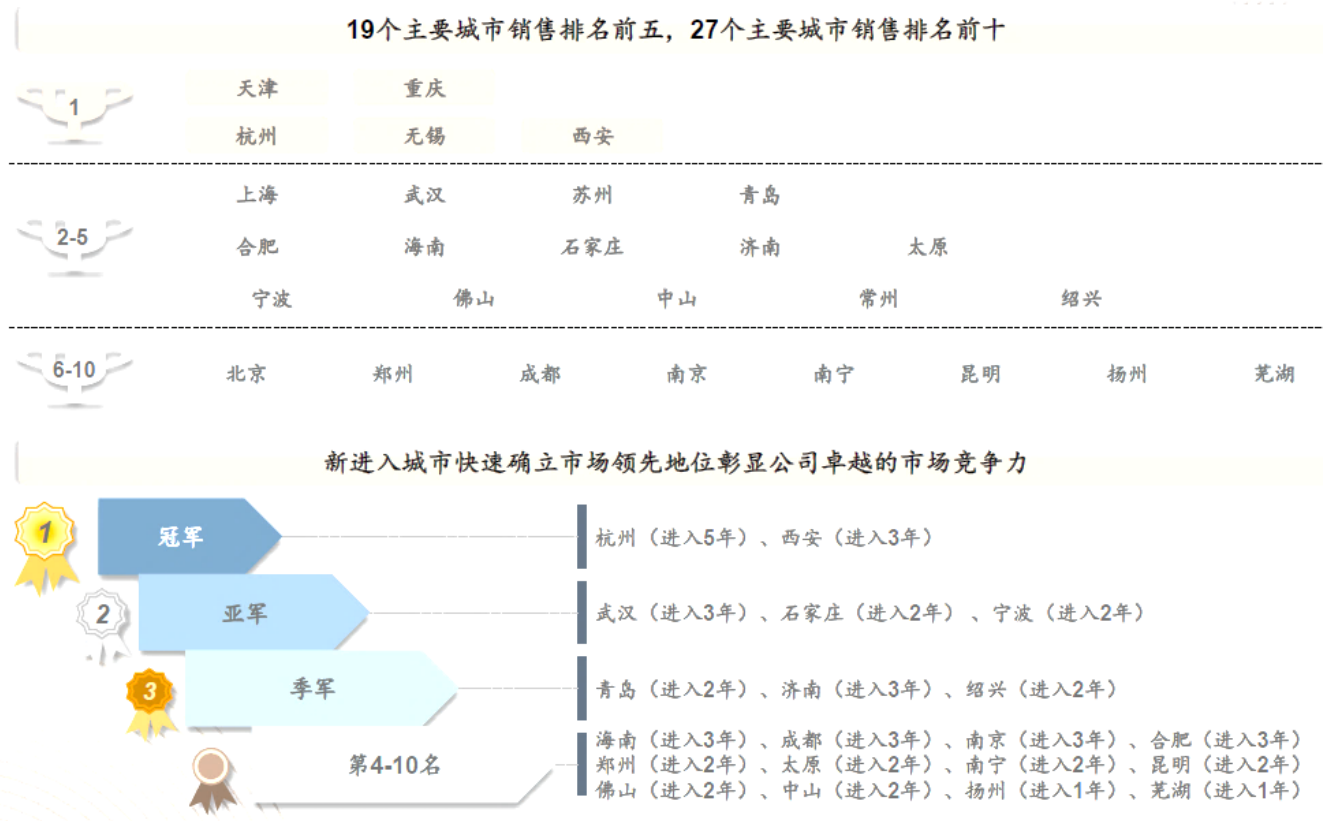
按都市圈分类:

- 北京区域: 北京、济南、青岛、太原、石家庄、张家口、廊坊、承德、烟台
- 华北区域: 天津、郑州、西安、沈阳、大连、哈尔滨、大庆
- 上海区域: 上海、苏州、南京、无锡、常州、镇江、南通、扬州、徐州、盐城、泰州、芜湖、马鞍山
- 西南区域: 重庆、成都、南宁、昆明、桂林、贵阳、柳州、北海、西双版纳
- 东南区域: 杭州、合肥、厦门、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、莆田、泉州、舟山、台州、温州
- 广深区域: 深圳、广州、佛山、东莞、惠州、中山、珠海、清远、江门、肇庆
- 华中区域: 武汉、长沙、南昌、宜昌、景德镇
- 海南区域: 三亚、海口、万宁、琼海、儋安

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

坚持区域深耕战略，多个城市取得领先地位。对于一二线城市，包括直辖市、省会及沿海强二线城市，公司目前已基本做到全覆盖。从市占率角度看，融创在大多数城市仍有深耕空间，我们汇总了 29 个一二线城市 2017 年市场销售情况，共有 19 个主要城市销售排名前五，27 个主要城市销售排名前十，在城市排名中位居第一的包括天津、重庆、杭州、无锡、西安。

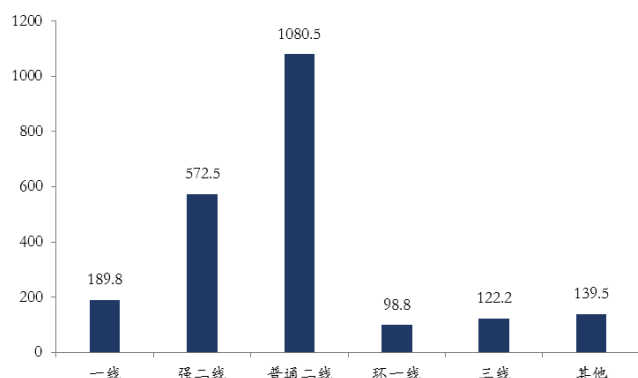
图 40: 融创中国在部分城市的市占率仍有很大的提升空间



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

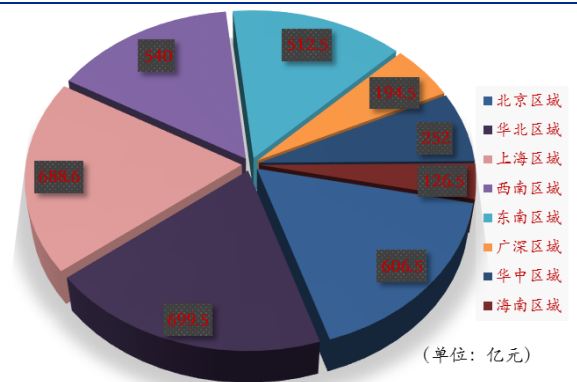
公司拿地持续聚焦一二线城市。从城市等级来看, 公司坚持重点投资核心二线城市的策略未发生变化, 且投资力度在不断加强。从销售面积结构和土地储备上看, 2017年, 公司一二线销售面积占比达到84%, 一二线城市土地储备占到79%, 三线城市新占比仅为4.6%, 未来公司仍将不断聚焦一二线城市, 选择性的布局强三线城市。从土地获取的方式看, 公司主要以并购形式作为主要的获取土储资源的方式, 近年来, 以并购形式获取土储比例高达50%, 这也得益于公司并购方面的品牌优势。

