

房企中报季 2014年中期业绩 快评

融创：区域聚焦定位高端，强强联合进军千亿

分析师/CRIC 研究中心 房玲、徐琼

■ 融创收购绿城即将完成，若真受阻也不放弃不畏惧

近日据媒体报道称，由于香港证监会质疑融创与宋卫平为一致行动人，融创收购绿城部分股份案件或将受阻。市场传言如果证监会判定融创与宋卫平为一致行动人，那么融创将面临放弃收购和全面收购的选择，而全面收购的金额将高达200亿元，对此市场猜测融创届时可能放弃收购。

对此，孙宏斌在昨天绿城的发布会上就表示收购进展顺利，融创绝不放弃收购绿城，即使真的被判定为一致行动人，融创也将会选择将全面收购私有化绿城。今天在融创的半年业绩会上，孙宏斌再次表示，融创收购绿城已经到最后一步，将于2周之后或左右完成，不存在相关问题。

从融创的表现和我们的分析来看，融创被判定为一致行动人的可能性不大，融创与绿城的整合也将逐步并入正轨。目前就以后两家企业的区域分布等，孙宏斌都已经做出了较为明确的规划，以充分实现强强联合后的资源整合优势。就算是融创被认定为一致行动人的小概率事件真的发生了，融创全面收购绿城也并不畏惧。原因有以下两点，首先今年上半年融创合约销售金额达到298.02亿元，较去年同期大幅增长26.28%，企业有信心完成650亿元的销售目标，相对于融创的销售规模而言200亿元的收购金额并不会产生太大的困扰。其次今年上半年末，融创持有现金228.85亿元，持有现金充裕，融资渠道畅通，如果真要全面收购绿城，在现有资金和再融资的帮助下，同时控制土地投资规模，即可保证充足的现金流，也不需要为全面收购带来的资金压力而太过担忧。

■ 坚持区域聚焦深耕重点城市，强强联合引领高端物业市场

融创能够在市场调整期获得稳定快速增长的动力主要来源于两方面，一是其坚定不移的实施区域聚焦战略，二则是得益于其高端产品定位。融创坚持聚焦一二线核心城市核心地段，采取深耕策略，使得上半年在聚焦的城市如北京、天津、重庆、上海、无锡、苏州等销售排名均位居前两名，新进入的杭州排名也上升至第五名。从土地储备来看，上半年末融创共有

土地储备2192万平方米，主要分布在重庆、上海（含苏锡常）、天津、北京和杭州，占比分别为31%、28%、24%、9%和8%，这一区域布局也将是企业未来业绩增长有力保障。

融创的一二线核心城市聚焦策略与其坚持高端精品物业是一脉相承的。重点城市核心地段的豪宅和改善市场受到市场低迷的影响相对较小，尤其是上海、北京、杭州等重点城市，这些城市经济发展水平始终位于全国前列，豪宅市场的需求一直存在。因此，融创坚持在这类城市做高端高利润产品，从客户需求以及市场环境来看，未来发展前期可期。此外，融创此次收购绿城，两大走高端路线的房企强强联合，发展高端物业更加如鱼得水。

■ 区域聚焦有效实现费用管控，高端定位保障企业利润

由于融创采取区域聚焦深耕策略，其管理口径小，加上在深耕区域的品牌效应较强，所以营销及管理费用率一直处于行业较低的优秀水平。上半年融创销售及管理费用率约为1.83%，同比微降0.1个百分点。从盈利指标来看，上半年融创毛利率为22.43%，同比增长1.7个百分点。虽然目前仍然较低，但是可以看出正在不断改善当中。由于融创坚持在核心城市核心区域做高品质高利润产品，预计毛利还会有一定上升空间。值得一提的是，得益于区域聚焦下费用的有效控制，融创的核心净利率维持在相对较高水平。上半年融创的核心净利率约为11.28%，同比增长1.4个百分点。

■ 融资成本有效降低，但债务结构仍然有待优化

上半年融创在控制融资成本上颇有成效，上半年的新增借款加权平均利率下降至7.6%，较去年同期的9.4%下降1.8个百分点，上半年末企业有息负债的平均借款利息约为9.47%，同比下降1.8个百分点。但是跟其他大型房企如中海（3.8%）、龙湖（6.5%）、绿城（8.86%）等相比，仍需加强管理，进一步控制。

上半年末企业资金充裕，现金短债比仍然维持在健康水平，但是短期债务比例攀升需警惕。上半年末融创长短期债务比同比大幅下降43.33%至1.57，短期有息负债占比高达39%，两年内到期的有息负债总计占比达60%。短期债务比例过高，企业长短期债务结构存在优化空间。

表：2013-2014年上半年融创财务指标

	财务指标	1H13	1H14	同比/百分点变动	单位
规模指标	总营业额	85.63	90.67	5.89%	亿元
	物业销售营业额	84.64	89.27	5.47%	亿元
	股东净利润	7.52	8.13	8.00%	亿元
	股东净利润（核心）	8.45	10.23	21.05%	亿元
	总资产	804.33	1108.02	37.76%	亿元
盈利及运营指标	毛利率	20.78%	22.43%	1.7pts	
	净利率	8.79%	8.96%	0.2 pts	
	净利率（核心）	9.87%	11.28%	1.4pts	
	每股收益	23	24	6.09%	分
	营销及管理费用率	1.95%	1.83%	-0.1pts	
现金及偿债能力指标	现金	144.95	229.85	58.57%	亿元
	短期负债	65.70	138.37	110.59%	亿元
	长短期债务比	2.78	1.57	-43.33%	
	现金短债比	2.21	1.66	-24.71%	
	平均借债利息率	11.31%	9.47%	-1.8pts	
	净负债与资本比率	87.42%	87.52%	0.1pts	
资本效率指标	股东权益回报率	14.12%	11.59%	-2.5pts	
	股东权益回报率（核心）	15.86%	14.59%	-1.3pts	
	资产杠杆率	558.57%	584.74%	26.2pts	

备注：股东净利润（核心）= 股东净利润-（资产重估增值+出售资产收益
+ 兑汇损失+其它重大调整）*0.75

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理

补充说明：此报告仅为企业业绩发布后的及时快评，后期 CRIC 研究中心还将有详实的年报分析报告推出，敬请关注！