

布局渐均衡，管控趋稳健

——融信中国首次覆盖报告

核心观点：

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 14.5 港元。预测公司 2019-2020 年核心 EPS 分别为 2.19 元和 3.30 元人民币，同比增长 36%和 51%。考虑到全国化布局已完成及拿地方式趋于平衡，业绩释放将加速，给予目标 NAV 折让 55%，目标价 14.5 港元，对应 2019 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 58%。首次覆盖给予公司“增持”评级。

战略布局优化，业绩增长稳健。市场认为核心城市占公司销售比重过高，业绩易受单城市影响，同时公司获取的少数地块成本较高，加之部分地区限价政策出台，压缩公司利润。站在目前时点，我们认为融信中国的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司土储已完成全国化布局，以郑州、太原等中原核心城市及环杭州城市为新增长点，销售收入全国化将在后续逐步释放；2) 公司在 2016-2017 年拿地激进，2018 年已根据过往经验和市场情况迅速优化战略，更重视更高利润的土地选择，拿地方式趋于平衡，同时，重点城市限价使公司去化表现优秀，现金回流稳定。随着业绩稳健增长，偏低的估值水平和优质资产之间的背离将逐步缩减。

巩固区域优势，稳步布局全国。公司在保持已有区域优势的基础上，在全国九大城市群的重点城市积极布局，截至 2019 年中，公司全口径土地储备 2654.4 万平方米，权益土地储备 1413.6 万平方米，一线、二线城市的权益土地储备分别占 1.86%和 67.35%，长三角、海峡西岸、中原地区分别占总土地储备的 34.19%、27.58%、25.55%，为公司未来销售收入、区域分布及业绩稳定性提供了有力保障。

策略趋于平衡，拿地渠道多元。公司在扩大规模过程中拿地较为激进，自 2018 年起策略有所改善，趋于平衡，聚焦更高盈利的土地获取，提升了公司拿地的稳定性。公司通过合作发展、城市更新、一二级联动和 TOD 等方式拿地，在保障土地获取的同时成功压低拿地成本，截至 2019 年中，公司土地储备权益地价为 6365 元/平，仅为公司 2019 年中销售均价的 31.7%，有望有效提高增长预期。

风险提示：行业景气度受政策影响较大；高端产品销售受政策影响较大。

增持

(首次)

微信公众号：



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cws.com.hk

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cws.com.hk

诸葛莲昕

联系人

+852 3958 4600

zhugelianxin@cws.com.hk

财务摘要 (百万人民币)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7,415	11,372	30,341	34,367	50,323	60,901	76,870
(+/-)%	80.9%	53.4%	166.8%	13.3%	46.4%	21.0%	26.2%
毛利润	2,714	2,302	5,025	8,065	11,779	13,117	17,685
净利润	1,393	1,250	1,158	2,500	3,504	5,280	7,142
(+/-)%	175.0%	-10.2%	-7.4%	115.9%	40.2%	50.7%	35.3%
PE	6.1	8.9	9.9	5.2	3.8	2.5	1.9
PB	2.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.6	0.5



目录

1.投资逻辑	5
2.跨越千亿大关，股权结构稳定	7
2.1 定位中高端精品，专注地产开发.....	7
2.2 股权结构稳定，股东持续增持彰显信心.....	8
3.深耕区域品质住宅，稳步布局全国	10
3.1 专注品质至上，销售均价领先	10
3.2 区域优势明显，稳健增长扩大规模.....	11
3.3 着眼优质土储，积极布局全国	12
4.战略调整优化，拿地渠道多元	15
5.土地储备受益于城市群发展	19
6.财务状况稳健，助力均衡发展	22
6.1 盈利水平良好，财务状况稳健	22
6.2 公司估值	24
7.风险提示	25

图表目录

图 1：公司在周期低点在杭州、福州等核心城市发力拿地，驱动公司高速增长.....	5
图 2：欧氏家族信托持有 65.17%股份，保障稳定经营	8
图 3：定位中高端，销售均价较高	10
图 4：杭州、福州、上海总计贡献销售金额的 58.57%，深耕城市成效显著.....	12
图 5：杭州、阜阳、福州、郑州、上海总计贡献销售面积的 50.22%，公司版图 向中西部扩展	12
图 6：公司土地储备总建筑面积持续上升，支持公司业绩高增.....	13
图 7：一线、二线城市占权益土地储备比重较高，适配产品中高端定位.....	13
图 8：保持已有区域优势的基础上，积极开展全国化布局.....	14
图 9：2016、2017 年拿地激进，2018 年放缓，目前拿地节奏趋于平衡	15