图 41: 融创中国 2017 年合同销售面积划分-按城市能级



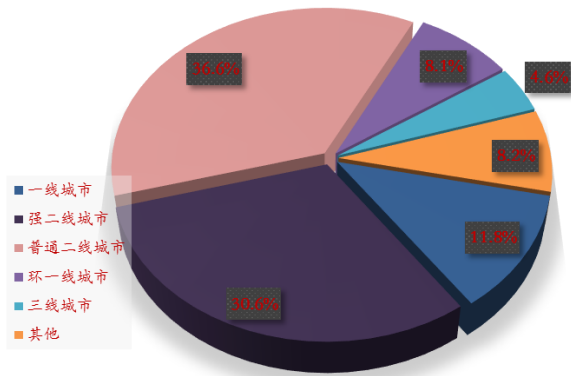
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 42: 融创中国 2017 年合同销售面积划分-按区域



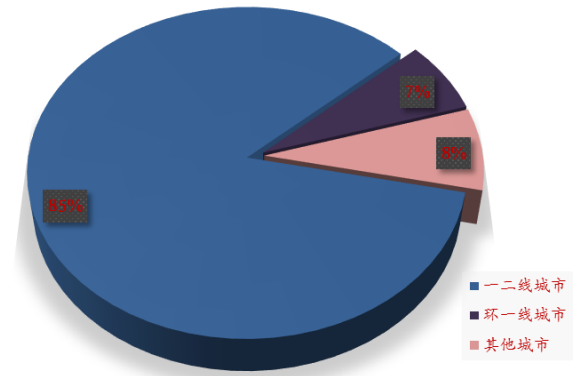
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 43: 融创中国 2017 年土地储备结构



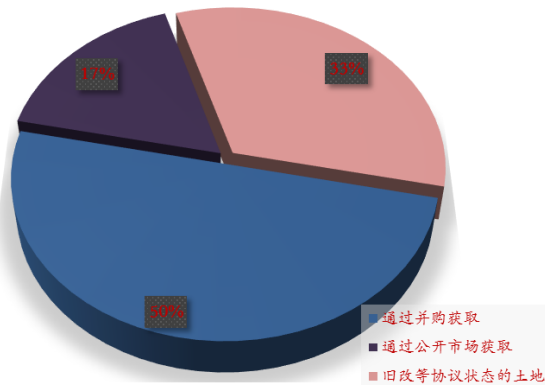
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 44: 融创中国 2018H1 土地储备结构



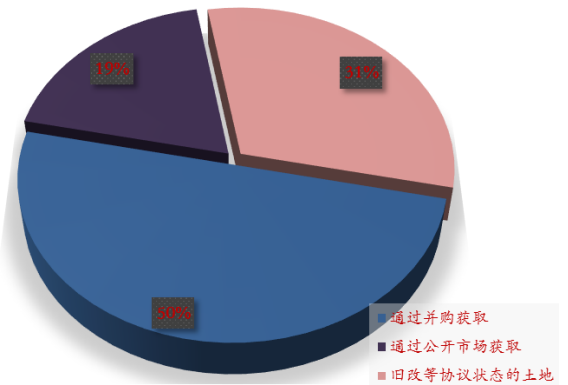
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 45: 融创中国 2017 年土地获取方式分布



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

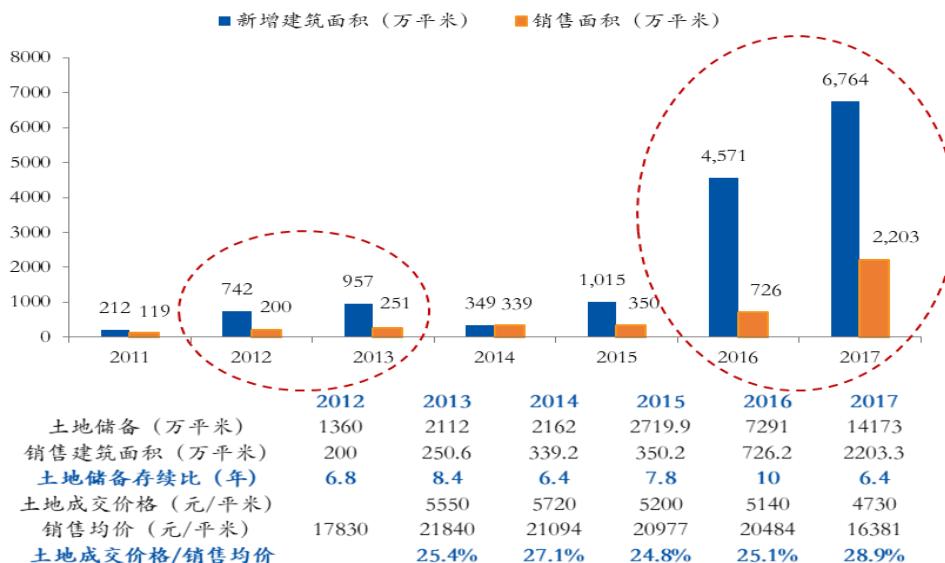
图 46: 融创中国 2018H1 土地获取方式分布



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

公司对市场的周期发展有着较强的把握能力。从策略上看, 在把握市场的发展趋势后, 在市场大年的前一年就开始拿地。如 2012 年与 2013 年, 而在 2015 年、2016 年、2017 年, 行业格局变动, 集中度开始在土地资源中显现, 公司把握市场机会, 通过招拍挂或收购的方式获得大量优质土储。

图 47: 2011 年-2017 年融创中国新增土储情况



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

加大收并购力度扩大储备规模。从 2011 年至 2017 年，公司共完成 34 次收并购安排（未计入万达文旅项目），涉及金额 1727 亿元。截止 2018 年中期数据，公司土地储备货值达 3.29 万亿元，其中 85% 的货值在一二线城市，环一线城市货值占比 7%，其余城市货值占比仅 8%；按照土地储备面积计算，截止 2018 年中期数据，公司总土地储备 2.31 亿方，其中 19% 来自公开市场获取，50% 来自收购并购，其余 31% 来自旧改等协议状态。

