

所属行业

房地产

发布时间

2021年6月25日

**融信中国 (03301.HK)****利润、规模和现金流，融信的抉择困局****核心观点：**

融信可以说是中小房企弯道超车的典范，在市场上行期敢于以高杠杆入场，高价抢地，规模扩大之后放缓节奏，稳住经营安全，成功由“蚂蚁”进化成“大象”。但快速扩张来的弊端也在显现，在土储上积累不足，现金流偏向紧张，利润率有待改善。随着房地产行业规模增速放缓，城市行情分化下竞争更为激烈，面临着利润、规模和现金流的抉择，融信选择重新聚焦热点城市，降低对利润的预期，保住规模体量和现金流的稳定。

**相关研究：**

2020H1 年报综述：规则已定，房企的空间还有多大？

2020 年 12 月地产月报：房住不炒定位长期不变，2021 更看好以长三角为核心的城市

2020 年 12 月月度数据：全年销售 17.4 万亿，疫情冲击下房地产实现 8.7% 的增长

年度盘点：2020 住宅成交结构性特征明显，高能级城市具备先发优势

行业研究：长沙为何会成为全国学习的范本？

企业研究：华南房企对外扩张的终极选择：占领长三角？

企业研究：从万科 A 看头部房企的成长与担当

企业研究：“重”装上阵，重新出发，且看绿城如何探底回升

**研究员****于小雨**

rain\_yxy (微信号)

yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn

**王玲**

w18705580201 (微信号)

wangling@ehconsulting.com.cn

**李慧慧**

Yjtz12016 (微信号)

lihuihui@ehconsulting.com.cn

**曾志龙**

Zengzhilong666 (微信号)

zengzhilong@ehconsulting.com.cn

## 引言

人的一生最关键的就那么几步，对企业来说同样如此。当大势来临，“好风凭借力，送我上青云”，2015至2020年，融信中国从一个总资产348亿，年销售额119亿的小房企一跃成为总资产2332亿，年合约销售达1552亿的庞然大物，正是凭借了房地产行业这股蓬勃向上的时代东风。但风力总有尽时，随着市场的变化和行业的调整，守住规模并且活下去，成为了企业面临的更直接的问题。

在房企的发展过程中，利润、规模和现金流是衡量房企发展状况的三项重要指标，利润代表企业的盈利能力，现金流决定了企业短期内的生存问题，规模则是企业的市场地位和话语权的体现。本文将从这三个维度分析融信中国狂飙激进的发展过程以及在当前形势下面临的困局。

具体来看，我们认为，从2015年到2020年，融信的发展经历了三个阶段，第一是2015-2017年的扩张阶段，以规模增长为主；第二是2018-2019年的回稳阶段，在以稳定现金流为主；第三从2020年至今的防守阶段，以守住规模和稳定现金流，让企业存活下来为目标。

## 目录

引言 .....	2
一、扩张阶段（2015-2017年）：规模为王道，房地产行业是“大象的游戏” .....	2
二、回稳阶段（2018-2019年）：缓拿地守住安全底线，但三大问题渐显现 .....	4
三、防守阶段（2020年至今）：守规模，稳现金流，重回热点城市 .....	8
四、结语 .....	9

### 一、扩张阶段（2015-2017年）：规模为王道，房地产行业是“大象的游戏”

2015年，融信中国的总资产只有348亿，年销售额119亿，主要项目集中在长三角的上海和杭州，海西的福州、厦门和漳州。这时的融信还只是一个默默无闻的小房企，而房地产行业已经开始被认为是“大象的游戏”，没有体量就没话语权。

2016年8月，豪掷110亿拿下上海静安中兴路地块，融信一时名声大噪，而这只是融信扩张路径中具有代表性的项目。经此一战，融信的名气打响，拿地的步伐加快，投资面向其他城市铺开，区域上不再局限于长三角和海西区域，2017年收购海亮地产，迈出了向中西部扩展的步伐，随后向全国布局，投资规模大大增加。2015年，融信没有收购新土地，2016年，融信土地收购总成本为484亿元，2017年达到了715亿元。