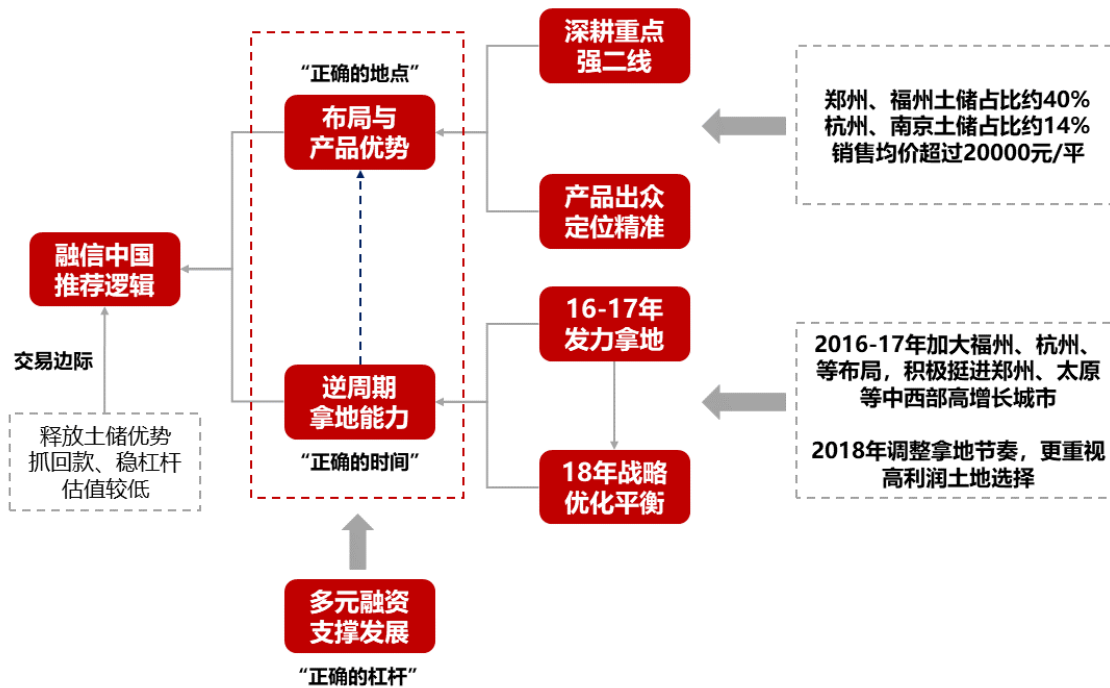


图 10：2016、2017 年新增土地储备面积均大于上期土地储备总面积，扩展迅速，当前更为审慎	15
图 11：公司拿地策略转变迅速，有所优化	16
图 12：土储面积拓展由激进转向平稳	16
图 13：于杭州房价低点加大布局，保障后续销售	16
图 14：于福州房价上涨前夕积极布局，保障销售盈利	16
图 15：土储成本远低于销售均价，土地资源的优势明显	17
图 16：低价获取大量土地，严控拿地成本	17
图 17：打造福州最大旧城改造项目世欧王庄，为获取优质土储奠定基础	17
图 18：与青岛西海岸发展集团联合打造滨海综合体项目，拓宽公司拿地渠道	18
图 19：杭州常住人口持续上升，户籍人口稳中有升	19
图 20：阜阳常住人口近年稳定回升，户籍人口持续增加	19
图 21：福州常住人口及户籍人口均持续上升	19
图 22：郑州总人口持续上升	19
图 23：上海常住人口及户籍人口均稳中有升且相差较大	20
图 24：南京常住人口及户籍人口均持续上升	20
图 25：公司 ROE 持续维持较高水平，盈利水平良好	22
图 26：短期债务占比下降，短期偿债压力降低	23
图 27：现金对短期负债覆盖充足，短期偿债风险可控	23
图 28：融资成本 16 年后稳中有降，降低公司资金压力	24
图 29：净负债率 2016 年后大幅下降，保障公司均衡发展	24
表 1：公司营业收入主要来源于物业销售	7
表 2：大股东持续增持，彰显业绩信心	9
表 3：打造产品系列，保障中高端品牌价值	10
表 4：杭州、福州、上海、南京、郑州、漳州、阜阳、厦门、西安总计贡献销售金额的 80.15%，海西及长三角地区贡献占比最大	11
表 5：杭州、阜阳、福州、郑州、上海、南京、漳州、西安、厦门总计贡献销售面积的 65.59%，长三角、海西、中西部地区贡献占比最大	12
表 6：强二线城市占权益建面比重最大，为未来销售奠定基础	13
表 7：快速拓展布局全国，近年拿地更为审慎	15
表 8：公司布局主要城市群 GDP 表现	20

表 9：公司重点布局城市群发展受政策支持.....	21
表 10：积极优化债务结构，拓展公司融资渠道.....	23
表 11：信用评级持续上调，体现市场对公司信心.....	24
表 12：融信中国 NAV 32.2 港元.....	25

1. 投资逻辑

图 1：公司在周期低点在杭州、福州等核心城市发力拿地，驱动公司高速增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

区域布局优势显著，战略优化稳健增长。站在目前时点，我们认为融信中国的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司土储已完成全国化布局，以郑州、太原等中原核心城市及环杭州城市为新增长点，销售收入全国化将在后续逐步释放；2) 公司在 2016-2017 年拿地激进，2018 年已根据过往经验和市场情况迅速优化战略，更重视更高利润的土地选择，拿地方式趋于平衡，同时，重点城市限价使公司去化表现优秀，现金回流稳定。随着业绩稳健增长，偏低的估值水平和优质资产之间的背离将逐步缩减。

前瞻布局重点城市，稳固区域优势地位。公司持续深耕已进驻的城市群，2016 年在杭州和福州房价上涨前夕大量拿地，在房价上涨后释放增长，节点把握准确。2019 年上半年公司在福州的销售额及建筑面积列第 1 位，在杭州的权益销售额列第 2 位，区域销售优势明显。截至 2019 年中，福州、杭州分别占总权益土地储备的 19.93%和 8.69%，公司在重点布局的城市保持充足的土地储备支持后续销售，保障重点城市业绩的稳定性。



全国化布局完成，新增长点亟待释放。公司已完成布局九大城市群，并以郑州、太原等发展较快的中西部城市为新增长点，截至 2019 年中，郑州、阜阳、重庆分别占总权益土地储备的 20.19%、4.89%和 2.02%，为未来销售分布由集中于海西、长三角等优势区域到全国化的转变奠定了基础。

规模扩大迅速，战略转身及时。公司在 2016-2017 年发力拿地，迅速扩大规模，完成全国化布局；同时，激进的拿地策略使得少数项目成本过高，拉低利润率。近年来，公司根据市场情况和过往经验做出战略调整，于 2018 年中迅速转身，控制拿地，更加重视更高利润的土地选择，拿地节奏趋于平衡，为公司稳定发展提供了保障。

拿地渠道多元，保障土地获取。积极通过合作发展、城市更新、一二级联动和 TOD 等方式获取土地。公司拥有近 10 年城市更新开发经验，已打造出福州世欧王庄、双杭城及海月江潮等代表作品；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，打造成郑州奥体世纪等代表作品；通过 TOD 模式进驻山东半岛，打造滨海综合体项目，在拓宽拿地渠道的同时稳步拓展公司全国化版图。上述与政府联系紧密的拿地方式更能保障公司在核心城市的优质地点拿到土地，对公司业绩提供支持。

去化表现优秀，现金回流稳定。在重点城市限价的大背景下，公司利润表现稳定，同时，中高端的产品定位使公司去化表现优秀，现金回流稳定。我们认为，当前融资端调控趋严，回款稳定将对公司稳定经营和业绩持续增长提供重要支撑。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 14.5 港元。预测公司 2019-2020 年核心 EPS 分别为 2.19 元和 3.30 元人民币，同比增长 36%和 51%。考虑到全国化布局已完成及拿地方式趋于平衡，业绩释放将加速，给予目标 NAV 折让 55%，目标价 14.5 港元，对应 2019 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 58%。首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示：行业景气度受政策影响较大；高端产品销售受政策影响较大。

2. 跨越千亿大关，股权结构稳定

2.1 定位中高端精品，专注地产开发

融信中国成立于 2003 年，以地产开发为主业，目前已布局海峡西岸、长三角、长江中游、大湾区、京津冀、中原、成渝、西北、山东半岛等全国九大核心城市群。截至 2019 年中，总资产人民币 2009.8 亿元，销售金额 566.8 亿元；2018 年销售金额 1218.8 亿元，首次突破千亿大关，为中国房地产开发企业 22 强。

公司重点深耕一线及强二线城市，布局九大城市群。公司以海峡西岸的福州和长三角的上海、南京、杭州为核心，积极拓展环绕其周边的卫星城市，深耕海峡西岸及长三角城市群，专注打造创新型高品质城市标杆项目。公司 2016 年起开始全国化发展，至今已成功落子九江、广州、天津、郑州、重庆、西安、青岛等城市，布局了长江中游、大湾区、京津冀、中原、成渝、西北及山东半岛七大城市群。

