

2019年7月24日

融信中国 (3301.HK)

## 行业地位提升，负债情况改善

融信于2003年发迹在福州，并逐步扩展至海西、长三角等经济圈，逐步完善全国性布局。销售额由2014年约167亿元，以复合年增长率约64%上升至2018年的1219亿元。融信往年以较高杠杆换取了规模增长，为了平衡风险在2019年策略性地暂缓规模增长并把重点放在降负债上，公司目标把净杠杆降至90%以下。截至2018年底，我们估计可售土储货值（全口径）约3500亿元，集中在长三角、海西地区的一、二线城市，去化周转较高。未结转销售约850亿元，我们预期2019年结转约500亿元，核心净利率约7%，现价相当于约4.5倍2019年市盈率，低于行业平均，我们目标价为每股港币15元，相当于经调整资产净值加上30%折让率，负债比率将可改善，将为公司带来价值重估的机会，首予“买入”评级。

### 报告摘要

华东区域后起之秀，高速进入千亿销售门槛。融信于2003年在福州开展地产开发业务，并逐步扩展版图至海西，随后打入长三角、华中等其他经济圈，逐步完善全国性布局。公司花了四年时间，由百亿销售规模冲上千亿销售，销售额由2014年约167亿元，上升至2018年的1219亿元，复合年增长率约64%，增速比其他房企较高。全国销售排名从第44位上升至第25位。

**2020年冲2000亿销售。**融信定下2020年冲2000亿元的销售目标，相当于在2019年1400亿元销售的基础上增长42%。随着一、二级联动项目逐步落地，我们估计下半年将有旧改落项目落地，可为公司补充土储。此外，根据克而瑞数据，融信上半年从招拍挂中取得20多块土地，土地款约150亿元，估计将可补充约500亿元货值。加上去年底可售货值约3500亿元，总货量估超过4000亿元，我们认为2020冲2000亿元销售具挑战性，但尚在可行范围内，将再次考验管理层的执行力。

**降负债比率成首要任务。**国内房企高周转、高增长，其背后动力大部分是由加高杠杆而来的。融信高速增长下衍生出较高的杠杆比率。但在顺周期的环境下加上管理仍在可控范围内，销售金额对净债务比率在2014-18年间，一直维持100%以上的水平。然而为了平衡规模增长与风险，公司决会在2019年作出调整，策略性地暂缓销售增长以减低杠杆水平，并以多源拿地模式来减低公开拍地所带来的财务压力。公司目标把净杠杆水平降至90%以下。

**首予“买入”评级。**截至2018年底，我们估计可售土储货值（全口径）约3500亿元，平均权益约50%，其中长三角及海西分别占权益货值之47%及35%，并集中在一、二线城市（超过90%），其去化周转较高。公司未结转销售约850亿元，我们预期2019年结转约500亿元。我们估计融信核心净利率约7%。加上余下待售土储，我们估计整体能为融信带来约160亿元的利润，融信现价约4.5倍2019年市的市盈率，低于行业平均，我们目标价为每股港币15元，相当于经调整资产净值加上30%折让率，负债比率将可改善，将为公司带来价值重估的机会，首予“买入”评级。

**风险提示：**银根紧缩影响销售；国内楼市调控从紧；土储存量相对较低。

| (31/12 年结; 百万人民币)  | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入               | 30,341      | 34,367      | 50,684      | 71,232      | 99,321      |
| 增长率(%)             | 167%        | 13%         | 47%         | 41%         | 39%         |
| 核心净利润              | 727         | 2,241       | 3,395       | 4,929       | 6,725       |
| 增长率(%)             | -4%         | 208%        | 52%         | 45%         | 36%         |
| 毛利率(%)             | 17%         | 23%         | 25%         | 23%         | 24%         |
| 核心净利润率(%)          | 2%          | 7%          | 7%          | 7%          | 7%          |
| <b>核心每股收益(人民币)</b> | <b>0.53</b> | <b>1.43</b> | <b>2.09</b> | <b>3.00</b> | <b>4.05</b> |
| 每股净资产(人民币)         | 7.43        | 8.12        | 9.65        | 11.91       | 14.92       |
| 核心市盈率              | 17.8        | 6.6         | 4.5         | 3.1         | 2.3         |
| 市净率                | 1.3         | 1.2         | 1.0         | 0.8         | 0.6         |
| 核心净资产收益率(%)        | 8%          | 20%         | 24%         | 28%         | 30%         |
| 股息收益率(%)           | 0%          | 3%          | 7%          | 10%         | 13%         |

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

## 公司首次覆盖

证券研究报告

房地产行业

投资评级: 买入  
目标价格: 15.00 元  
现价 (2019-7-23): 10.64 港元

总市值(百万港元) 18,334  
流通市值(百万港元) 6,452  
总股本(百万股) 1,723  
流通股本(百万股) 606  
12个月低/高(港元) 8.01/14.02  
平均成交(百万港元) 26.9

股东结构  
欧宗洪 64.81%

### 股价表现



| %    | 一个月  | 三个月   | 十二个月  |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 9.83 | 3.70  | 13.17 |
| 绝对收益 | 9.80 | -1.30 | 13.92 |

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师

+852-22131402

stewewong@eif.com.hk

## 1. 从福州走向长三角，再布局全中国

融信中国于 2003 年在福州开展地产开发业务，并逐步扩展其项目开发版图至其他海峡西岸经济区的主要城市，以至长三角、华中等其他经济圈。创办人兼集团主席欧宗洪先生在 1995 年成立莆田交通工程公司以从事基建及物业建设工程业务。在 2000 年，欧先生开始参与物业开发业务，并在 2003 年以个人资金成立了融信集团，首个项目：融信第一城，为位于福建福州。自此公司就确立了以开发住宅物业的发展方向，并以推广「融信」这品牌。融信于 2010 年把版图扩大至漳州，并于 2012 年进一步扩大至厦门。