从城市级别上看，融信拿地的城市主要为一二线城市，2016-2017年在一二线城市拿地总金额为1016亿元，占拿地总金额的85%，其中以杭州、上海、南京和福州为主，杭州是拿地金额最多的一个城市，并且远远高于第二的上海，占总土地成本的38%。核心城市能级高，能够为销售提供有力的支撑，聚焦核心城市，专注中高端品质一直是融信的主要战略。

2017年,上海、杭州和福州三地的总销售额达到了337亿元,占总销售额的67%,而后每年的占比虽然有所下降,但仍然维持在50%左右。

图表: 融信中国 2016-2017 年新增土地投资额 (亿元)

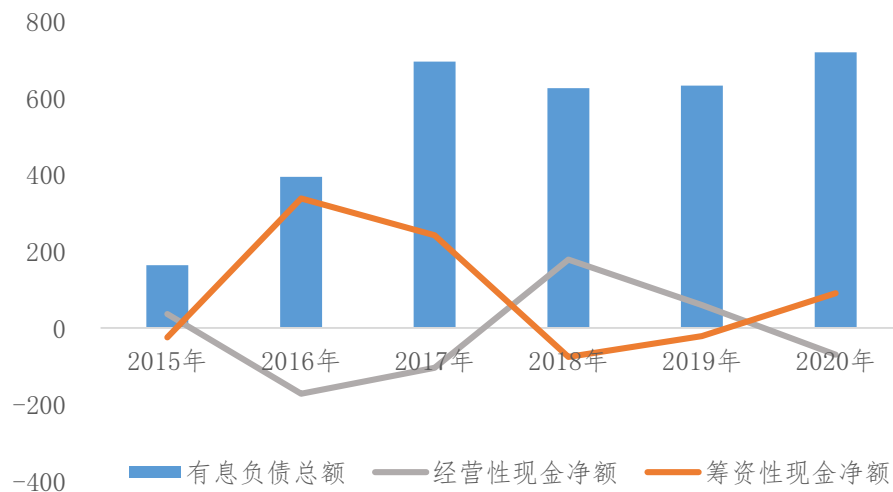
一二线城市	2016年	2017年	三四线城市	2016年	2017年
杭州	171.48	279.26	昆山	27.03	
上海	171.05		阜阳		24.10
南京	63.57	85.20	金华		21.76
福州	24.99	40.97	衢州		16.95
厦门	26.34	7.88	漳州		16.00
苏州		34.07	绍兴		15.49
天津		21.22	赣州		12.27
西安		16.20	莆田		9.35
重庆		14.55	六安		9.29
郑州		12.53	舟山		9.01
广州		11.76	银川		8.76
宁波		8.07	蚌埠		6.57
成都		7.51	龙岩		4.18
兰州		3.76	宣城		1.20
西宁		4.29	铜陵		0.82
合肥		11.60	广德		0.49
			南通		0.13
			怀远		0.01
总计	457.43	558.87	总计	27.03	156.38

资料来源: 亿翰智库、企业年报

土地是房地产行业的原材料,没有土地储备就谈不上业绩增长。但从拿地到开发,再到预售之间存在一定的时间间隔,短期内大规模的拿地会造成资金的紧张,一方面土地收购和开发建设使经营性现金大量流出,另一方面销售回款延迟,经营性现金流入相对不足,出多进少之下,经营性现金净额表现为负额。因此,房企需要通过外部输血,即对外举债,增加筹资性现金的流入来维持企业的经营运转。

2015年至2017年,融信的经营性现金净额由正转负,在2016年、2017年连续两年净流出,主要是由大量土地投资造成的。而有息负债总额由2015年的164亿元增加到2017年694亿元,两年内增加到四倍,相对应的筹资性现金净额由负转正,并且连续两年保持正额,可见融信通过外部借款维持了2016年和2017年高强度的土地投资,从而为之后的业绩增长奠定了厚实的土储基础。

图表：融信中国 2015-2020 年现金流量和有息负债（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业年报