公司谨守“品质地产领跑者，美好生活服务商”愿景，坚守“聚焦、平衡、轻资产”三大战略，以中高端改善型住宅为主要产品，物业销售为主要收入来源。通过城市更新及 TOD 两大特色开发模式，公司能以低价获取优质土地储备，截至 2019 年 6 月 30 日，公司土地储备权益地价为 6365 元/平方米，仅为公司 2019 年中销售均价的 31.7%，土地资源优势明显。

公司营业收入主要来源于物业销售，其他业务占比较小。2018 年全年公司实现营业收入 343.7 亿元，同比增长 13.3%；核心净利润 25.0 亿元，同比增长 115.9%；物业销售、建设服务和租金收入、酒店运营及其他贡献占比分别为 97.2%、1.9% 和 0.9%。2019 年中期公司实现营业收入 266.2 亿元，同比增长 86.3%；核心净利润 19.6 亿元，同比增长 25.9%；物业销售、建设服务和租金收入、酒店运营及其他贡献占比分别为 98.5%、0.9% 和 0.6%。

表 1：公司营业收入主要来源于物业销售

	2019H1		2018		2017	
(人民币 亿元)	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
物业销售	262.1	98.48%	334.1	97.21%	295.9	97.52%
建设服务	2.4	0.89%	6.5	1.89%	5.6	1.84%
其他	1.7	0.62%	3.1	0.90%	1.9	0.64%
总计	266.2	100.00%	343.7	100.00%	303.4	100.00%

数据来源：公司公告，中达证券研究

2.2 股权结构稳定，股东持续增持彰显信心

股权结构稳定，保障稳定经营。公司第一大股东为 Dingxin Company Limited，为欧氏家族信托受托人 TMF (Cayman) Ltd.的间接全资子公司，欧氏家族信托为由公司创办人、董事会主席欧宗洪之子欧国飞（作为财产授予人）成立，欧宗洪作为信托保护人的全权信托，因而欧氏家族成员均视为于 Dingxin Company Limited 所持有的股份中拥有权益，共占公司 65.17%（截至 2019 年 11 月 4 日）的股份，股权结构稳定。

图 2：欧氏家族信托持有 65.17% 股份，保障稳定经营



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据截至 2019 年 11 月 4 日

股东持续增持，体现强大信心。2019 年 4 月，公司通过大股东 Dingxin Company Limited 向不少于六名独立专业人士、机构及/或个别投资者按照 10.95 港元的配售价配售 10800 万股股份，并发行 10800 万新股份予 Dingxin，除此之外，Dingxin 于 2019 年内持续增持公司股份，截至 2019 年 11 月 4 日，共增持约 8590 万股，耗资合计约港币 9.3 亿元，体现出控股股东对公司发展的强大信心，对公司股价也形成了有力支撑。

表 2：大股东持续增持，彰显业绩信心

时间	增持数量 (万股)	平均股价 (港元)	增持金额 (万港元)	增持百分比
2019-04-15	3,295	12.00	39,535	1.91%
2019-04-16	167	11.79	1,966	0.10%
2019-04-24	137	10.93	1,497	0.08%
2019-05-06	191	10.49	2,000	0.10%
2019-05-14	3,250	10.12	32,890	1.89%
2019-05-23	55	9.06	500	0.03%
2019-05-29	21	9.54	200	0.01%
2019-05-31	159	9.31	1,477	0.09%
2019-07-02	600	10.26	6,156	0.35%
2019-08-14	329	9.12	2,999	0.19%
2019-09-03	143	8.97	1,281	0.08%
2019-09-05	31	9.53	297	0.02%
2019-09-25	113	8.66	975	0.06%
2019-09-26	101	8.83	892	0.06%
总计	8,590	9.90	92,664	4.97%

数据来源：港交所，公司公告，中达证券研究



3. 深耕区域品质住宅，稳步布局全国

3.1 专注品质至上，销售均价领先

聚焦中高端精品项目开发，凸显品牌价值。公司拥有优秀的产品能力和成熟的产品体系，以“世纪系”“海月系”“澜天系”及“中心系”四大产品系专注打造高端精品城市项目，配以高端定制化物业管理服务，品牌价值凸显。产品系列获“2018 年轻奢精品产品系 TOP10”“2018 中国房地产住宅项目品牌价值 TOP10”“2018 中国房地产优秀品牌项目”等奖项。

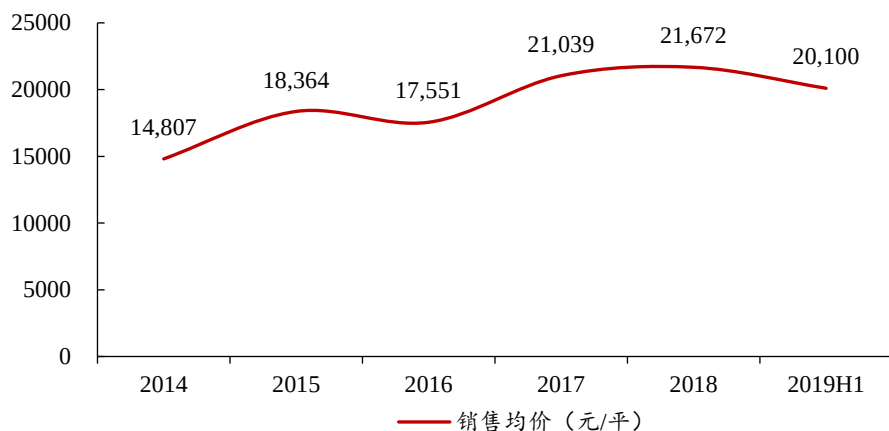
产品系列以住宅为主，辅以多元化物业满足需求。除住宅外，公司产品还包含高端公寓、酒店、写字楼、城市综合体等多种物业类型。公司 2019 年上半年销售均价 20100 元/平方米，处于行业领先地位。

表 3：打造产品系列，保障中高端品牌价值

产品系列	产品简介
世纪系	城市高价值、高潜力核心板块，富有时代感的现代艺术居住社区
海月系	历史、人文价值高地，革新传统人居方式
澜天系	城市精华处汲取自然资源，花园社区
中心系	城市中心位置，以写字楼、五星级酒店及商业综合体建造区域的地标建筑

数据来源：公司网站，中达证券研究

图 3：定位中高端，销售均价较高



数据来源：公司公告，中达证券研究



3.2 区域优势明显，稳健增长扩大规模

海西、长三角地区销售领先，积极拓展增长点。公司持续深耕已进驻的城市群，2019 年上半年公司在福州的销售额及建筑面积列第 1 位，在杭州的权益销售额列第 2 位，区域优势明显。同时，公司以郑州、太原等中西部城市和环杭州城市群为新的增长点。