表 3：2011 年-2017 年融创中国收购并购事件

收并购标的	时间	涉及金额 (亿元)	主要内容
首钢融创置业	2011.9	14.5	收购首钢融创置地有限公司 50% 股权，交易完成后，融创拥有标的公司 100% 股权
绿城湖滨置业	2012.1	0.51	收购无锡绿城湖滨置业有限公司 51% 股权
9 个绿城项目 股权	2012.6	33.57	以合营公司形式收购绿城 8 家项目 50% 股权，直接收购 1 家项目公司 50% 股权
万通地产	2012.12	4.73	收购万通地产 23.5% 股权及公司债务
硕通投资	2013.3	9.07	向硕通投资收购 49% 股权
China Gold	2013.3	90.19	向绿城收购 Golden Regal Limited 50% 权益
上海富源滨江 优势有限公司	2014.11	15.74	向上海申江两岸收购上海富源滨江 47% 股权
融绿平台	2014.12	64	向融绿平台收购优势公司若干股权
上海丹枫	2014.12	91.44	向融绿平台收购若干股权
上海丹枫	2015.2	13.24	向北京枫丹、深圳仲山、深圳华顺、深国投购买上海枫丹 37.855% 股权
上海融绿平台	2015.5	153.97	签订框架协议，以 153.97 亿元的代价，买断上海融绿平台
悦景集团	2015.7	27.56	向妙领投资收购悦景集团持有目标公司的 80% 股权及贷款
四川国嘉	2015.7	4.5	向四川国嘉收购目标公司 20% 股权
上海枫丹	2015.8	5.7	向华润深国投投资、深圳深商置收购上海枫丹 24.29%
天朗集团	2015.9	6.84	向天朗集团以合营的方式收购天朗 8 个项目
上海领悟	2015.10	14	向上海悦华收购上海领悟 100% 股权
上海华枫	2016.1	7.52	向上海浦东发展收购上海华枫 9.4%
江苏友谊	2016.1	10.38	向江苏友谊合升房地产收购 95% 股权
上海枫丹	2016.1	13.25	收购上方枫丹 37.855% 股权及债权，收购完成后持有上海华枫 76.9%
德尔太湖湾	2016.2	11.7	向多家第三方收购苏州德尔太湖湾及德尔太湖城全部股权及债权
中牟美盛	2016.2	7.54	向第三方收购中牟美盛 70% 的股权和债权
上海摩克	2016.3	40.32	与上海摩克成立合营公司，代价 40 亿获取项目公司股权
莱蒙国际	2016.5	43.94	收购莱蒙国际北京、上海、深圳、惠州等地 7 个项目的全部股权和债务
融科智地	2016.9	139.8	收购融科智地旗下 42 个物业项目的全部股权和债务，总代价 137.88 亿元
金科股份	2016.9	40	以非公开发行的方式收购金科股份扩大后的 16.96% 股权
金科股份	2016.11	8.3	金科股份 3.04% 股份
嘉凯城	2016.11	36.62	收购嘉凯城青岛李沧大体量项目
杭州金翰	2016.12	8.59	收购杭州金翰旗下三项目
霍尔果斯凯格	2017.1	15.1	收购成都紫希商业管理公司 100% 股权，成都顺宇置业公司 10% 股权
北京链家	2017.1	26	收购北京链家 6.25% 的股权
北京融智瑞丰	2017.3	23.04	北京融智瑞丰 30% 股权及债权，成都融创融锦 49% 股权
昆明星耀	2017.5	102.54	天津星耀 80% 股权及债权
华城富丽	2017.5	21	华城富丽 60% 股权及相关债权
大连润德乾城	2017.6	32.32	大连润德乾城 100% 股权及债权
万达文旅项目	2017.7	438.44	收购万达 13 个文旅项目 91% 的权益

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

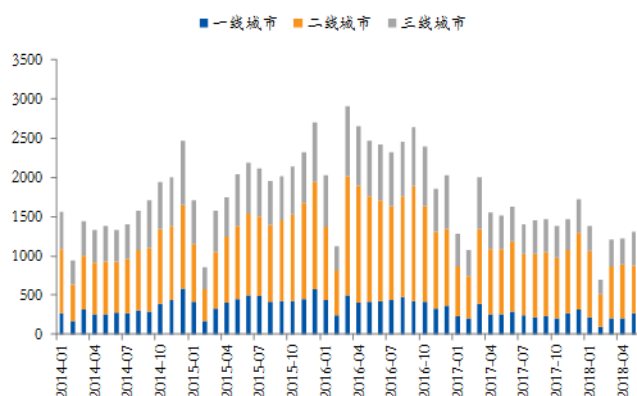
3.3. 当前城市轮动明显，布局全国核心区域的房企具备相对优势

当前城市轮动明显，布局全国核心区域的房企具备相对优势。2017 年受宏观政策影响，全国房价进入低俗增长期，但房价调整开始在不同能级城市间轮动。

从成交面积的表现，一线城市与强二线城市由于限购、限贷、限售、限价等多组合政策券打压，供给端控制较为严格，需求被抑制，成交有显著的缩量。而三四线城市得益于去库存、棚改货币化等多方利好，需求旺盛，库存去化显著。一二线城市在长达一年多的压制中将陆续迎来政策期满期（如社保缴满 3 年，从 16 年 10 月到今年，基本接近期满），未来需求或将逐步释放；三四线城市面临棚改货币化收缩、去库存接近尾声，未来需求或逐步回落。

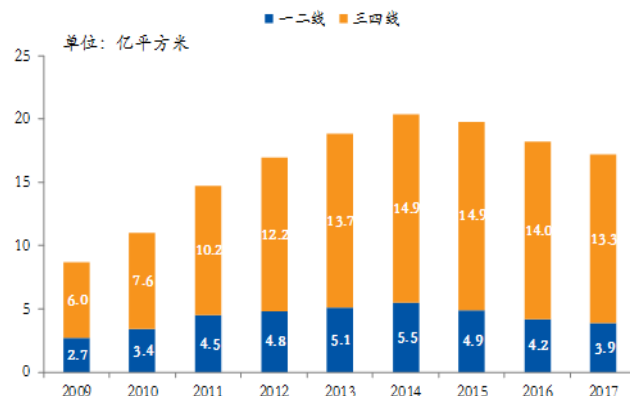
从价格走势来看，以往大周期与城市周期基本一致，当顶点到来时，一二三线城市价格同比增速基本同步见顶回落，而 15 年起的这一轮楼市盛况，各线城市的价格同比变化开始分化，增速高点回落的时间点有明显的异区间现象。未来伴随因城施策的推进，各能级城市间、同能级城市不同地区的政策区别，或将使得城市周期的轮动效应更为明显，而在这样的城市轮动背景中，布局全国核心区域的房企或将具备相对优势。

图 48：30 大中城市商品房成交面积



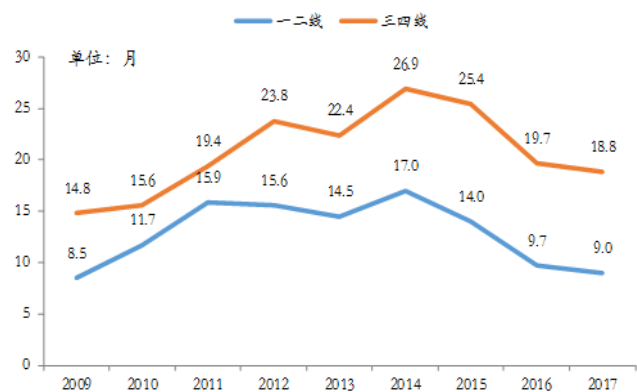
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 49：各线城市已开工库存规模



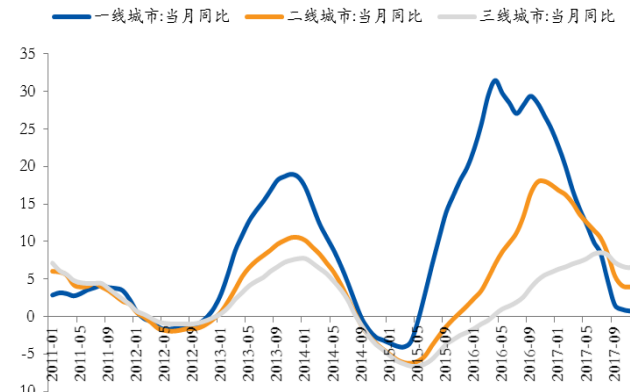
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 50：各线城市已开工库存去化月数



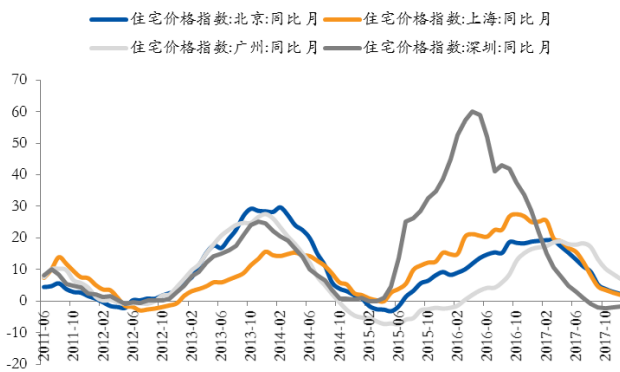
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 51：一二三线城市住宅价格同比变动