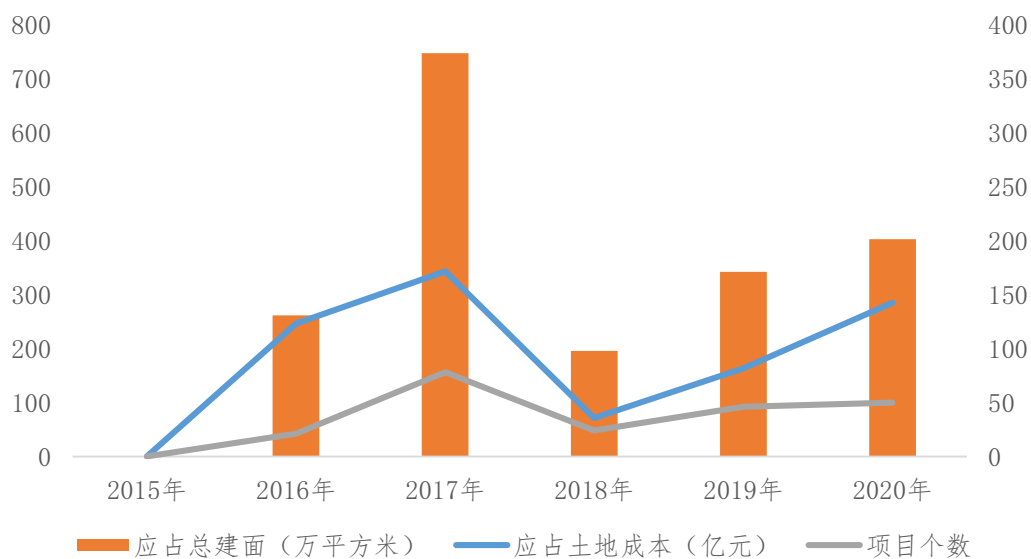
## 二、回稳阶段（2018-2019年）：缓拿地守住安全底线，但三大问题渐显现

加杠杆的做法在市场上行期并不少见，窗口期稍纵即逝，为了抓住机遇，只有充分发挥杠杆的作用，才能实现利益的最大化。但弊端在于一旦赌错了风向或者市场环境发生了变化，风险也会成倍地增加。所以在一段时间的加杠杆之后，企业往往会主动放缓节奏，让企业稳一稳。

2018年，融信前两年的借款逐渐到了偿还的期限，短期负债大量增加，债务偿还压力加大，为了保证企业的经营安全，融信放缓了企业的发展节奏。一方面，收缩拿地的规模，减少拿地支出。另一方面，由于前期土地投资的销售业绩开始兑现，经营性现金流重新回正，用经营性现金弥补债务偿还的缺口。

融信在2016年、2017年囤积了大量土地，2018年、2019年以消耗之前的土储为主，新增土地权益金额分别为71亿和163亿，两年内在土地投资上的总权益支出比2016年单年246亿还少，通过压缩土地投资的规模，融信减少了经营性现金的流出。同时，在前期大规模土地投资带来的销售业绩开始兑现，2018年融信的合约销售金额一举突破了千亿大关，达1219亿元。销售业绩的兑现带来现金的回流，年内预收账款增加，超过了土地投资的成本支出，经营性现金净额重新回正，尽管在债务偿还上压力变大，但通过经营性现金的回流得到了缓解。前期举债扩张，后期以销售回款支撑债务偿还，融信的经营扩张得到了相对的软着陆。

图表：融信中国 2015-2020 年土地投资情况（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业年报

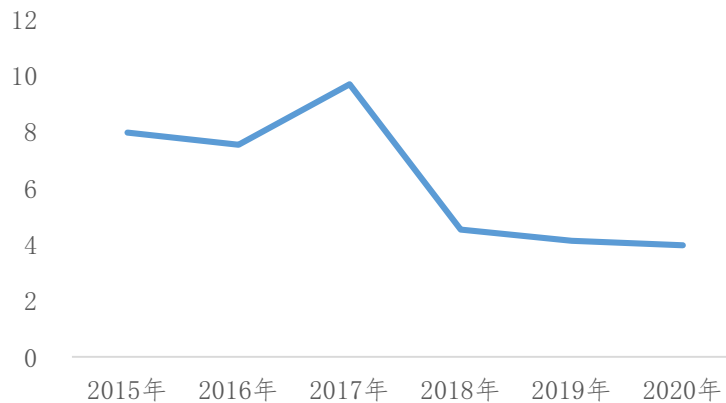
可以说，融信成功抓住了时代的窗口期，实现了从百亿到千亿的跨越，跻身头部房企之列，但成功并非没有代价，一些问题也开始逐渐凸显。我们认为，融信在三个方面存在一定的隐患：一是土储相对不足；二是现金流偏紧张；三是利润率持续走低。