2019 年上半年，公司实现销售金额 566.8 亿元，同比增长 3.9%，杭州、福州、上海、南京、郑州、漳州、阜阳、厦门、西安分别贡献 35.80%、11.74%、11.04%、6.16%、4.04%、4.01%、3.40%、2.13%、1.83%；销售面积 282.0 万平方米，杭州、阜阳、福州、郑州、上海、南京、漳州、西安、厦门分别贡献 18.73%、9.86%、8.76%、6.59%、6.27%、5.49%、5.38%、3.23%、1.27%。

表 4：杭州、福州、上海、南京、郑州、漳州、阜阳、厦门、西安总计贡献销售金额的 80.15%，海西及长三角地区贡献占比最大

城市	金额（人民币亿元）	占比
杭州	202.9	35.80%
福州	66.6	11.74%
上海	62.6	11.04%
南京	34.9	6.16%
郑州	22.9	4.04%
漳州	22.8	4.01%
阜阳	19.3	3.40%
厦门	12.1	2.13%
西安	10.4	1.83%
其他	112.5	19.85%
总计	566.8	100.00%

数据来源：公司公告，中达证券研究

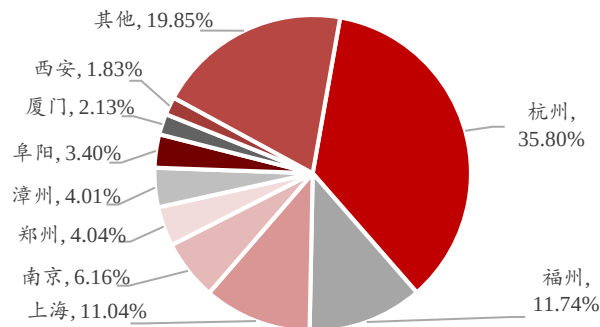


表 5：杭州、阜阳、福州、郑州、上海、南京、漳州、西安、厦门总计贡献销售面积的 65.59%，长三角、海西、中西部地区贡献占比最大

城市	面积（万平方米）	占比
杭州	52.8	18.73%
阜阳	27.8	9.86%
福州	24.7	8.76%
郑州	18.6	6.59%
上海	17.7	6.27%
南京	15.5	5.49%
漳州	15.2	5.38%
西安	9.1	3.23%
厦门	3.6	1.27%
其他	97.0	34.41%
总计	282.0	100.00%

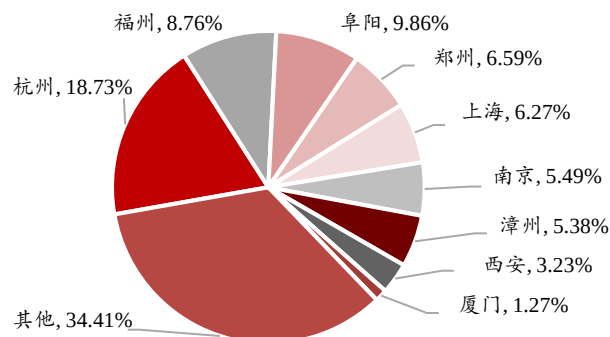
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：杭州、福州、上海总计贡献销售金额的 58.57%，深耕城市成效显著



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：杭州、阜阳、福州、郑州、上海总计贡献销售面积的 50.22%，公司版图向中西部扩展



数据来源：公司公告，中达证券研究

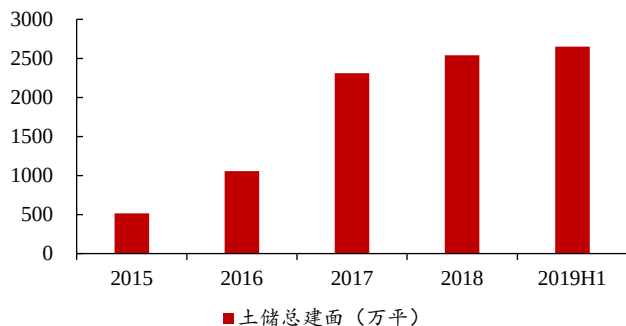
3.3 着眼优质土储，积极布局全国

优质土地储备充足，一线、二线城市占比较高。截至 2019 年中，公司权益土地储备总建筑面积 1413.6 万平方米，土地储备主要分布于海峡西岸及长三角地区核心城市及其卫星城市，并开始积极布局中西部重点城市，郑州、福州、绍兴、杭州、南京分别占比 20.19%、19.93%、10.02%、8.69%、5.06%。一线、二线



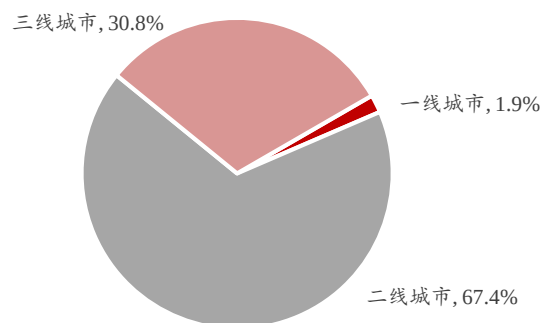
城市的权益土地储备分别占 1.86%和 67.35%，配合公司中高端精品住宅的产品定位，为公司未来的销售提供了有力支持。

图 6：公司土地储备总建筑面积持续上升，支持公司业绩高增



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：一线、二线城市占权益土地储备比重较高，适配产品中高端定位



数据来源：公司公告，中达证券研究

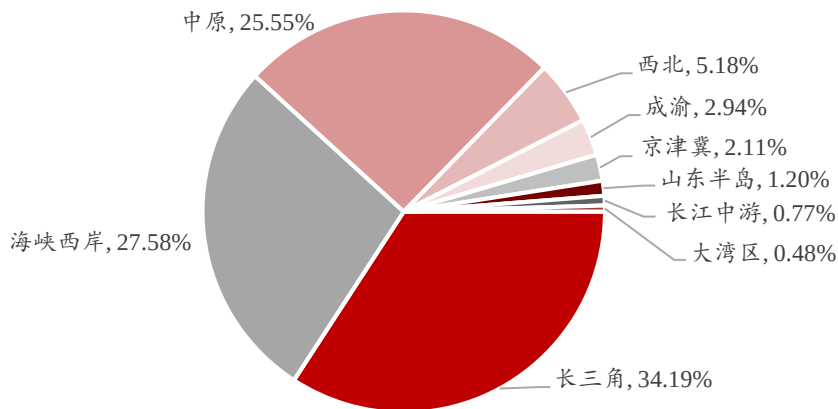
表 6：强二线城市占权益建面比重最大，为未来销售奠定基础

城市	权益建面 (万平方米)	占比
郑州	285.4	20.19%
福州	281.8	19.93%
绍兴	141.6	10.02%
杭州	122.9	8.69%
南京	71.6	5.06%
阜阳	69.2	4.89%
漳州	36.1	2.55%
天津	29.8	2.11%
重庆	28.6	2.02%
其他	346.7	24.53%
总计	1413.6	100.00%