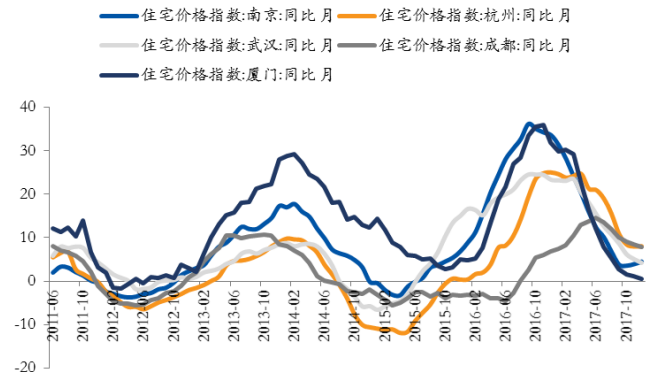
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 52: 一线四城住宅价格走势



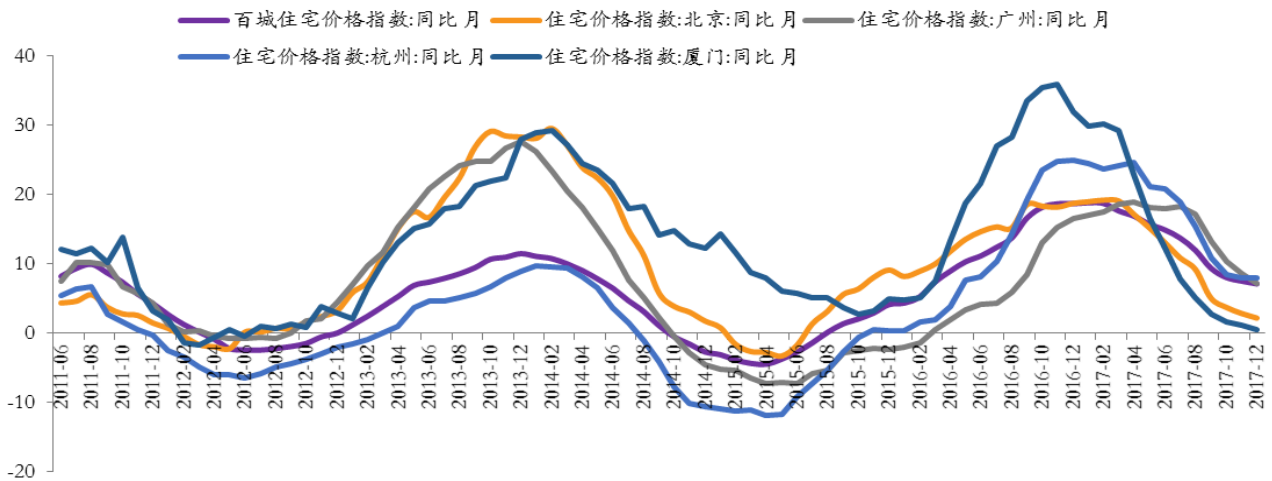
资料来源: wind、安信证券研究中心

图 53: 二线代表性城市住宅价格走势



资料来源: wind、安信证券研究中心

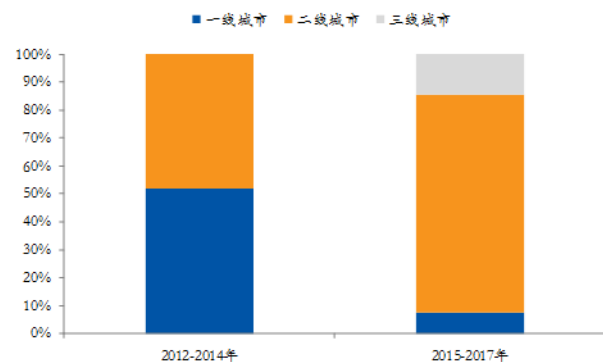
图 54: 城市周期-房价的轮动效应



资料来源: wind、安信证券研究中心

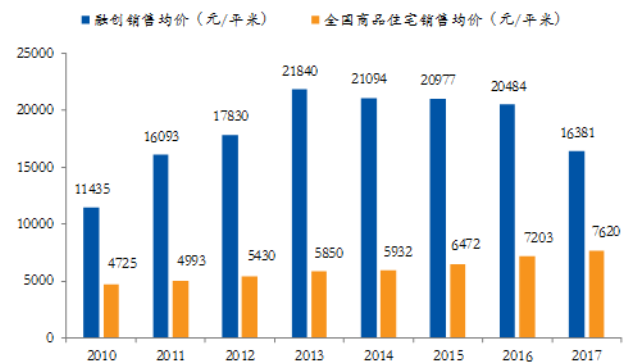
公司层面来看, 2015-2017 年期间, 公司新增土地储备二线城市的比重在不断的提升, 这与一线城市(北上广深)供应土储资源相关, 也得益于二线城市数量的扩展壮大。未来公司的发展策略仍将是聚焦于核心一二线城市。从销售均价的表现来看, 公司拓展城市以强二线、二线占比居多, 均价在行业前十较高位置; 我们认为, 公司定位于“改善型”产品、中高端市场的产品结构以及公司品牌所带来的溢价将成为公司未来销售均价提升的重要支撑点。

图 55: 融创中国新增土储成交金额城市量级分布



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 56: 融创中国成交均价走势



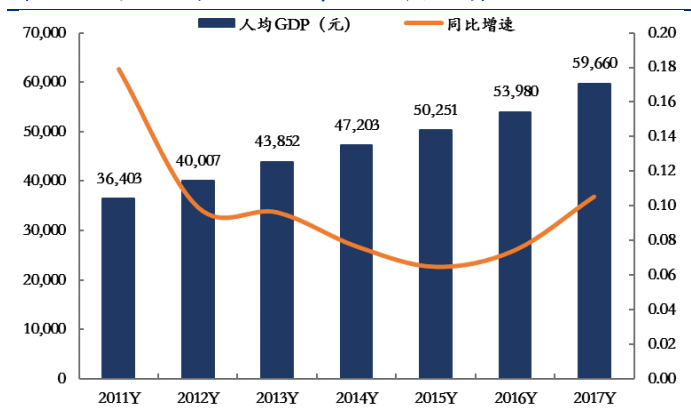
资料来源: wind、安信证券研究中心

4. 高起点完成文旅板块布局，或是未来业绩增长点

4.1. 外部环境利好文旅地产发展

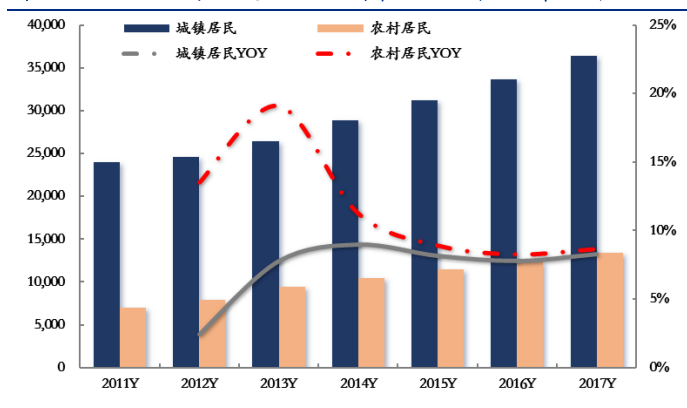
宏观经济持续增长、居民可支配收入水平提高或可刺激旅游需求进一步释放。近年来，我国宏观经济保持增长、城市化进程不断加快、居民可支配收入水平不断提高，2017 年实现人均 GDP 59660 元，同比增长 6.3%；17 年城镇居民与农村居民人均可支配收入分别为 36296 元、13432 元，分别同比增长 8.3%、8.6%。随着经济步入新常态阶段，城镇居民对商业物业、消费娱乐物业和依托于旅游地产的文化旅游需求将进一步释放，改善民生需进一步释放国民的休闲需求，这些为文化旅游业的发展提供了重要机遇。