### 1、土储相对不足

2018-2019 年融信放缓了拿地节奏，着重开发已获取的地块，但随着 2016 年和 2017 年积累的土地快速消耗，相比于每年的销售面积，融信的土地储备面积开始吃紧，存续比持续下降，未开发的土地储备面积也逐渐减少。

以杭州为例，杭州是融信销售业绩的主要贡献城市，每年的销售业绩占比接近三分之一。2019 年，融信在杭州实现销售面积 125 万平方米，以融信 2016-2019 年在杭州获取的土地建筑面积减去已销售的建筑面积仅余 206 万平方米，以 2019 年的去化速度，不到两年的时间融信在杭州的土储将会告罄。实际上 2020 年融信在杭州的销售面积就达到了 161 万平方米，为了维持每年销售规模的稳定，融信需要保持连贯持续的拿地节奏。

图表：融信中国 2015-2020 年存续比



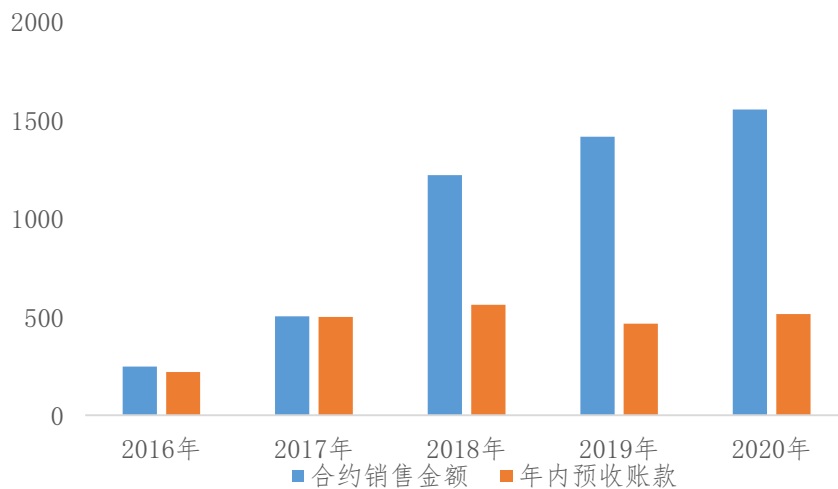
资料来源：亿翰智库、企业年报

注：存续比=土地储备总建筑面积/销售建筑面积

## 2、现金流偏紧张

随着规模的扩大，融信在现金流上偏向于紧张。一方面，为了保持规模的稳定增长，融信在拿地上不断的投入，需要有持续的现金支出。另一方面，债务规模的扩大加大了债务偿还的压力，2015-2019年，融信的有息负债总额由164亿元增加到632亿，短期负债由95亿增加至187亿。债务偿还规模扩大，要求销售回款及时充分，但是从每年的预收账款来看，尽管合约销售金额年年攀升，但年内预收账款并未同步增加，甚至偶有下滑，即使考虑到权益占比的减小，融信的销售回款也并非那么乐观。从严格版的现金短债比来看，融信的现金短债比一直维持在0.8上下，短期债务偿还上一直有一定的压力。总体而言，融信的高杠杆意味着资金必须保持有效率的使用，一旦项目进展不顺资金承压，容易引发经营风险。