数据来源：公司公告，中达证券研究

扎根发达城市群，战略外拓布局全国。公司扎根于长三角和海峡西岸核心城市，并积极拓展其周边有潜力的卫星城市。截至 2019 年中，长三角、海峡西岸、中原地区分别占总土地储备的 34.19%、27.58%、25.55%，合计占比 87.32%。公司对已扎根城市群持续深耕，结合其区域优势，对公司未来的销售提供了保障。在此基础上，公司亦积极布局中原，扩大公司物业版图。

图 8：保持已有区域优势的基础上，积极开展全国化布局



数据来源：公司公告，中达证券研究

团队扎根核心城市，保障布局高效扩张。公司深耕区域核心城市，拥有对当地情况充分了解且开发经验丰富的团队。在布局拓展方面，公司以核心城市为中心发散，逐步拓展周边具有发展潜力的城市，拓展范围均在团队的管理半径之内，保证高质量的高效扩张。

4. 战略调整优化，拿地渠道多元

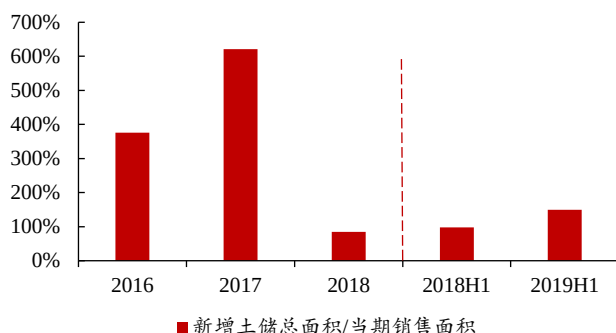
把握整体市场，积极调整战略。公司在 2016-2017 年发力拿地，迅速扩大规模，完成全国化布局；同时，激进的拿地策略使得少数项目成本较高。近年来，公司根据市场情况和过往经验做出战略调整，于 2018 年中迅速转身，控制拿地，更加重视更高利润的土地选择，拿地节奏趋于平衡，为公司稳定发展提供了保障。

表 7：快速拓展布局全国，近年拿地更为审慎

时间	市场情况	公司拿地策略
2015	政府逐步放宽房屋限购、首次置业及二次置业购房者首付比例限定等相关房地产控制政策，并降低相关税率；多地降低住房贷款利率，部分地方政府推出一系列房屋补贴政策	在福建省取得领先地位，同时积极探索以“长三角”为代表的国内核心城市圈；聚焦中国一二线城市核心地区，致力打造标杆产品
2016	从年初的信贷宽松、税费优惠政策到一线城市限购限贷；“去库存”主基调下，各地“因城施策”	全国化深耕布局新篇章的开启之年；继续巩固在海西经济区的领先地位，并积极拓展在长三角经济区的重要经济枢纽的竞争优势
2017	分类调控，因城施策：北上广深等一、二线城市限购、限贷、限价、限售；三、四线城市“去库存”效果显现，库存规模降至阶段性低点	全国化布局战略落地之年，业务辐射至大湾区、京津冀、中原、成渝、西北，扎根一、二线核心城市核心地段，提出“1+N”战略，深耕中高端房地产市场
2018	政府坚决执行“房住不炒”的政策原则，持续推出调控政策以遏止楼市过热	采取审慎拿地的原则，精准把握市场状况，注重增加优质、高潜力的土地储备；加大于河南的布局，落子青岛
2019H1	继续落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策	以审慎购地为原则，本期间内精准把握市场周期，以低溢价率购得多幅优质地块

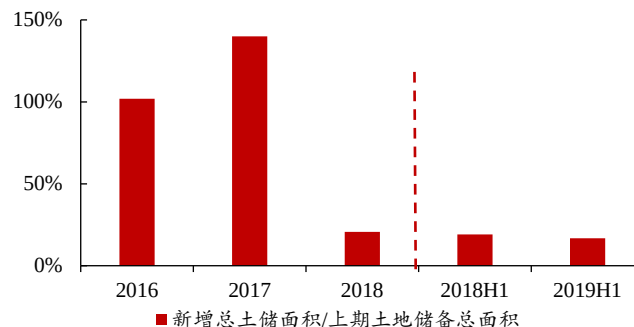
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：2016、2017 年拿地激进，2018 年放缓，目前拿地节奏趋于平衡



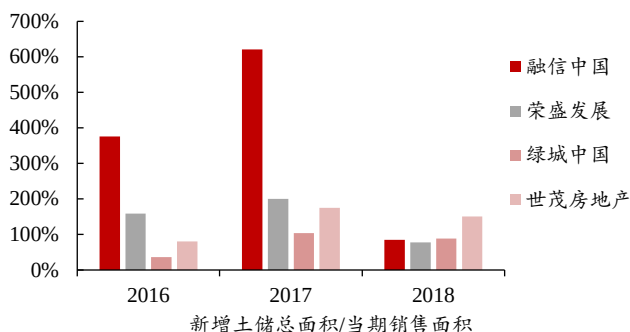
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：2016、2017 年新增土地储备面积均大于上期土地储备总面积，扩展迅速，当前更为审慎



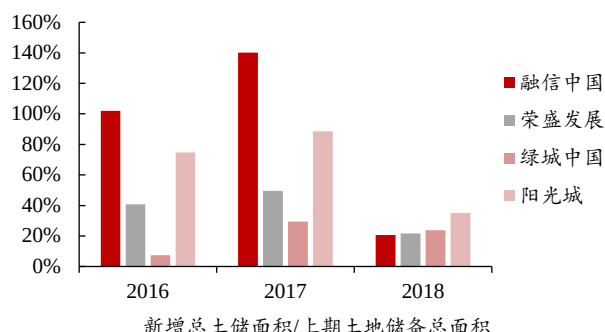
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：公司拿地策略转变迅速，有所优化