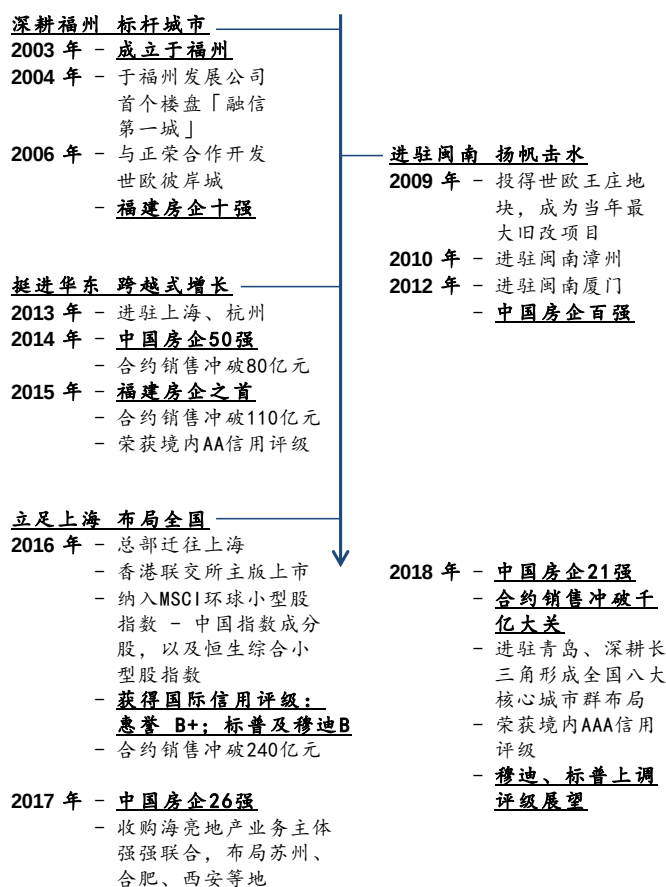
在 2013 年公司作出战略决策，将业务拓展至长三角地区。首先在上海及杭州设立据点。同年，公司首次进入中国房地产开发企业 50 强（第 46 名）。公司开始进入高速增长期，年销售额由 2014 年约 167 亿元，以复合年增长率 66% 上升至 2016 年约 460 亿元。

融信于 2016 年把总部迁往上海，并在香港上市。同年获纳入 MSCI 环球小型股指数-中国指数成分股，以及恒生综合小型股指数。并分别从三大国际信用评级机构：惠誉、标普及穆迪发出 B+、B 及 B 的信用评级。

融信上市后在获得更多资源的情况下，销售继续维持高增长，公司 2018 年销售额冲破 1200 亿元，成为中国房企千亿销售俱乐部其中一员，全国销售排名在第 25 位。

公司产品以中高端住宅为主，针对中产市场的改善性需求，并主打五大产品系列：“世纪系”、“公馆系”、“澜系”、“府系”及“中心系”，打造高端精品项目，提升产品溢价能力。

图 1：融信中国关键里程碑



挑战 2020 年 2000 亿元

图 2：融信中国主要产品

### 世纪系

具有时代感，  
营造理想居住环境

示例项目：上海世纪江湾



### 公馆系

保留文化风貌，  
兼备城市与人文属性

示例项目：融信杭州公馆



### 澜系

具备优质生态资源，  
遵循自然主义

示例项目：重庆融信澜湾



### 府系

简约大气，融入东方  
意境及现代气质

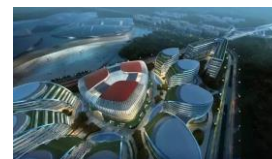
示例项目：萧山融信永兴首府



### 中心系

城市中心位置的  
地标性建筑

示例项目：虹桥世界中心



资料来源：公司资料、安信国际

资料来源：公司资料、房天下、安信国际

## 2. 从百亿走到千亿，进入高增长期

融信销售金额由 2014 年约 167 亿元，以复合年增长率 64%，上升至 2018 年的 1219 亿元。由百亿销售走到千亿销售，中间只花了四年时间。增速对比其他房企较高。销售增长较快有赖于公司采取系统化的项目开发及管理程序，在整个项目周期内通过实施设计良好的标准化程序，加快资产周转及提升经营效率。同时融信亦把握房地产增长周期，扩展地域板块。由福州，扩展至海西，以至到长三角，再到华中及西南。

**第一阶段：**融信发展福州市场，深耕当地。但销售增长有限；

**第二阶段：**公司开始在 2010 年，拓展福建其他城市，打开海西地区市场，由城域房企升级为省域房企，2010 年首次走出福州进入漳州，2012 年再下一城进入厦门；

**第三阶段：**在 2013 年，公司在上海、杭州拿地，正式由海西地区扩展至长三角市场。在随后几年，融信把握房地产的顺周期，以较进取的方法拿地，土储面积由 2015 年底约 500 万平米，增加至 2018 年的 2500 万平米（可售 1700 万平米），长三角的占比亦由原来的 23%，增加至 2018 年底的 49%；

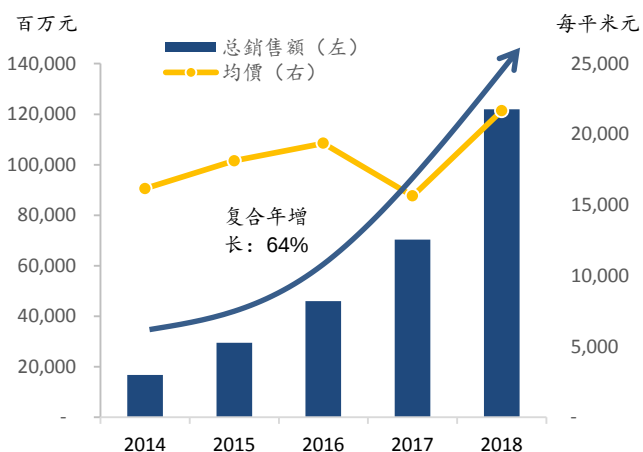
**第四阶段：**全国性布局，融信开始以较大力度把企业版图推至华中、西南、华南等主要经济圈的热点城市，如郑州、重庆、广州等。亦以合作、并购等方式开拓新区域，虽然权益比率有所下降，但融资及项目推进风险亦因而有所降低。

根据克尔瑞百强房企销售数据，融信集团在 2018 年销售额超过 1200 亿元，排名第 25 位，公司首次突破千亿元销售大关。我们亦见到融信排名在过往几年间逐年递升，由 2014 年排名第 44 位，上升至 2018 年第 25 位。不论在销售总额、排名及市占率均有所提升。同期破千亿销售的有雅居乐、富力、金科、中梁、金茂、蓝光、正荣等。从表列中我们不难发现增长较快的都是以大湾区或长三角为主的房企。2018 年中国千亿房企数量已经达到 30 家。

在房地产调控政策之大环下，房企整体销售明显减速，由于企业去化率下降，市场形势依然严峻。在市场逆周期中，房企两极分化严重，巨型房企如融创、碧桂园、恒大、保利等销售规模超过 4000 亿元，规模增长空间有限；小型房企销售规模排名在 50 位以下的平均增长率只有 37%；在马太效应及行业整合的趋势下，中大规模房企如融信则较为受惠，排名在 11-50 位房企平均增长约 57%。房企角逐千亿的背后，代表着中国房地产拐点已经到来，龙头企业才更具有优势。