图 57：我国人均 GDP 保持稳定增长态势



资料来源：wind、安信证券研究中心

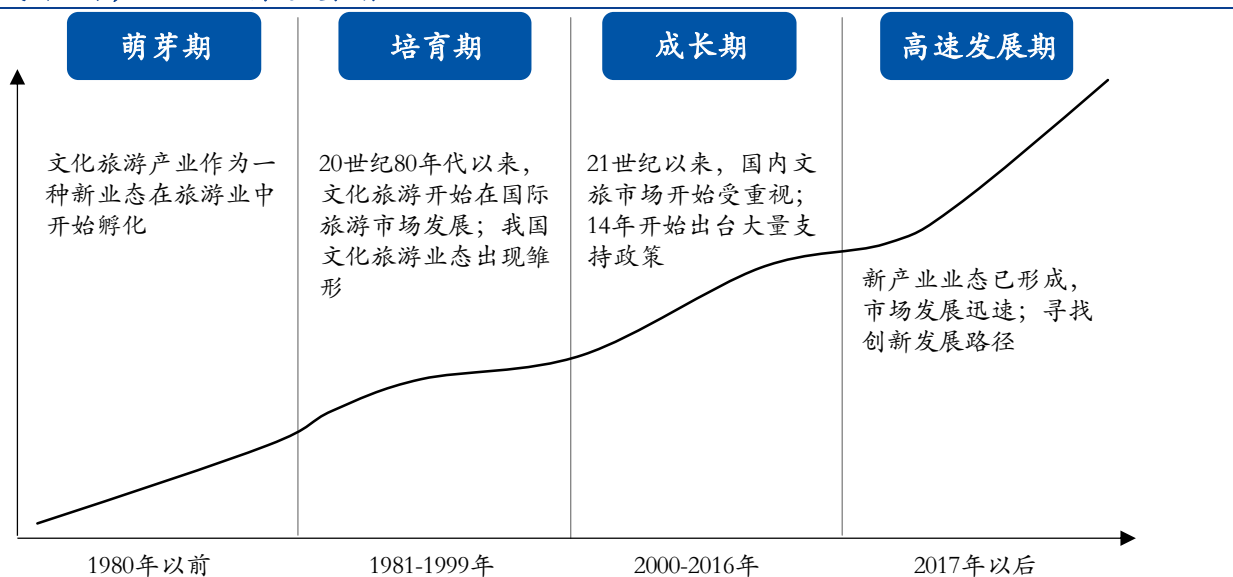
图 58：居民人均可支配收入（单位：元）逐年上升



资料来源：wind、安信证券研究中心

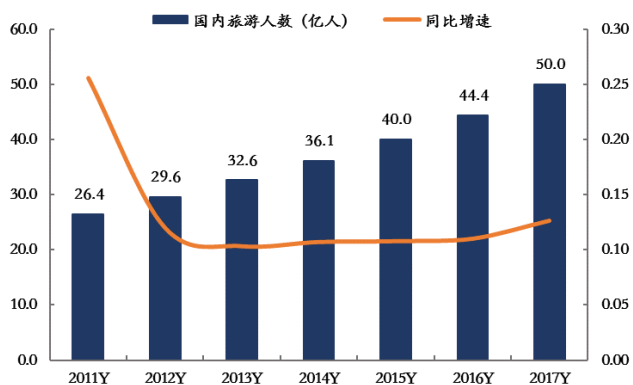
我国文旅行业已进入高速发展期，旅游行业市场规模庞大。2017 年我国人均 GDP 已经达到 9481.88 美元，从旅游发展的规律看，我国正处在休闲度假旅游规模化快速发展的重要时期。另外，经过萌芽期、培育期和成长期的积累，我国旅游行业市场规模实现了较大的跨越，2016 年全年接待国内外游客人次 50 亿，同比增长 12.6%；实现旅游收入 4.57 万亿元，同比增长 15.9%。

图 59：我国文旅产业已经进入高速发展期



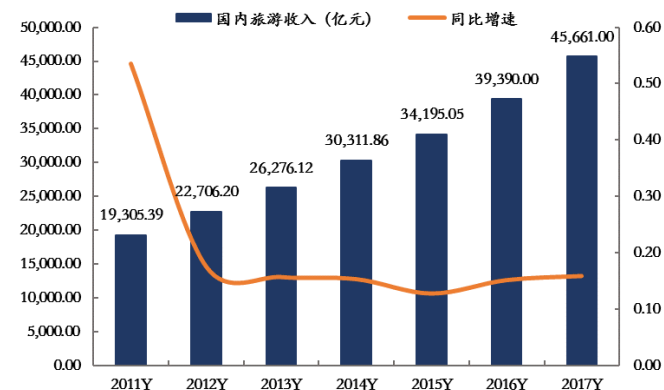
资料来源：wind、安信证券研究中心

图 60: 旅游收入增速逾 10%



资料来源: wind、安信证券研究中心

图 61: 接待游客人次增速逾 10%



资料来源: wind、安信证券研究中心

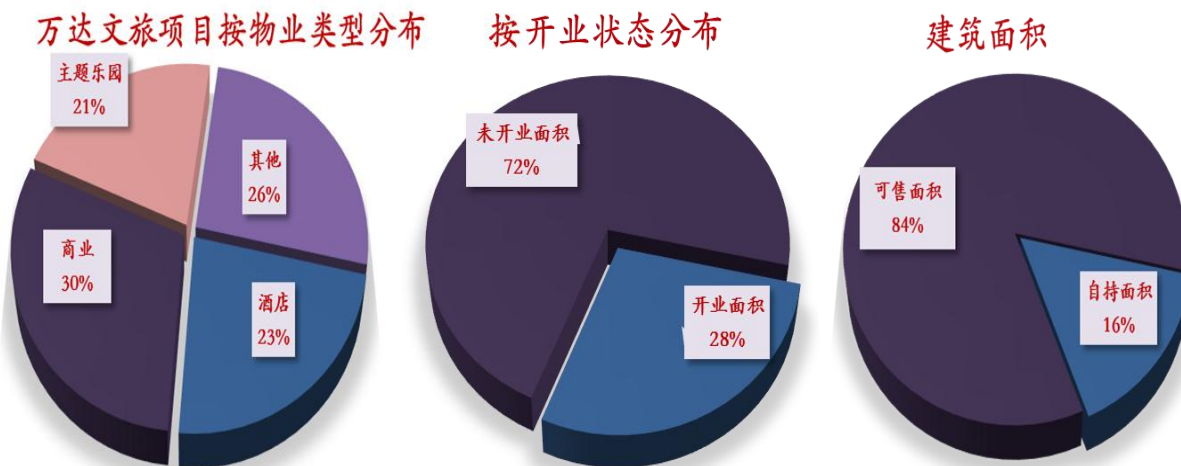
4.2. 收购万达项目，文旅板块高起点布局

2017 年 7 月，融创与万达商业签订协议，将收购万达旗下 13 个文旅项目，新增土地面积 5897 万平方米，其中可售面积 4970 万平方米，收购价格为 438.44 亿元，折合土地单价仅 2600 元/平方米（评估价值 4200 元/平米，原始单价 1300 元/平米），项目位于广州、重庆、成都、青岛、无锡等市场形势火热的重点城市。项目护城河好，有望提升住宅物业的升值空间。