数据来源：公司公告，中达证券研究

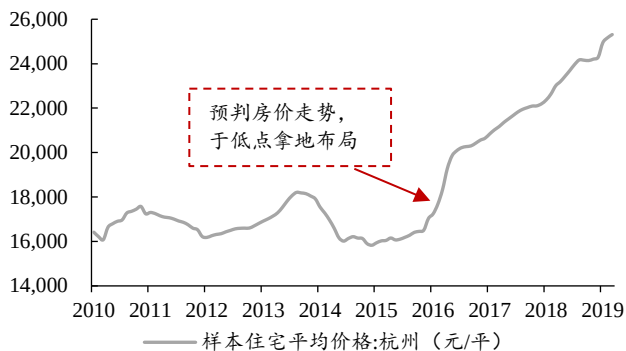
图 12：土储面积拓展由激进转向平稳



数据来源：公司公告，中达证券研究

前瞻布局重点城市，稳固区域优势地位。2016 年在杭州和福州房价上涨前夕大量拿地，在房价上涨后释放增长，节点把握准确。2016 年、2017 年和 2018 年公司在杭州分别购得地块总权益建筑面积 87.6 万平方米、71.1 万平方米和 34.2 万平方米，在福州分别购得地块总权益建筑面积 82.6 万平方米、28.9 万平方米和 1.7 万平方米。

图 13：于杭州房价低点加大布局，保障后续销售



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 14：于福州房价上涨前夕积极布局，保障销售盈利



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

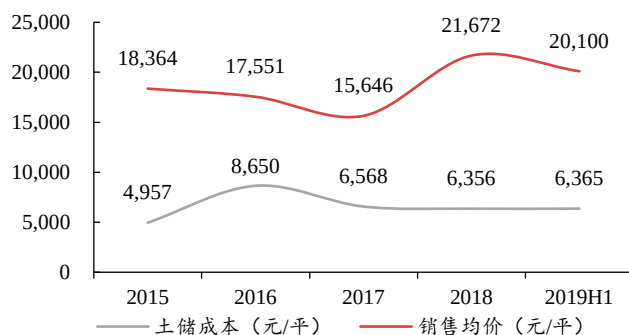
合作发展迅速扩张，拿地成本维持低位。公司在拍地方面坚持以销售回款的 30%-50% 资金匹配拿地投资，总体规划较为审慎。公司秉持轻资产合作发展策略，部分地块为与万科、保利、绿地等一线开发商合作取得，并将联合开发，以增加资金使用效率；同时，公司通过并购、收购等方式获取土地权益，降低公司拿地成本。

2016 年公司上市后开始全国化布局，2017 年与海亮地产战略合作，低价获取其位于中西部核心城市的超过 500 万平方米土地储备，加快公司全国布局落地。



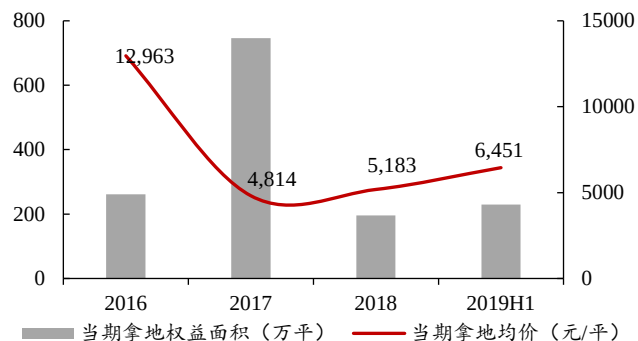
截至 2019 年 6 月 30 日，公司土地储备权益地价为 6365 元/平方米，仅为公司 2019 年中销售均价的 31.7%，土地资源优势明显。

图 15：土储成本远低于销售均价，土地资源优势明显



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 16：低价获取大量土地，严控拿地成本



数据来源：公司公告，中达证券研究

投入城市更新，一二级联动获取优质土地。公司拥有近 10 年城市更新开发经验，截至 2019 年中，公司已经打造出福州世欧王庄、双杭城及海月江潮等代表作品，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，打造成郑州奥体世纪等代表作品，稳步拓展公司全国化版图。

图 17：打造福州最大旧城改造项目世欧王庄，为获取优质土储奠定基础



数据来源：公司网站，中达证券研究

洞悉 TOD 趋势，拓宽拿地渠道。TOD 模式的核心在于以公共交通站点为中心、以易于步行的 400-800 米（5-10 分钟步行路程）为半径建立城市中心，并伴随着工作、商业、文化、教育、居住的“混和使用设计”。由于 TOD 模式强调在紧

凑的土地上为多种层次的人群提供多样性服务，因此往往拥有核心商业区、办公区、居住区、开敞空间、次级区域等复合功能。

2018 年 11 月，公司根据《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035 年）》内容决定采用以公共交通为导向的城市综合发展模式（TOD）进驻山东半岛，推出融信西发·海月星湾作为进驻青岛的首作，提出“城市缝合”的理念，通过构建海岸生活共同体，以融信西发滨海综合体为核心，打造具有潜力的青岛新中心地标项目。

图 18：与青岛西海岸发展集团联合打造滨海综合体项目，拓宽公司拿地渠道

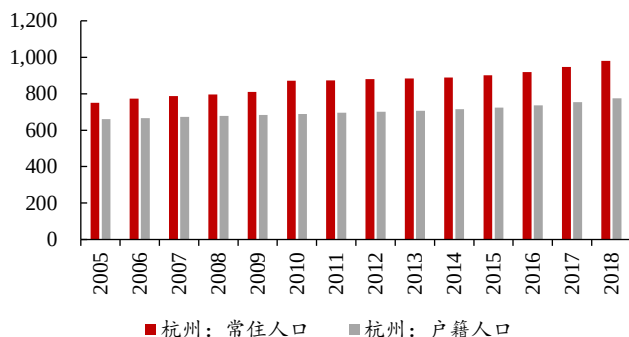


数据来源：公司网站，中达证券研究

5.土地储备受益于城市群发展

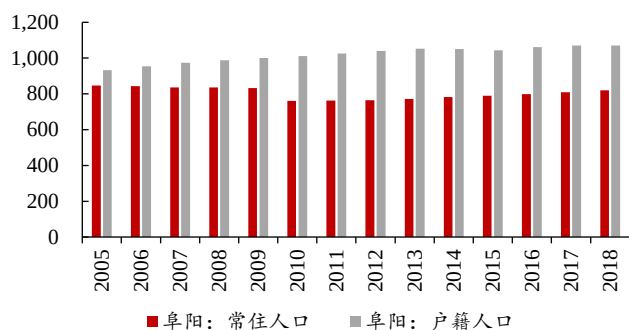
公司布局重点城市人口持续流入，保障公司未来销售。公司现有土地储备前六名的城市分别为杭州、阜阳、福州、郑州、上海和南京，其中杭州、福州、上海、南京常住人口持续上升，郑州总人口持续上升，阜阳常住人口 2011 年来持续回升，杭州、阜阳、福州、上海和南京的户籍人口亦均有所上升。