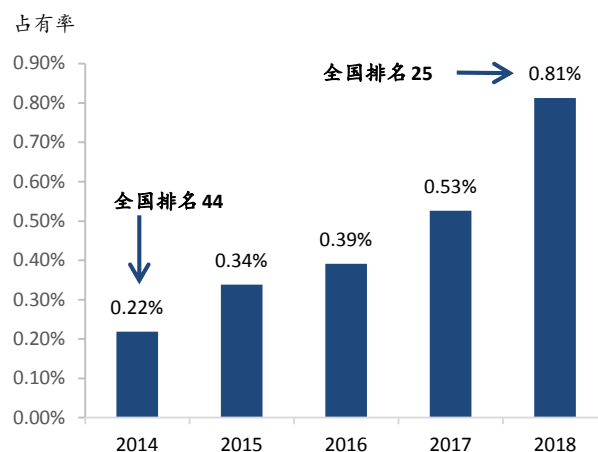
融信中国近日发布公告，截至 2019 年 6 月，总合约销售额约为 567 亿元，合约销售额同比增长 4%。合约销售均价约 20,100 元。合约建面为 282 万平方米，同比增长 11%。融信 2019 年为调整年，以降杠杆为首要。在房地产政策调控常态化，市场普遍低迷的环境下，融信的稳健增长实属不易。而对比同时期首次突破千亿规模的房企，如中梁、金科、富力等，融信是其中最年轻的一家，反映公司的项目执行能力。

图 3：融信的过往销售数据



资料来源：公司资料、克而瑞、安信国际

图 4：融信的市场占有率



资料来源：国家统计局、公司资料、克而瑞、安信国际

### 3. 高增长衍生出高杠杆，但在改善中

国内房企的高周转、高增长，其背后动力大部分是由加高杠杆而来的。项目周转速度愈高，资金回笼得愈快，房企就再把回笼资金拿去从新投地。在房地产顺周期，加上政策、银根放松，项目去化较为顺利，加杠杆以扩大规模是态度较为进取的房企之惯用做法。高增长、高周转不仅是房企们的宣传亮点，也成为资本市场判断房企盈利强弱的重要指标，只要项目执行能力够高、拿地眼光准、资金回笼合时，风险还是可控的。在融信销售规模高速增长的情况下，公司净杠杆比率虽然维持较高水平，但仍在可控范围内。销售金额对净债务之比率在2014-18年间，一直维持高出100%的水平。

一方面提升杠杆率，一方面加速周转回笼，这已经成为地产行业惯用的做法。但两者的博弈如今却成为当前房企面临最大挑战。调控政策影响项目去化，销售增速在放缓。同时，政府要去房地产杠杆，限制流入资金，监管层严控银行信贷和信托资金违规进入房地产市场。楼市销售放缓，而前期过度投资加上高杠杆，导致其对资金需求上涨。在未来一段时间，高成本融资和回款速度放缓将影响房企业绩表现，房企再融资利率成本明显增加。融信在平衡风险后，决会减低杠杆水平，并以多源拿地模式来减低公开拍地所带来的财务压力。现在融信会多利用公司的品牌，透过收并购、合作开发、旧改项目来拿地，减少以杠杆来换取财务来拿地。

图 5：融信的净杠杆水平

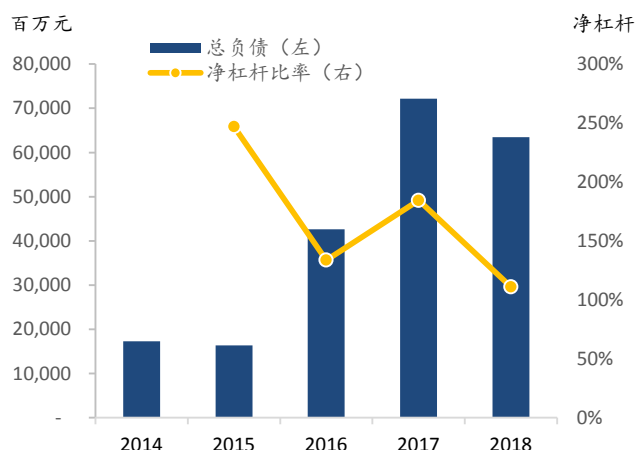
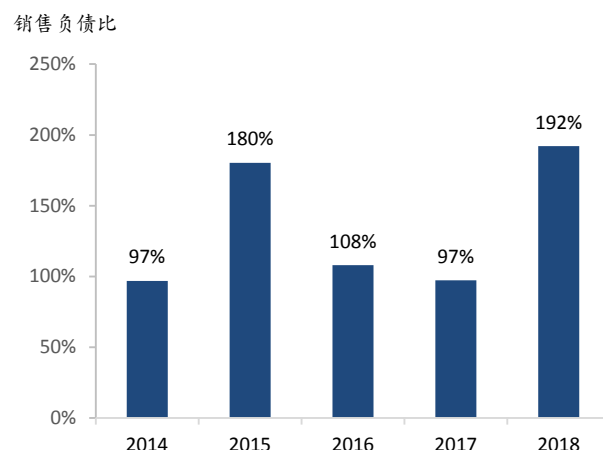