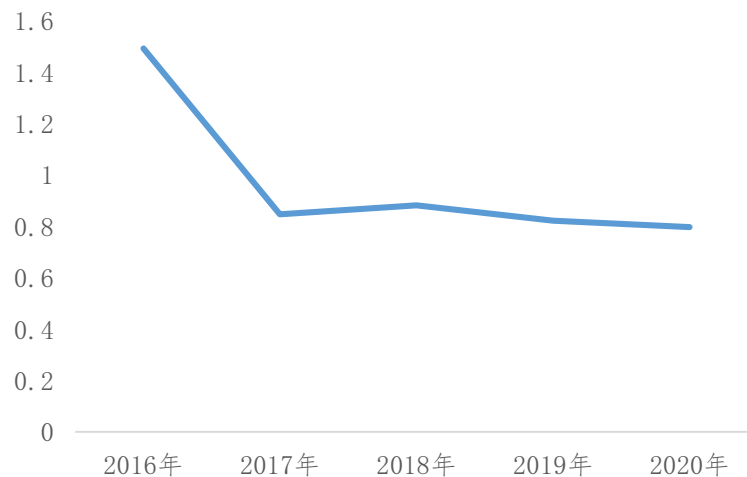
图表：融信中国 2016-2020 年合约销售金额和年内预收账款（亿元）



资料来源：亿翰智库、企业年报

注：年内预收账款=当年预收账款值+当年结算销售收入-上一年预收账款值

图表：融信中国 2016-2020 年现金短债比（严格版）



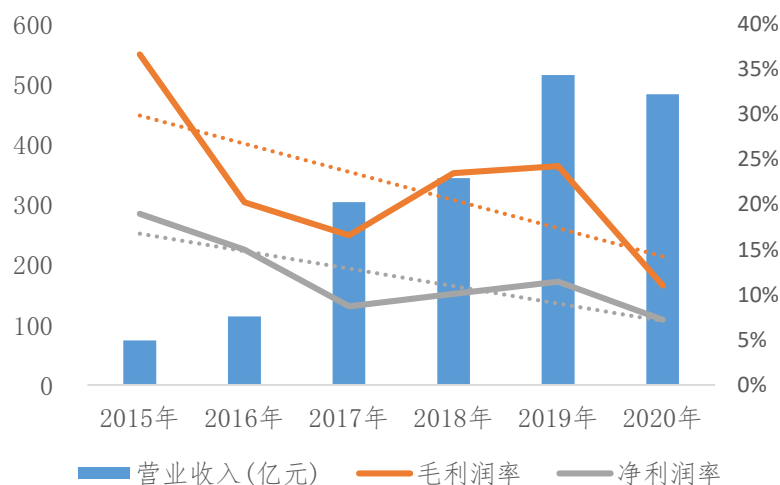
资料来源：亿翰智库、企业年报

注：现金短债比（严格版）= 现金及现金等价物（不包含定期存款）/ 短期负债

### 3、利润率持续走低

2015-2020 年，融信的营业收入和利润率的变化呈相反趋势，营业收入增加，利润率却在走低。在 E50 房企中，融信的利润率同样处于靠后偏低的水准。我们认为，主要原因在高价地上，以上文所提及的上海静安区中兴路地块为例，2016 年，该地块平均楼面价达 10 万 /m<sup>2</sup>，扣除保障房面积后的可售面积实际楼面价为 14.3 万 /m<sup>2</sup>，刷新了全国住宅土拍单价成交记录。但在实际的销售过程中，价格未达到相应预期，导致该地块推盘进度缓慢，去化效果不理想。截至 2021 年 6 月，该项目依然在推售中，而平均售价为 13 万每平，叠加资金的占用成本，该项目上的利润可想而知。

图表：融信中国 2015-2020 年利润率情况



资料来源：亿翰智库、企业年报



除了该地块，融信在弯道超车的过程中不可避免的获取了许多地王项目，我们统计了部分 2016 年和 2017 年的高地价项目和其后来的售价，部分项目如融信杭州世纪、融信厦门世纪、福州澜天，地货比都偏高，这意味着这些项目的毛利润率比较低，高地价项目侵蚀了融信的利润。对于一个房企来说，利润率虽然在短期内的影响并不明显，似乎只要有规模，现金流不断，企业就能一直经营下去。但是从长期来看，市场永远在淘汰那些低利润率的企业，任何行业都要求相应的回报，在相同情况下，有利润的企业才能走得更远。

图表：融信中国 2016-2017 年部分高地价项目

城市	项目名称	总建筑面积 (万平方米)	土地成本 (亿元)	楼面价 (元)	售价 (元)	地货比
厦门	融信厦门世纪	3.74	7.88	31520	32000	0.99
杭州	融信杭州世纪	17.15	36.46	30816	38000	0.81
福州	福州澜天	8.56	14.10	21973	27500	0.80
南京	融信世纪东方	33.51	58.20	24957	32000	0.78
上海	中兴路壹号	14.98	110.10	100091	130000	0.77
杭州	杭州古翠隐秀	21.67	60.64	40542	54000	0.75
厦门	融信铂悦湾	18.56	26.34	23207	35000	0.66
杭州	杭州保利和光尘樾	29.02	33.51	16005	28000	0.57
杭州	万科融信西雅图	24.07	25.95	14905	27000	0.55
昆山	昆山玉兰公馆	28.03	27.03	13573	25000	0.54
杭州	融信公馆	11.71	23.61	31404	58000	0.54
上海	世纪江湾	6.11	31.55	52840	98000	0.54