图 19：杭州常住人口持续上升，户籍人口稳中有升



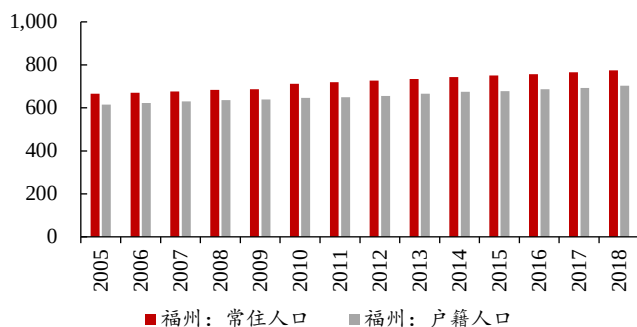
数据来源：Wind，中达证券研究

图 20：阜阳常住人口近年稳定回升，户籍人口持续增加



数据来源：Wind，中达证券研究

图 21：福州常住人口及户籍人口均持续上升



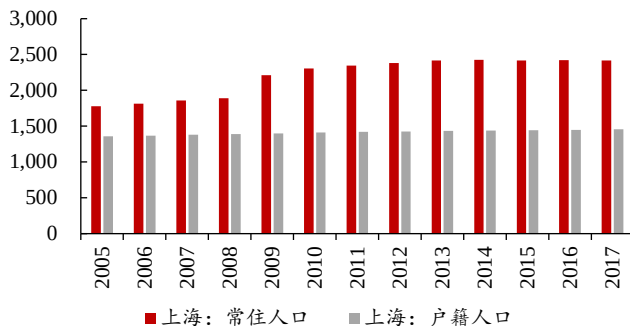
数据来源：Wind，中达证券研究

图 22：郑州总人口持续上升



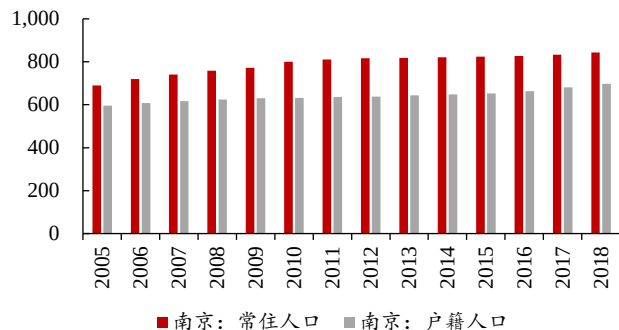
数据来源：Wind，中达证券研究

图 23：上海常住人口及户籍人口均稳中有升且相差较大



数据来源：Wind，中达证券研究

图 24：南京常住人口及户籍人口均持续上升



数据来源：Wind，中达证券研究

布局地区经济发达，适配中高端产品定位。公司目前重点布局长三角、海峡西岸及中原地区，三者均为经济较为发达的地区。2018 年，长三角、海峡西岸及中原城市群 GDP 总额分别为 21.1 万亿、5.9 万亿和 7.2 万亿元，总计 27.0 万亿元；占全国 GDP 比重分别为 23.5%、6.5%和 8.0%，总计占全国 GDP 的 30.0%。

表 8：公司布局主要城市群 GDP 表现

	2016		2017		2018	
	GDP (万亿元)	占比	GDP (万亿元)	占比	GDP (万亿元)	占比
长三角	17.7	23.9%	19.5	23.8%	21.1	23.5%
海峡西岸	4.8	6.5%	5.3	6.5%	5.9	6.5%
中原	6.1	8.2%	6.7	8.1%	7.2	8.0%
总计	22.50	30.4%	24.88	30.3%	27.02	30.0%

数据来源：Wind，中达证券研究

紧跟城市群发展规划，公司布局符合政策走向。公司布局的三大城市群中，以物业项目建筑面积来看，长三角地区重点布局杭州、上海，海峡西岸重点布局福州，中原地区重点布局郑州，并以上述城市为核心向周边拓展，与城市群发展规划相符，与城市群发展路径一致。

表 9：公司重点布局城市群发展受政策支持

时间	文件	政策摘要
2011-04-08	《海峡西岸经济区发展规划》	要将海峡西岸建设成为科学发展之区、改革开放之区、文明祥和之区、生态优美之区，成为中国新的经济增长极。
2016-05-11	《长江三角洲城市群发展规划》	长三角城市群要建设面向全球、辐射亚太、引领全国的世界级城市群。建成最具经济活力的资源配置中心、具有全球影响力的科技创新高地、全球重要的现代服务业和先进制造业中心、亚太地区重要国际门户、全国新一轮改革开放排头兵、美丽中国建设示范区。
2016-12-29	《中原城市群发展规划》	将中原城市群建设为中国经济发展新增长极、全国重要的先进制造业和现代服务业基地、中西部地区创新创业先行区、内陆地区双向开放新高地和绿色生态发展示范区。
2018-11-18	《中共中央 国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》	以郑州为中心，引领中原城市群发展。
2019-01-08	《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》	实施“营商环境联建、重点领域联管、监管执法联动，市场信息互通、标准体系互认、市场发展互融，逐步实现统一市场规则、统一信用治理、统一市场监管”的“三联三互三统一”工程，共同推动长三角地区市场体系一体化建设。

数据来源：政府网站，中达证券研究

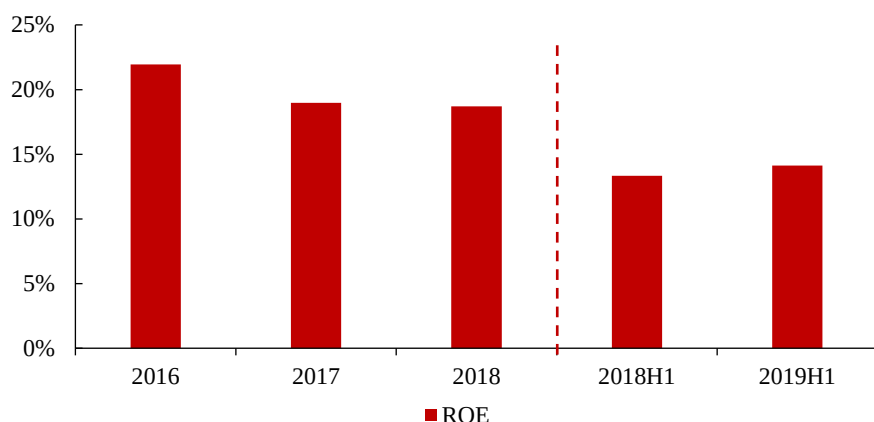
6.财务状况稳健，助力均衡发展

6.1 盈利水平良好，财务状况稳健

公司 2019 年中期营业收入 266.2 亿元，同比增长 86.3%，主要来源于物业销售收入的同比增长 87.2%；核心净利润 19.6 亿元，同比增长 25.9%。净负债率由 2018 年末的 105%下降至 2019 年中的 77%，加权平均融资成本由 2018 年末的 7.1%下降至 2019 年中 6.9%。