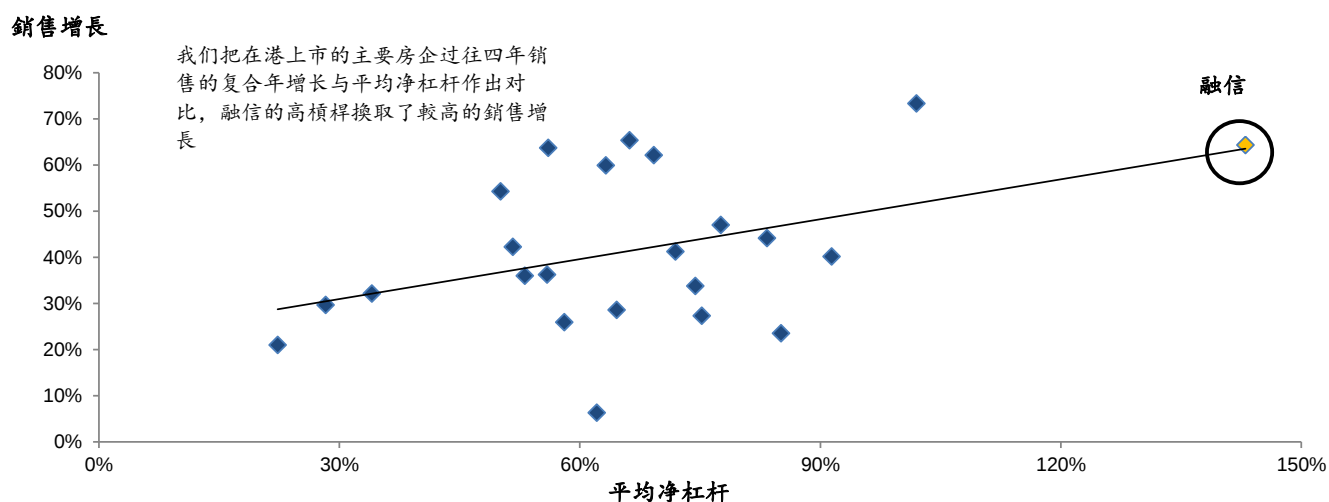
图 6：融信的销售额对负债比



资料来源：公司资料、安信国际

资料来源：公司资料、安信国际

图 7：主要房企净杠杆对销售增长比

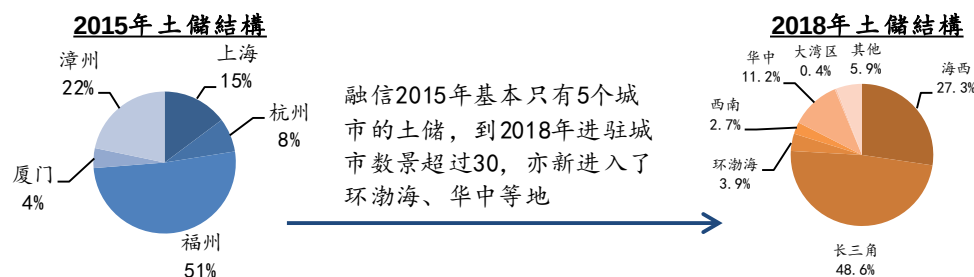


资料来源：公司资料、安信国际

#### 4. 收购海亮地产以拓展中西部，进一步迈向全国性布局

融信在 2017 年以总代价约 30 亿元收购海亮地产旗下两家子公司：安徽海亮和宁波海亮各 55% 的股权，以完成全国核心城市的战略布局。透过交易，融信基本上已接收海亮地产这平台。海亮地产母公司为海亮集团，是浙江主要民企之一，2018 年集团营业收入约 1700 亿元，综合实力位列中国企业 500 强第 109 位。海亮集团主要从事高档铜产品和导电异型材的生产和销售。在 2003 年，海亮集团进入地产行业，2016 年（收购前）年销售额约 230 亿元，全国销售占有率稳定在 0.2% 的水平。根据了解，合作涉及 35 个项目，分布于苏州、合肥、郑州、西安、兰州、银川等城市，可售面积逾 500 万平方米。透过这次收购，融信成功拓展了苏州、合肥、西安、等城市，强化长三角地位之余，亦完成了在中西部省会及周边城市的布局。

图 8：融信土储结构的变化



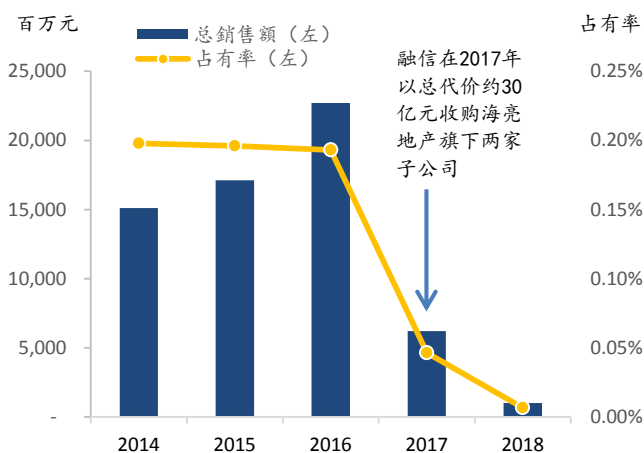
资料来源：公司资料、安信国际

融信项目早前主要在长三角和海西一带，而海亮项目主要在中西部，双方项目布局的差异性使得合作更有互补价值，做到市场多变情况下的竞合与重塑。完成交易后，海亮仍保留 45% 的小盘股权，反映他们不是希望出售股权把项目完全拨离，海亮是看上了融信在项目层面上的执行力，他们把项目的操盘工作交由融信来做，自己作项目投资人来赚取权益收益。而在融信方面，一方面可把海亮的资本当作项目融资，减低投资风险。另一方面，后续可利用海亮的产业优势在中西部拿地以拓展市场。达至双赢局面。海亮出售地产业务予融信后，新项目主要由海亮融信这平台操作，海亮地产自身的销售逐步减少，2018 年跌出全国销售排名 200 强。

#### 收购溢价拖低毛利率，影响逐步退减，2020 年将回复正常

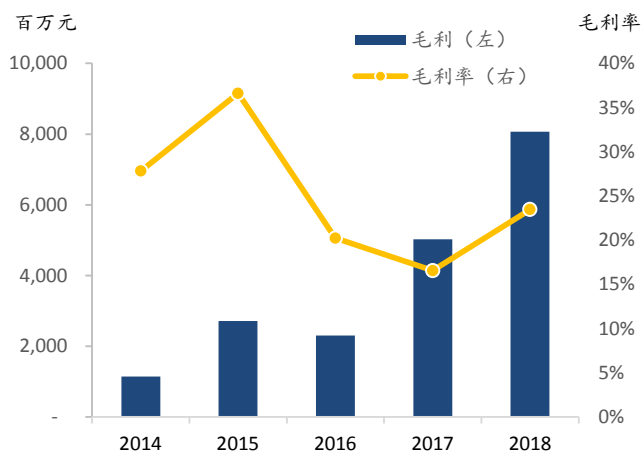
然而，因为海亮项目在收购过来时，部分已出售并进入交付阶段，计上收购溢价（总代价约 30 亿元，当时权益净资产只有约 6 亿元）后毛利率就偏低。2017 年交付的部分毛利率几乎为零，导致融信当年毛利率大幅下降，估计影响约 7 个百分点。随着有关项目的交付，盈利情况正逐步回复正常。

图 9：海亮地产的销售额



资料来源：国家统计局、公司资料、克而瑞、安信国际

图 10：融信的毛利率



资料来源：公司资料、安信国际

## 5. 拿地策略一：透过合作、并购达至互利共赢

在去杠杆、稳房市的主调下，银行，尤其是中型城商行愈来愈看重开发贷的销售排名作为放款考量，排名愈前，放款愈容易。基本上要稳入银行贷款白名单，排名基本要在 50 位以内。个别区域性强的地方龙头房企如果与当地城商行关系良好，或许能在窗口期获得一些贷款。但要拓展全国其他区域，由地方龙头当过江龙的话，争取销售排名就成了不二法门。融信透过与其他大型房企合作拿地或向其他地方中小房企进行并购，加快全口径销售规模增长。虽然项目权益占比会因而际低，但可提早打进千亿俱乐部，享受“贷款白名单”的优待，同时又可降低项目融资风险，一举两得。融信把这种项目发展模式定为“轻资产发展”，主要可分为两大类：

### 一、项目合作

与万科、旭辉、碧桂园、融创、绿地、保利等知名房企合作拿地，双方股权占比约 50:50。融信除了可以减轻项目开发的财务负担外，还可以受惠该等一线房企在全国的品牌效应。更可以把具体操盘方面交由合作方，确保项目质量及运营效率达至行业领先水平。而融信则可发挥其作为福建企业在管理营销和成本控制上的专长，在财务上进行管理。