按照物业类型看，主题乐园（包括陆乐园、水乐园、电影乐园、海洋公园、娱雪乐园及秀场等）26 个，200 万方，占比 21%；商业 38 个，293 万方，占比 31%；酒店 64 个，218 万方，占比 23%；其他（包括影视产业园、办公楼、学校、医院及展示中心，未来高端教育、高端医疗对地产具有协同效应）246 万方，占比 25%。按照开业状态看，开业面积 271 万方，占比 28%，未开业面积 686 万方，占比 72%。

公司在战略定位上除了地产，也希望打造中国最大的高品质文旅地产运营商。2018 年公司已成立独立运营的文旅集团，致力于提升以高起点布局的文旅项目的运营能力和盈利水平。同时，公司重点探索海南、云南等拥有丰富旅游资源的区域，持续拓展文旅产业。目前公司文旅板块处于培育期，公司致力于成为中国最具行业竞争力文旅地产运营商之一，未来文旅板块的规模提升带来的效益有望成为公司未来新的增长点。

图 62: 万达文旅项目结构



资料来源: wind、安信证券研究中心

表 4: 万达文旅项目介绍

城市	总建筑 面积(万 平方米)	销售部 分建筑 面积	持有部 分销售 面积	销售 占比	物业类型	业态
西双版纳	337.35	301.14	36.21	89.3%	住宅、商业、公寓、车位	万达广场、室外主题乐园、秀场、酒店、酒吧街等
南昌	485.84	426.39	59.45	87.8%	住宅、商业、公寓、车位	万达茂、主题乐园、酒店、酒吧街等
合肥	422.53	353.46	69.07	83.7%	住宅、商业、公寓、写字楼、 车位	万达茂、水乐园、电影乐园、室外主题乐园、酒店、酒吧街等
哈尔滨	494.33	424.67	69.66	85.9%	住宅、商业、车位	万达茂商业街、室外主题乐园、电影乐园、娱雪乐园、秀场、酒店等
无锡	307.96	251.36	56.6	81.6%	住宅、商业、公寓、车位	万达茂、主题乐园、欢乐海洋、秀场、酒店、酒吧街等
青岛	816.3	669.69	146.61	82.0%	住宅、商业、公寓、车位	万达茂、大剧院、游艇会所和码头、国际医院、国际学校、影视产业园等
广州	372.34	287.15	85.19	77.1%	住宅、商业、公寓、车位	万达茂、主题乐园、秀场、酒店、酒吧街等
重庆	849.61	746.3	103.31	87.8%	住宅、商业、公寓、车位	万达茂、主题乐园、秀场、酒店、酒吧街、赛事中心等
成都	426.42	338.42	88	79.4%	住宅、商业、公寓、车位	娱雪乐园、温泉水乐园、室外主题乐园、秀场、酒店、酒吧街等
桂林	228.65	192.96	35.69	84.4%	住宅、商业、公寓、车位	旅游小镇、主题乐园、海洋馆、水乐园、客栈、酒店等
昆明	235.8	202	33.8	85.7%	住宅、商业、公寓、车位	旅游小镇、娱雪乐园、海洋乐园、飞行影院、国际医院、酒店等
济南	519.1	426.58	92.52	82.2%	住宅、商业、公寓、车位	旅游小镇、娱雪乐园、水乐园、室外主题乐园、商业街、冰篮馆、酒店、酒吧街等
海口	400.82	353	47.82	88.1%	住宅、商业	旅游小镇、主题乐园、室外水乐园、酒店等
合计	5897.05	4973.12	923.93	84.3%		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 亏损的乐视投资，看中的是什么？

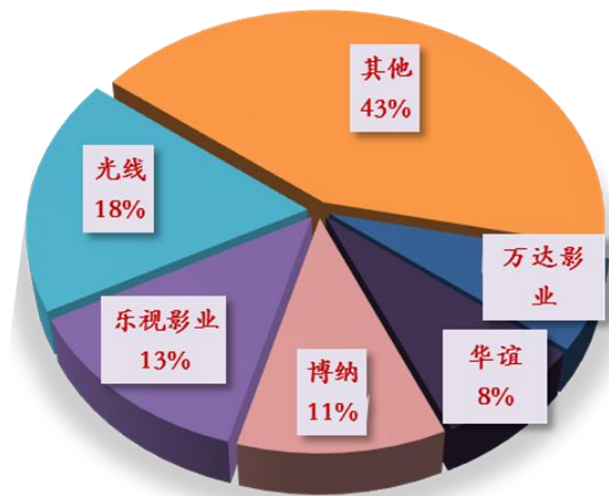
公司在 2017 年完成对乐视网、乐视致新、乐视影业的收购后，基于谨慎性原则，分别计提应收账款坏账准备、投资以及债务担保减值准备、按权益法入账的投资损失分别为 21 亿元、99.8 亿元、44.8 亿元。对于该项收购，公司在 2017 年年度报表已对乐视相关投资损失有充分释放，未来该项投资对公司业绩影响预计或有限。

2018 年 9 月 24 日，公司竞得乐视系其他核心资产（包括新乐视智家 18.38% 股权、乐视影业 21.81% 股权），公司与乐视的合作，相中的为影视产业相关业务。根据统计，2016 年五大民营影视公司国产影片的票房占有率中，乐视影业享有 13% 的份额；乐视影业的战略目标为发展电影业 O2O 闭环，如果未来乐视影业与万达影业能够牵线成功，双方优势互补，发展空间足以想象。此外，电影产业对于文旅板块而言也有相辅相成之效。

除却万达、乐视相关资产收购，公司近年来在资本市场动作也较为频繁。如，17 年初以 26 亿元增资链家，获得链家 6.25% 股权，北京链家成为公司的联营公司；18 年初，链家自如 A 轮融资，公司对其投资 5000 万美元，投资完成后，公司持有链家自如股份约 1.56%。在这一类增资中，我们认为，或源于公司对国内存量房市场的发展空间的看好。

图 63：2016 年五大民营影视公司国产影片票房占有率

2016年五大民营影视公司国产影片票房占有率



资料来源：wind、安信证券研究中心

表 5：融创近年来在资本市场的动作

时间	事件	金额 (亿元)	可能的目的
2017/1/9	以 26 亿元增资链家，获得链家 6.25% 股权，北京链家成为融创的联营公司	26	看好中国房地产存量交易市场的发展空间
2017/1/13	乐视网 8.61 股权	60.41	
2017/1/13	乐视影业 15% 股权	10.5	看中电视及电影产业的未来发展
2017/1/13	乐视致新 33.5% 股权	79.5	
2017/7/10	收购万达 13 个文旅项目 91% 的权益	438.44	看中文化旅游产业、大健康产业等的前景，看中电影等的发展
2018/1/16	链家自如 A 轮融资，融资投资 5000 万美元，投后占股约 1.56%	5000 万美元	看好中国房地产存量交易市场的发展空间，链家自如为中国分散式长租公寓运营模式的领跑者
2018/1/29	融创与大连万达集团及大连万达商业签订战略合作协议，计划出资¥95 亿元，购买大连万达商业股东持有的 3.91% 股份；5 月 28 日该合作事项或股东正式批准，全票通过	95	看好文旅板块的未来
2018/9/24	拍卖竞得新乐视智家 18.38% 股权、乐视影业 21.81% 股权	7.73	看中电视及电影产业的未来发展