资料来源：亿翰智库、企业年报、公开信息

### 三、防守阶段（2020 年至今）：守规模，稳现金流，重回热点城市

2020 年，融信在土地市场的拿地力度再度加强，在土地获取上花费的权益金额为 84 亿元，重新达到了 2016 年的水准。尽管投资力度再度回到了激进时期的水准，但时间点不同，市场环境已经发生了变化，相同的行为背后的出发点也并不相同。2016 年融信的高强度投资是为了快增扩大规模，底气是基于行情上涨的预期，所以敢打敢拼敢拿地。但是随着房地产行业进入平稳发展阶段，行业总体规模增长乏力，而且伴随着三道红线政策的出台，融资环境收紧，销售端和融资端都面临着压力，房企的诉求由扩规模变成了稳规模、稳地位和稳现金流。融信土地投资的预期不再是基于行情上涨带来的回报，而是基于可预见的销售回款以保障现金流的安全稳定。

因此，相比于 2017 和 2018 年，2020 年以来融信在拿地的选择上更偏向销售回款较快的城市和地块。我们可以从多个方面可以看到这个趋势，第一，2020 年融信重回上海大规模的拿地，2016 年中兴路项目之后，融信在上海仅获取了一块商业地块，连续三年未有住



宅用地进账，而 2020 年融信在上海的土地投资额再度达到了 158 亿元。第二，2020 年融信在杭州的土地投资额较前几年有大幅度的增加，在 2021 年的杭州首批集中供地上，融信为了获取杭州的地块，再度拍出了高价。第三，2017-2020 年，融信在三四线城市获取的土地中长三角及海西区域的比例持续提高，拿地单价不断上涨，这意味着融信的拿地政策重新向热点城市和地块倾斜，热点城市的项目去化和回款更有保障。**如果说 2018 年融信节奏的放缓是根据企业自身经营状况的主动调整，那么 2020 年之后策略的变化更多的是随着市场环境的适应和转换。**

在热点城市拿地的好处很明显，但缺陷也很明显，就是预期利润率偏低，融信为了保障规模体量和现金流的稳定，降低了对利润的预期。但持续的低利润率容易引发外界对企业经营质量的担忧，2021 年 4 月，融信中国连续被国际评级机构惠誉和标普下调了评级，理由是认为融信的盈利能力将持续走弱。

一般而言，房企有多种途径可以提高利润空间，一是区域深耕，提高议价能力和品牌溢价，但融信主要的深耕区域在于杭州等热点二线城市，竞争激烈，生态环境并不乐观。二是多元化拿地，利用商业勾地或者城市更新拿地，土地成本较低。在城市更新方面融信早有涉及，但所占比例并不高，而且城市更新项目投资周期长，需要较长时间的耕耘。三是避开热点一二线城市，另辟蹊径寻找获利点，但在销售去化存在一定的风险。对融信来说，利润的改善是一件长期的需要持续去耕耘的事情。

#### 四、结语

总体而言，融信可以说是中小房企弯道超车的典范，在市场上行期敢于高杠杆入场，高价抢地，规模扩大之后放缓节奏，着手稳定经营安全，站稳脚根，成功由“蚂蚁”进化成“大象”。但快速扩张带来的弊端逐渐显现，在土储上积累不足，现金流偏向紧张，利润率也有待改善。随着房地产行业规模增速放缓，融资政策不断收紧，城市行情分化，融信似乎只有不断向前冲，才能活下去。但不管怎么说，只要市场需求还在，融信的游戏就可以一直玩下去。

## 【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写,公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径,但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因,本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入,对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反映企业经营情况。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的任何建议。任何机构或个人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分,请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分,如未经亿翰智库授权,传播时私自修改其报告数据及内容,所引起的一切后果或法律责任由传播者承担,亿翰智库对此等行为不承担任何责任,亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

## 【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构,隶属亿翰股份,其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用;定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次,亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。



亿翰智库二维码