### 二、公司合作

通过以较低价格收购其他中小开发商（或其子公司）的股权，间接取得土地的开发权。融信可以输出其项目管理之能力，降低成本并加快周转，以提升项目收益。此外，在信贷紧张的环境，融信以“千亿俱乐部会员”的身份，为项目进行融资，原股东可以因而获得（或以较低成本获得）贷款，实现互利共赢。海亮地产的并购就是当中成功的例子。

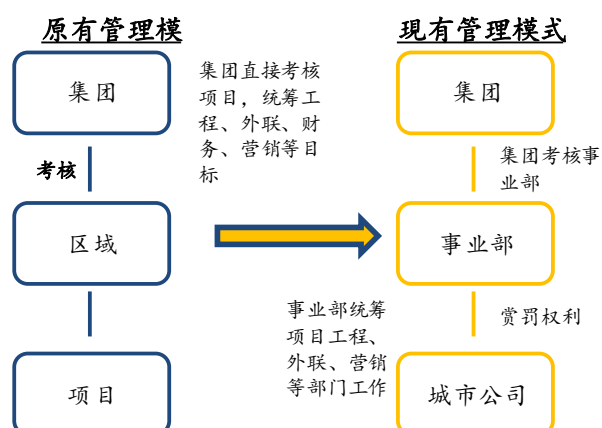
### 内部管理优化为进一步扩张做准备

为了令项目取得及执行更有效，融信集团在 2017 年对企业内部管理层级进行升级优化，将原来所有的四个区域升级为四个事业部，把每一个事业部发展成为开发经营的实体单元。将原有的“集团-区域-项目”的管理模式，调整为“集团-事业部-城市公司”模式，将公司的考核主体设置为事业部，充分对事业部进行放权。营销考核的主体由原来的项目调整为事业部，下放更多权力予事业部，以把资源有效整合。公司现时有四大事业部：一、海西；二、上海、苏州、青岛；三、杭州；及四、郑州、太原、天津。

### 不再拿地王

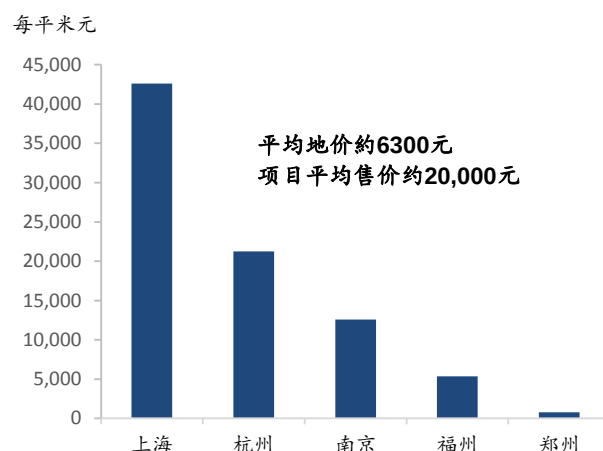
融资将透过项目合作开发及收并购的方式，把土地成本降低。早年拍得的地王项目，如上海静安、南京仙林湖等，公司已引入如万科等的星级房企为合作方，其中静安地王项目由万科操盘，预计在第四季度开盘。待处理好地王项目后，将可轻装上阵从新出发。公司 2018 年在拿地上已显得较为谨慎，融信已将土储平均成本降至每平米 6300 元，约为销售均价的 30%，在较合理的水平。

图 11：内部管理系统



资料来源：公司资料、安信国际

图 12：融信的土储（主要城市）平均楼面地价



资料来源：公司资料、安信国际

## 6. 拿地策略二：参与旧改，锁定优质土储

除了合作开发外，融信亦参与旧改项目，以开拓土地市场。现在市场上所讲的旧改，大都是由棚改演变而成的。早于 2000 年代，政府为了发展老旧小区，开始发展棚户区改造。棚改运作模式最广泛的当属于“政府主导，市场运作”。该模式需要政府投入大量的资金，很多地方财政不堪财政压力，因而想要利用 PPP 模式，撬动资本市场的力量来助力棚改工程。但棚改本身是一个回报率极低的工程，引入社会资金也有很大的难度，加上涉及拆迁工程、平整土地、交通基建等一级土改的位工作，通常合作方都是国企级公司。

其后，随着热点城市中心旧城区老化，一方面要配合经济发展，另一方面推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。规模相对较小的城中村改造和旧厂改造项目应运而生，较多民营房企抓紧机会参与其中。在房企之间的竞争会日趋激烈，资质背景较好、资源较为丰富、旧城改造经验充足的房企将会占据较大优势。

融信近年亦逐步投放资源在旧改项目上，积极参与棚户区改造、旧城改造和保障房建设。公司最早于 2013 年在其重要据点福州积极参与旧改和城市更新，积累经验。融信在城市更新和旧城改造中积累了宝贵经验，做到保育历史文化要素外，还可以确保其经效益。从前期资金投入、项目开发，到销售回款等的节奏匹配，并注重把握节奏、滚动开发，不断提高资金使用效率。在城市更新模式上，融信也已实现升级迭代。融信城市更新 1.0 版的代表是天幕之城项目，主要是把旧城全部拆除，以“破旧立新”，当中技术含量较低；2.0 版的代表是双杭城项目，采取拆、改、留并存的方式，留下一些具有文化标识的建筑；而 3.0 版的代表就是海月江潮项目，它结合了城市生态环境、人文价值和社会交往，是城市文化复兴的全新样板。积累旧改经验的同时，融信也积极布局中原，在郑州和太原通过土地的一、二级联动，参与当地的棚改和旧城改造工程。

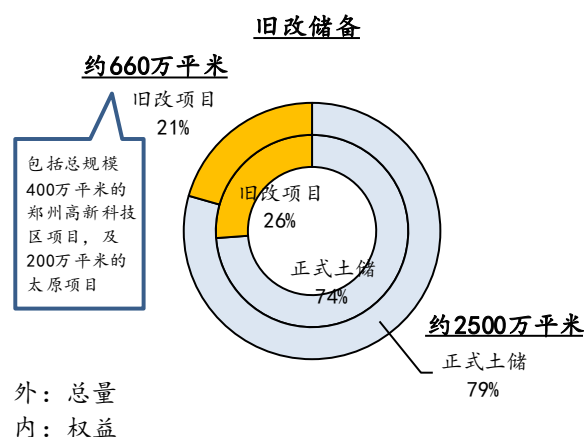
### 融信旧改 3.0

以福州的“海月江潮”项目为例，不同于传统旧城改造过程中的“破旧立新”，由于项目所处的福州上下杭苍霞片区，是海上丝绸之路的起点，中国通往世界的前沿窗口。在尊重历史的考虑下，融信留旧创新，通过 14 条历史街巷、12 座主题广场结合艺术装置、艺术品等，用文化带动了商业运营，并首创「ASIA 概念」街区，规划了中西跨界、多元创意的特色商业集群。此外，还通过引进世界潮流文化品牌，以点带面放大效应，运营社交商业。不仅如此，融信还把当代艺术审美融入东方传统建筑中，复兴柴栏厝、民国风、传统院落三大建筑风格。目前，海月江潮已经成为福州的网红「打卡」圣地，成为城市更新的范本，有助融信在其他地方争取旧改项目。