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 公司估值

5.1. 财务估值

销售面积——到 2020 年，我们预测公司年销售面积或可达到 3600 万平方米，增长主要来自核心一二线城市的产出增加，复合增速达 17.6%（2017-2020 年计算年复合增长率）。

销售均价——看未来 3-5 年，公司销售均价年增速有望维持在 17000 元/㎡水平，主要基于未来 3-5 年全国房价整体趋势以及公司自身产品结构的优化。

销售额——结合量、价判断，预计公司 2020 年销售额或可突破 6000 亿元，到 2020 年化复合增速约 19.1%。

净利润率——判断公司未来 3-5 年的净利润率或能维持在 10%的区间内。

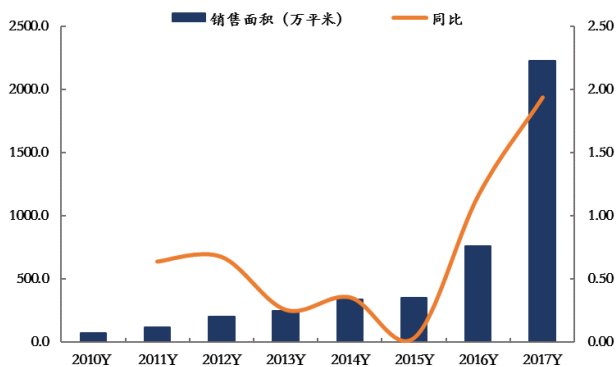
业绩增速——综合我们对公司销售规模、销售均价以及利润率的判断，预计公司 2017-2020 年业绩年复合增长率或能保持在 25%-30%。

表 6：融创中国历年业绩表现及预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	复合增速
销售面积 (万平方米)	72.9	119.4	199.9	250.6	339.2	350.2	758.2	2229.8	2675.8	3157.4	3631.0	17.6%
销售均价 (元/平方米)	11435.2	16092.8	17830.3	21839.6	21093.8	20976.6	20484.0	16380.8	17000.0	17000.0	17000.0	----
销售额(亿元)	83.34	192.1	356.3537	547.3	715.5	734.6	1553.1	3652.6	4548.8	5367.6	6172.7	19.1%
营业收入 (亿元)	66.6	106.1	208.5	308.9	251.0	231.1	356.6	666.1	1458.7	1882.1	2288.2	50.9%
净利润 (亿元)	15.4	23.6	26.1	31.8	32.2	33.0	24.8	110.0	151.5	196.8	223.6	26.7%
净利润率	23%	22%	13%	10%	13%	14%	7%	17%	10%	10%	10%	----

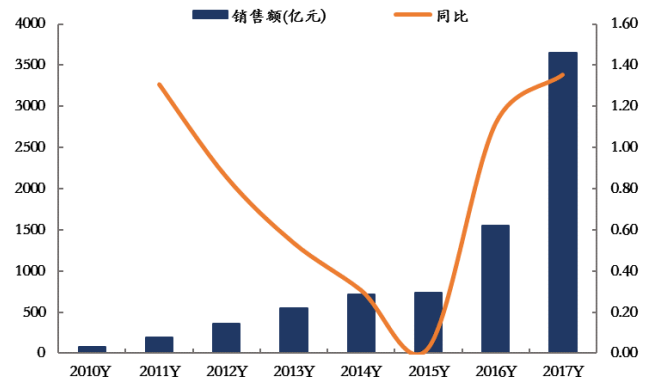
资料来源：安信证券研究中心

图 64：融创中国销售面积



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 65：融创中国销售金额

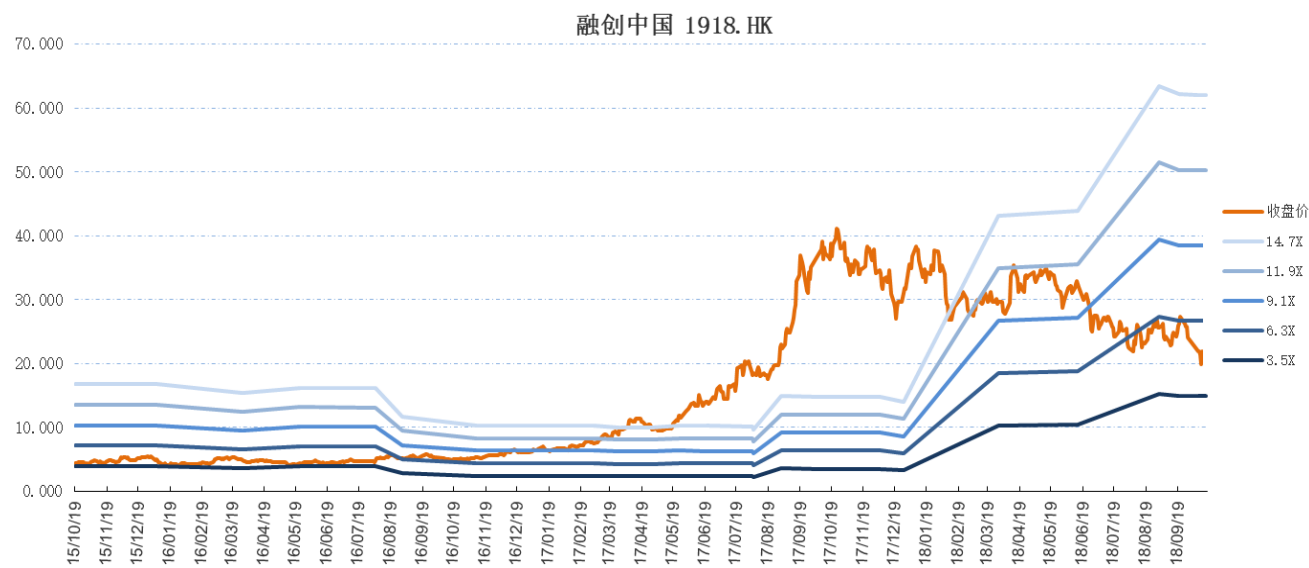


资料来源：wind、安信证券研究中心

5.2. PE-Band

通过 PE-Band 的考察，当前公司股价在 3.5X-6.3X 的区间内，折价较为明显。我们给予 9X 的估值，目标价为 40HK\$。

图 66: 融创中国 PE-band



资料来源: wind、安信证券研究中心

6. 投资建议

公司是中国领先房地产发展商之一，深耕一二线城市，近年来销售实现跨越式增长，锁定未来业绩释放期，未来在城市轮动效应显性化，公司的布局或将助力公司更好把握城市周期。公司收购万达文旅项目，高起点布局文旅板块，未来或是新的业绩增长点。我们预计公司2018年-2020年的收入增速分别为139.72%、28.13%、10.77%，净利润增速分别为37.6%、29.9%、13.7%，成长性突出；首次给予买入-A的投资评级，6个月目标价为40港元。