图 13：福州海月江潮项目



图 14：融信的旧改储备



资料来源：公司资料、安信国际

资料来源：公司资料、安信国际

## 7. 土储资源集中在海西、长三角的一、二线城市

融信在 2016-17 年大举买地,土地款分别约 485 亿元及 715 亿元,為当年销售额 105%及 101%,加上收购了海亮地产的控股股权后,公司在长三角,以至华中、大湾区及西南的热点城市的布局更加完善。截至 2018 年底,公司总土储面积约 2500 万平米,扣除已售未结部分,剩余未出售部分约 1700 万平米,以长三角及海西区为首,占总面积约 76%。我们估计融信土储总货值约 5000 亿元(剩余未出售部分约 3500 亿元),平均单价约每平米 20,000 元。集中在一、二线城市。其中上海、杭州、南京、福州、郑州为融信土储中之重点城市,其货值占总量超过 70%。

我们估计可售部分的总货值约为 2019 年目标销售额的 40%,这意味着融信须在未来维持相对较进取的投地策略,及高周转的项目执行力才可以支撑其未来销售的增长。根据克而瑞数据,融信上半年从招拍挂中取得 20 多块土地,土地款约 150 亿元。我们相信公司在过往项目推进的成功,加上销售额的高速增长,足以证明融信管理层的执行力。加上公司在福州、郑州、太原的旧改项目资源,为公司日后带来价格较低的土储,是融信中期的增长动力之一。

图 15: 融信土储分布(剩余未出售部分)



资料来源: 公司资料、安信国际

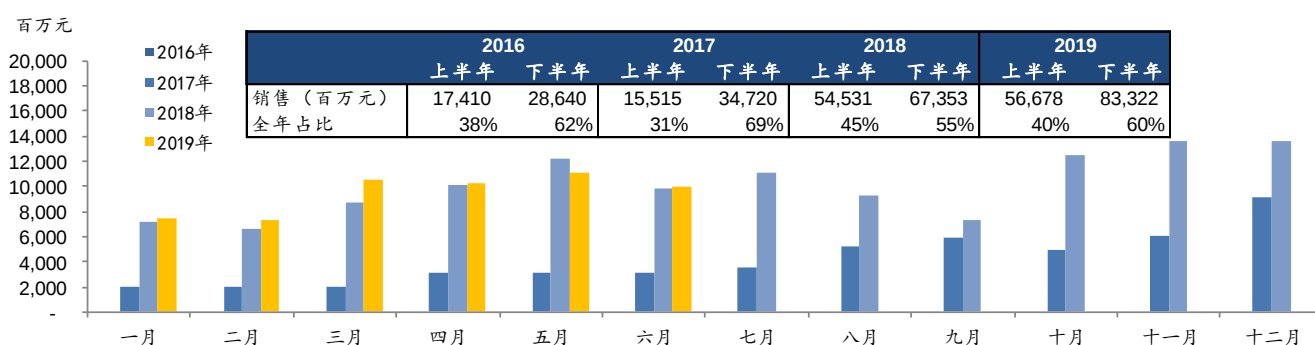
## 8. 2019 年可售资源充裕，2020 冲二千亿销售

融信 2019 年预计将提供约 2000 亿元货值（全口径）出市场，其中长三角地区约 52%、海西约 20%、中部约 18%。全年推盘 135 个，其中约 500 亿元货值从 2018 年带过来，1500 亿元货值为新货。总括而言，按照融信的推盘量，假设 70% 的去化率，2019 年将可完成 1400 亿元的销售目标。考虑到融信的土储位于长三角及海西经济圈中的一、二线热点城市，我们认为未来项目的去化率将可保持较高水平。公司上半年新购土储约共花费 150 亿元，以土地款占项目销售单价约 30% 估算，新购土地货值估计约 500 亿元。预期部分可在第四季度开售，进一步支撑 2019 年销售目标。

融信 2019 上半年总销售额约 567 亿元，占全年销售目标的 40%。以上下半年占比 30/70 计算，全年销售达标的可能性较高。虽然 1400 亿元销售相当于约 17% 的同比增长比同行略低，但考虑到融信 2019 年的首要工作是降杠杆以为未来作好准备，市场亦会较易理解。

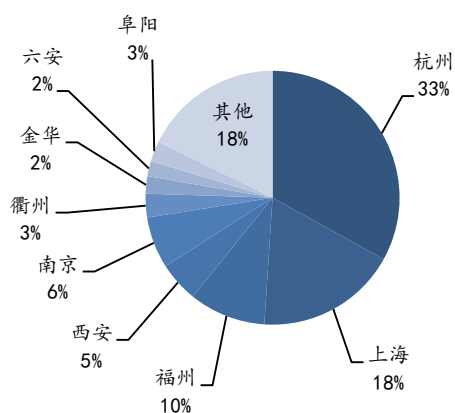
随着今年三个一、二级联动之旧改项目逐步落地，亦可为公司增加大量土储。融信在手推进程度较佳的旧改项目，其建面估计约 650 万平米，预期可带来 1000-1500 亿元的货值。公司定下 2020 年冲 2000 亿元的销售目标，相当于在 2019 年 1400 亿元销售的基础上增长 42%，具挑战性。随着 2019 年调整工作的有序推进，融信 2020 年将再度回归高增长企业行列，并考验公司管理层的执行力。

图 16：融信每月销售情况



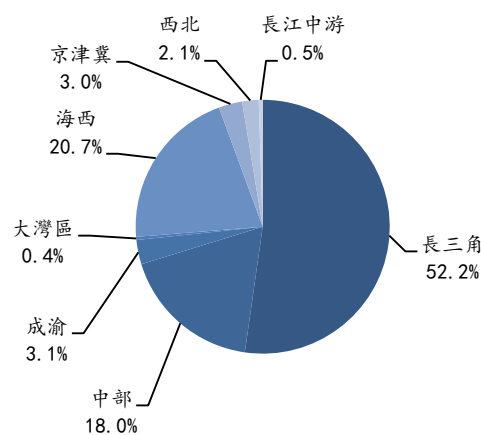
资料来源：公司资料、克而瑞、安信国际

图 17：2018 年合约销售分布



资料来源：公司资料、安信国际

图 18：2019 年可销货值分布



资料来源：公司资料、安信国际

## 9. 行业地位稳固，负债情况改善，首予买入评级

融信是中国领先的房企之一，2018 年销售额冲破千亿大关，成为千亿销售俱乐部成员。在房地产发展去杠杆的大环境下，马太效应会令强者恒强。公司把握过往楼市的顺周期，以较积极的手法如降低权益比重及增加负责来布局海西与长三角热点城市，奠定行业地位，未来有利公司进行并购以进一步扩展业务版图。为了往后的发展顺利，公司把 2019 年定为整固年，以消化杠杆为首要任务，从 2018 年开始减低投地比率，策略性地调整 2019 年销售增长，养精蓄锐待 2020 年再次发力。

图 19：融信可售土地储备货值分布（截至 2018 年底）

| 土储结构分布<br>截至2018年底 | 建面<br>平方米 | 佔比  | 货值<br>百万元 | 佔比  | 權益货值<br>百万元 | 佔比  |
|--------------------|-----------|-----|-----------|-----|-------------|-----|
| 海西                 | 4,735,500 | 27% | 98,961    | 29% | 62,535      | 35% |
| 长三角                | 8,407,369 | 49% | 196,458   | 57% | 83,877      | 47% |
| 环渤海                | 683,093   | 4%  | 12,642    | 4%  | 6,868       | 4%  |
| 西南                 | 465,763   | 3%  | 5,847     | 2%  | 4,633       | 3%  |
| 華中                 | 1,944,613 | 11% | 19,911    | 6%  | 15,086      | 9%  |
| 大湾区                | 66,581    | 0%  | 1,431     | 0%  | 652         | 0%  |
| 其他                 | 1,013,030 | 6%  | 9,667     | 3%  | 3,244       | 2%  |
| 一线                 | 522,471   | 3%  | 31,766    | 9%  | 13,776      | 8%  |
| 准一线                | 7,980,204 | 46% | 174,393   | 51% | 82,810      | 47% |
| 二线                 | 4,990,527 | 29% | 97,038    | 28% | 65,160      | 37% |
| 三线                 | 3,519,757 | 20% | 37,321    | 11% | 13,014      | 7%  |
| 四線或以下              | 302,990   | 2%  | 4,399     | 1%  | 2,135       | 1%  |

资料来源：公司资料、安信国际

截至 2018 年底，我们估计可售土储货值（全口径）约 3500 亿元，平均权益约 50%，其中长三角及海西分别占权益货值之 47%及 35%。融信项目毛利率约 25-28%，与行业平均水平相若，但受海亮旧项目毛利率约 10%所拖累，2017-18 年之毛利率有所影响，但随着旧项目逐渐交付结转，2019-20 年毛利率将逐渐回升至正常水平。融信主打中高端产品，针对改善性需求，在经济较佳地区如长三角的产品竞争力较大，在市场整合的环境下更显优势。公司未结转销售约 850 亿元，我们预期 2019 年结转大至 500 亿元。我们估计融信核心净利率约 7-8%。加上余下待售土储，我们估计整体能为融信带来约 160 亿元的利润，于未来陆续销售交付以兑现出来。我们估算公司经调整的资产净值约 300 亿元，并以折让率 30%为目标估值，相当于目标价为每股港币 15 元。融信现价约 4.5 倍 2019 年市的市盈率，比同业平均水平有较大折价，公司今年把重点放在去杠杆的工作上，负债比率将可改善，将为公司带来价值重估的机会，首予“买入”评级。

图 20：融信的估值结构

| 经调整的资产估值                                              | 百万元                                                       | 资产估值分布 |
|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------|
| <b>物业发展净利润贴现</b><br>加：<br>存货<br>现金<br>合、联营公司的投资<br>其他 | <b>14,027</b><br><br>125,498<br>24,996<br>7,698<br>36,467 |        |
| 减：<br>应付款项估值<br>合同负债<br>总负债<br>其他                     | <br>28,339<br>63,963<br>62,533<br>22,864                  |        |
| <b>经调整的资产净值</b>                                       | <b>30,988</b>                                             |        |

资料来源：公司资料、安信国际

## 附表：财务报表预测

| 合并损益表        |          |          |          |          |          |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| (人民币百万)      | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
| 收入           | 30,341   | 34,367   | 50,684   | 71,232   | 99,321   |
| 房地产开发        | 29,589   | 33,407   | 49,628   | 70,070   | 98,043   |
| 物业投资及其他      | 753      | 960      | 1,056    | 1,162    | 1,278    |
| 销售成本         | (25,317) | (26,302) | (38,084) | (54,641) | (75,576) |
| 毛利           | 5,025    | 8,065    | 12,600   | 16,591   | 23,744   |
| 管理和营销开支      | (1,695)  | (2,478)  | (3,237)  | (3,728)  | (3,929)  |
| 净融资成本        | 61       | 166      | (205)    | (290)    | (425)    |
| 合联营公司        | 283      | 903      | 706      | 838      | 766      |
| 其他           | 1,316    | 2        | 136      | 149      | 164      |
| 税前利润         | 4,990    | 6,658    | 10,001   | 13,560   | 20,320   |
| 所得税费用        | (2,343)  | (3,186)  | (4,825)  | (6,554)  | (9,813)  |
| 非控制权益        | (734)    | (1,158)  | (1,705)  | (2,002)  | (3,705)  |
| 永续股本利息支出     | (232)    | (164)    | (76)     | (76)     | (76)     |
| 年度利润         | 1,680    | 2,150    | 3,395    | 4,929    | 6,725    |
| 经调整：         |          |          |          |          |          |
| 非核心营运项目      | (953)    | 91       | -        | -        | -        |
| 非经常收益        | -        | -        | -        | -        | -        |
| 核心净利润        | 727      | 2,241    | 3,395    | 4,929    | 6,725    |
| 核心息税折摊前利润    | 3,819    | 6,987    | 10,593   | 14,252   | 21,162   |
| 核心息税前利润      | 3,744    | 6,856    | 10,448   | 14,093   | 20,988   |
| 每股盈利 (人民币)   | 1.22     | 1.37     | 2.09     | 3.00     | 4.05     |
| 核心每股盈利 (人民币) | 0.53     | 1.43     | 2.09     | 3.00     | 4.05     |
| 每股股息 (人民币)   | -        | 0.33     | 0.63     | 0.90     | 1.21     |