风险提示：

- 1) 公司经营风险
- 2) 公司净有息负债率较高
- 3) 政策风险
- 4) 经济波动
- 5) 需求疲弱，销售不及预期

7. 财务报表

表 7: 资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产					
流动资产					
货币资金	52,086.1	68,433.3	60,378.1	58,407.6	60,460.0
减: 营业现金	-	-	-	-	-
超额现金	52,086.1	68,433.3	60,378.1	58,407.6	60,460.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款净额	819.9	1,235.2	2,961.0	3,794.0	4,202.5
存货	130,621.2	313,768.4	704,790.9	905,086.6	1,007,311.4
其他流动资产	69,170.6	116,164.1	255,776.1	323,167.7	356,216.0
流动资产总额	252,697.7	499,600.9	1,023,906.0	1,290,455.9	1,428,189.9
非流动资产					
权益性投资	34,552.9	58,613.2	58,619.1	58,624.9	58,630.8
金融资产投资	761.4	12,836.5	12,849.3	12,862.2	12,875.0
固定资产合计	546.5	39262.6	40378.2	41403.7	42339.2
无形资产	421.4	839.4	839.4	839.4	839.4
商誉	411.1	639.5	639.5	639.5	639.5
递延所得税资产	-	-	-	-	-
其他非流动资产	4,203.3	11,949.6	16,603.3	18,849.7	19,951.3
非流动资产总额	40,485.4	123,501.3	129,089.4	132,380.0	134,435.9
资产总额	293,183.1	623,102.2	1,152,995.4	1,422,835.9	1,562,625.8
负债					
流动负债					
短期借款及长期借款当期到期部分	32,644.3	78,672.7	82,345.0	80,345.0	78,672.0
应付帐款	12,711.3	36,997.0	83,161.1	107,802.0	120,216.9
应交税费	10,047.9	18,538.1	17,611.2	16,730.6	15,894.1
其他流动负债	113,190.5	251,500.7	637,711.8	821,759.0	900,623.1
流动负债总额	168,594.1	385,708.4	820,829.0	1,026,636.6	1,115,406.0
非流动负债					
长期借款	80,199.7	140,597.2	150,994.2	163,391.2	177,788.2
递延所得税负债	-	-	-	-	-
其他非流动负债	8,978.1	36,158.4	106,895.1	141,040.2	157,784.7
非流动负债总额	89,177.8	176,755.6	257,889.3	304,431.4	335,572.9
负债总额	257,771.9	562,464.0	1,078,718.3	1,331,068.0	1,450,978.9
股东权益					
普通股股本	3,857.7	4,396.5	4,405.1	4,405.1	4,405.1
资本公积	-	-	-	-	-
股本溢价	3,717.2	12,959.7	12,959.7	12,959.7	12,959.7
留存收益	16,200.9	26,775.2	38,892.5	54,634.2	72,525.4
其他储备	3,020.0	3,689.8	3,689.8	3,689.8	3,689.8
储备合计	22,938.1	43,424.6	55,541.9	71,283.6	89,174.8
归属于母公司所有者权益	23,269.5	43,802.2	56,257.2	71,999.0	89,890.1
少数股东权益	12,141.7	16,836.0	18,019.8	19,768.9	21,756.8
所有者权益合计	35,411.2	60,638.2	74,277.0	91,767.8	111,646.9
负债与股东权益总额	293,183.1	623,102.2	1,152,995.4	1,422,835.9	1,562,625.8

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 8: 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动产生的现金流量	4616.03	75099.37	-11735.64	428.15	3441.50
净利润	2478.35	11003.86	15146.62	19677.15	22363.95
折旧和摊销	35.11	339.15	384.47	474.47	564.47
财务费用	888.27	2573.65	6082.52	6904.23	7624.59
少数股东损益	460.01	660.52	1479.75	2186.35	2484.88
营运资金的变动	-36915.26	-40036.09	-34829.00	-28814.06	-29596.39
经营性应收项目的减少/(增加)	-727.65	-415.30	-1725.79	-833.05	-408.52
应收帐款的减少/(增加)	-727.65	-415.30	-1725.79	-833.05	-408.52
经营性应付项目的增加/(减少)	7223.19	32775.83	45237.19	23760.33	11578.36
应付帐款的增加/(减少)	5214.47	24285.71	46164.10	24640.89	12414.89
应交税费的增加/(减少)	2008.72	8490.12	-926.90	-880.56	-836.53
存货的减少/(增加)	-80751.39	-183147.20	-391022.53	-200295.69	-102224.82
递延所得税资产的减少/(增加)	-	-	-	-	-
递延所得税负债的增加/(减少)	-	-	-	-	-
其他流动资产的减少/(增加)	-48095.19	-46993.54	-139611.92	-67391.64	-33048.29
其他流动负债的增加/(减少)	78815.84	138310.16	386211.07	184047.28	78864.02
其他非流动资产的减少/(增加)	2021.20	-7746.30	-4653.73	-2246.39	-1101.61
其他非流动负债的增加/(减少)	4598.74	27180.25	70736.71	34145.10	16744.47
合计	4616.03	75099.37	-11735.64	428.15	3441.50
投资活动产生的现金流量	-34478.92	-120168.74	-1134.23	-1044.24	-954.26
交易性金融资产的减少/(增加)	-	-	-	-	-
金融性投资的减少/(增加)	-761.41	-12075.07	-12.84	-12.85	-12.86
权益性投资的减少/(增加)	-19292.28	-24060.36	-5.86	-5.86	-5.86
固定资产投资(新增固定资产)	-477.57	-38716.09	-1115.53	-1025.53	-935.53
无形资产投资	-191.08	-418.08	0.00	0.00	0.00
合计	-34478.92	-120168.74	-1134.23	-1044.24	-954.26
融资活动产生的现金流量	59230.29	61363.63	4966.12	-442.66	626.62
长期借款的增加/(减少)	52985.44	60397.50	10397.00	12397.00	14397.00
资本公积的增加/(减少)	-	-	-	-	-
财务费用	-888.27	-2573.65	-6082.52	-6904.23	-7624.59
股利分配	-	-	-3029.32	-3935.43	-4472.79
股份发行	458.29	538.72	8.63	-	-
循环计算前融资活动产生的现金流量	52555.47	58362.57	1293.78	1557.34	2299.62
短期借款的增加/(减少)	18059.94	46028.32	3672.34	-2000.00	-1673.00
合计	59230.29	61363.63	4966.12	-442.66	626.62

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

表 9: 利润表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	35661.4	66614.0	159688.6	204616.4	226648.6
营业额	35343.5	65873.5	159688.6	204616.4	226648.6
销售成本	30495.5	52245.8	119766.5	153462.3	169986.4
毛利	5166.0	14368.2	39922.2	51154.1	56662.1
营销成本	916.2	3419.4	7281.8	9330.5	10335.2
行政管理费用	1339.4	5559.3	10699.1	12972.7	14369.5
折旧与摊销	35.1	339.1	384.5	474.5	564.5
利息支出-利息收入	888.3	2573.7	6082.5	6904.2	7624.6
其他费用	-2421.9	-12882.3	-6309.8	-7204.7	-8798.9
利润总额	4408.8	15359.0	22168.5	29151.3	33131.8
减:所得税	1470.4	3694.6	5542.1	7287.8	8282.9
净利润(含少数股东损益)	2938.4	11664.4	16626.4	21863.5	24848.8
减:少数股东损益	460.0	660.5	1479.7	2186.4	2484.9
归属母公司股东的净利润	2478.4	11003.9	15146.6	19677.2	22364.0
基本 EPS	0.563	2.498	3.438	4.467	5.077
稀释 EPS	0.563	2.498	3.438	4.467	5.077

资料来源: 公司年报、安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先恒生指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与恒生指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后恒生指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于恒生指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于恒生指数波动;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034