资料来源：公司资料、安信国际

| 主要比率      |      |      |       |       |       |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| (人民币百万)   | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 增长 (%)    |      |      |       |       |       |
| 收入        | 167% | 13%  | 47%   | 41%   | 39%   |
| 核心息税折摊前利润 | 103% | 83%  | 52%   | 35%   | 48%   |
| 核心息税前利润   | 101% | 83%  | 52%   | 35%   | 49%   |
| 核心净利润     | -4%  | 208% | 52%   | 45%   | 36%   |
| 利润率 (%)   |      |      |       |       |       |
| 毛利        | 17%  | 23%  | 25%   | 23%   | 24%   |
| 核心息税折摊前利润 | 13%  | 20%  | 21%   | 20%   | 21%   |
| 核心息税前利润   | 12%  | 20%  | 21%   | 20%   | 21%   |
| 核心净收入     | 2%   | 7%   | 7%    | 7%    | 7%    |
| 其他比率 (%)  |      |      |       |       |       |
| 核心股息分派    | 0%   | 23%  | 30%   | 30%   | 30%   |
| 核心资产收益率   | 6%   | 11%  | 13%   | 15%   | 19%   |
| 核心净资产收益率  | 8%   | 20%  | 24%   | 28%   | 30%   |
| 利息覆盖比 (倍) | 1.0  | 1.3  | 2.4   | 2.7   | 3.2   |

资料来源：公司资料、安信国际

(转下页...)

## 附表：财务报表预测（续）

### 合并资产负债表

| (人民币百万)            | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>150,349</b> | <b>180,469</b> | <b>220,779</b> | <b>273,780</b> | <b>342,523</b> |
| 现金和现金等价物           | 20,517         | 24,996         | 25,881         | 34,656         | 42,210         |
| 存货                 | 100,377        | 125,498        | 150,598        | 173,188        | 199,166        |
| 预付、按金和应收款项         | 23,861         | 18,482         | 26,799         | 38,323         | 54,035         |
| 其他                 | 5,593          | 11,492         | 17,501         | 27,613         | 47,113         |
| <b>非流动资产</b>       | <b>19,848</b>  | <b>22,975</b>  | <b>25,809</b>  | <b>29,368</b>  | <b>33,860</b>  |
| 物业、厂房及设备           | 1,983          | 1,897          | 2,087          | 2,295          | 2,525          |
| 投资物业               | 10,465         | 12,032         | 12,272         | 12,518         | 12,768         |
| 合营/联营公司            | 6,744          | 7,698          | 10,007         | 13,010         | 16,912         |
| 其他                 | 656            | 1,349          | 1,443          | 1,545          | 1,655          |
| <b>资产总额</b>        | <b>170,196</b> | <b>203,444</b> | <b>246,588</b> | <b>303,147</b> | <b>376,384</b> |
| <b>流动负债</b>        | <b>88,784</b>  | <b>127,670</b> | <b>163,646</b> | <b>206,336</b> | <b>259,682</b> |
| 银行贷款和其他借款          | 21,844         | 24,823         | 25,022         | 28,793         | 34,747         |
| 预售楼项               | 41,244         | 63,963         | 83,674         | 98,937         | 111,390        |
| 应付贸易账款及票据          | 21,595         | 28,339         | 42,508         | 63,762         | 95,643         |
| 其他                 | 4,101          | 10,546         | 12,443         | 14,845         | 17,902         |
| <b>非流动负债</b>       | <b>50,651</b>  | <b>40,155</b>  | <b>40,577</b>  | <b>46,434</b>  | <b>55,614</b>  |
| 银行贷款和其他借款          | 47,610         | 37,710         | 38,009         | 43,738         | 52,784         |
| 其他                 | 3,041          | 2,445          | 2,568          | 2,696          | 2,831          |
| <b>负债总额</b>        | <b>139,435</b> | <b>167,826</b> | <b>204,223</b> | <b>252,771</b> | <b>315,296</b> |
| 非控制权益              | 17,795         | 21,915         | 25,779         | 29,881         | 35,345         |
| 永续可换股证券            | 2,742          | 948            | 948            | 948            | 948            |
| <b>母公司所有者应占权益</b>  | <b>10,224</b>  | <b>12,755</b>  | <b>15,637</b>  | <b>19,548</b>  | <b>24,795</b>  |
| <b>权益总额</b>        | <b>30,761</b>  | <b>35,618</b>  | <b>42,365</b>  | <b>50,377</b>  | <b>61,088</b>  |
| 净债务（现金）            | 51,678         | 38,485         | 38,098         | 38,823         | 46,270         |
| 净负债率（%）            | 184%           | 111%           | 92%            | 79%            | 77%            |
| <b>每股账面价值（人民币）</b> | <b>7.43</b>    | <b>8.12</b>    | <b>9.65</b>    | <b>11.91</b>   | <b>14.92</b>   |

资料来源：公司资料、安信国际

### 合并现金流

| (人民币百万)         | 2017            | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>税前利润</b>     | <b>4,990</b>    | <b>6,658</b>   | <b>10,001</b>  | <b>13,560</b>  | <b>20,320</b>  |
| 营运资金变动          | (11,908)        | 14,424         | 7,100          | 4,205          | (3,312)        |
| 已付税金            | (1,912)         | (2,385)        | (4,825)        | (6,554)        | (9,813)        |
| 分占联营公司          | (283)           | (903)          | (706)          | (838)          | (766)          |
| 其他              | (1,258)         | 21             | 349            | 449            | 600            |
| <b>经营活动的现金流</b> | <b>(10,372)</b> | <b>17,815</b>  | <b>11,918</b>  | <b>10,822</b>  | <b>7,029</b>   |
| 物业、厂房及设备项目      | (4,715)         | (1,184)        | (575)          | (613)          | (654)          |
| 合营/联营公司         | (3,239)         | (56)           | -              | -              | -              |
| 关联公司现金流         | (3,249)         | (4,388)        | (2,309)        | (3,002)        | (3,903)        |
| 其他              | 4,422           | (1,219)        | (1,292)        | (1,368)        | (1,449)        |
| <b>投资活动的现金流</b> | <b>(6,780)</b>  | <b>(6,847)</b> | <b>(4,176)</b> | <b>(4,983)</b> | <b>(6,006)</b> |
| 已付股息            | -               | -              | (512)          | (1,018)        | (1,479)        |
| 发行资本证券          | 1,020           | 909            | -              | -              | -              |
| 新增银行和其他借款       | 25,802          | (9,307)        | 498            | 9,500          | 15,000         |
| 其他              | (2,658)         | 806            | (3,696)        | (5,545)        | (6,991)        |
| <b>筹资活动的现金流</b> | <b>24,165</b>   | <b>(7,593)</b> | <b>(3,710)</b> | <b>2,936</b>   | <b>6,531</b>   |
| 现金增加净额          | 7,013           | 3,376          | 4,032          | 8,775          | 7,553          |
| <b>年终现金</b>     | <b>18,473</b>   | <b>21,849</b>  | <b>25,881</b>  | <b>34,656</b>  | <b>42,210</b>  |

资料来源：公司资料、安信国际

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010