公司 ROE 表现较好，盈利水平良好。公司 2016 年、2017 年、2018 年 ROE 维持 22.0%、19.0%和 18.7%的较高水平，谨守稳健增长的发展基调，在房地产调控趋严的大背景下，盈利表现保持良好。

图 25：公司 ROE 持续维持较高水平，盈利水平良好



数据来源：Wind，中达证券研究

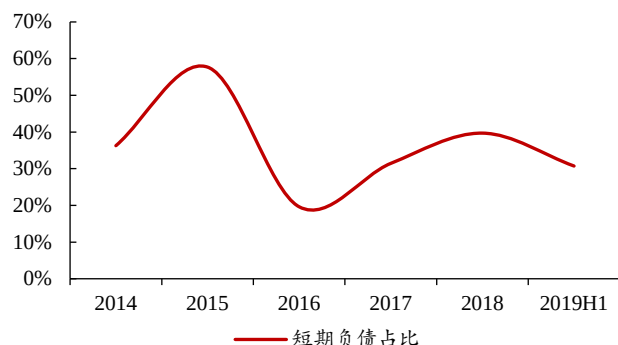
积极优化债务结构，融资渠道多元。公司积极通过交换债券、提前赎回等方式优化债务结构，适度延长债务年限，降低融资成本。2019 年 2 月，完成 3.9 亿美元优先票据置换，延长债务年期；2019 年 4 月，配售 1.08 亿股股份增厚股本，并获得 60 家长线基金、资产管理公司、保险公司、对冲基金等机构投资者参与；同月，成功发行 3.5 年期、票息 8.75% 的优先票据，是历来发行年期最长、利率最低的美元债；2019 年 6 月，提前赎回本金总额人民币 17.5 亿元私人公司债券，以及回购并注销 6,495 万美元，于 2021 年到期的 8.25% 优先票据。

表 10：积极优化债务结构，拓展公司融资渠道

发行时间	类型	规模	期限	利率
2019-02-22	交换二零一八年票据	3.9 亿美元	3 年	8.25%
2019-02-22	优先票据	6 亿美元	2.5 年	11.25%
2019-02-25	优先票据	3 亿美元	3 年	10.50%
2019-02-28	境内公司债券（拟申请）	40 亿人民币	-	-
2019-04-04	配售	11.8 亿港元	-	-
2019-04-17	优先票据	2 亿美元	3 年	8.75%
2019-04-29	优先票据（额外发行）	2 亿美元	3 年	10.50%
2019-06-06	优先票据（额外发行）	2.35 亿美元	3 年	8.75%
2019-07-22	优先票据	3 亿美元	3.5 年	8.95%
2019-10-10	优先票据（额外发行）	2.65 亿美元	3 年	8.75%
2019-10-18	优先票据（额外发行）	1.2 亿美元	3.5 年	8.95%

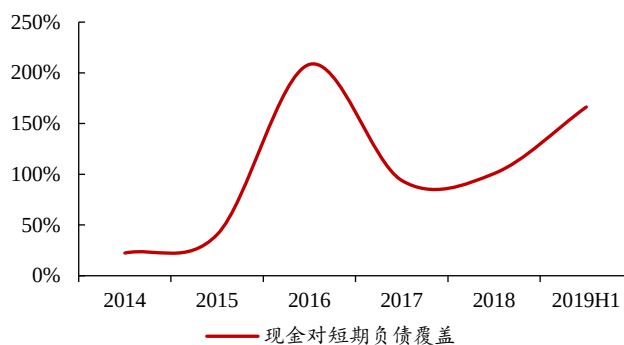
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 26：短期债务占比下降，短期偿债压力降低



数据来源：Wind，中达证券研究

图 27：现金对短期负债覆盖充足，短期偿债风险可控

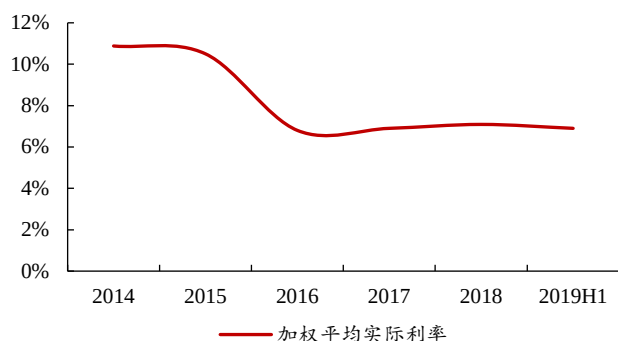


数据来源：Wind，中达证券研究

融资成本稳中有降，支持公司利润增长。公司 2016 年初上市后，融资成本均明显下降，2014 年和 2015 年公司加权平均实际利率分别为 10.9%、10.5%，2016 至 2019 年上半年，公司加权平均实际利率均维持在 6.8%-7.1% 区间，融资成本稳健；净负债率亦在上市后大幅下降，2014 年、2015 年、2016 年、2017 年、2018 年年末及 2019 年中期公司净负债率分别为 1541%、247%、98%、159%、105% 和 77%，2016 年公司战略重点中的稳步降杠杆取得成效，保障公司在平衡稳健的前提下均衡发展。

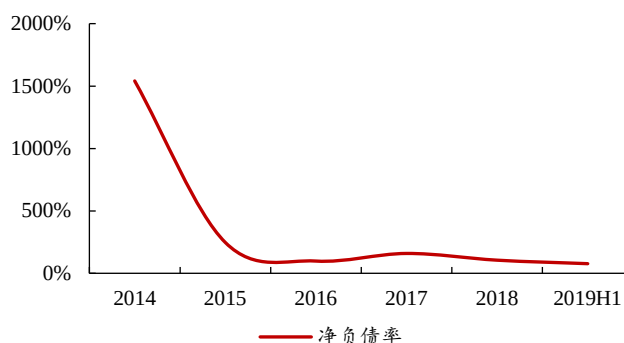


图 28：融资成本 16 年后稳中有降，降低公司资金压力



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 29：净负债率 2016 年后大幅下降，保障公司均衡发展



数据来源：公司公告，中达证券研究

降杠杆成效显著，信用评级上调。公司持续调整债务结构成效明显，净负债率持续下降，信用评级持续上调。2018 年，穆迪和标普同时将公司评级展望上调至“稳定”，中诚信确认主体信用评级 AAA，为最高等级，评级展望“稳定”；2019 年 4 月，穆迪将公司主体评级由 B2 上调至 B1，展望维持“稳定”，标普将公司评级展望由“稳定”上调为“正面”，确认公司长期发行人信用评级为 B。

表 11：信用评级持续上调，体现市场对公司信心

	评级	展望
穆迪	B1	稳定
标普	B	正面
中诚信	AAA	稳定

数据来源：公司公告，中达证券研究

6.2 公司估值

从 NAV 角度看，公司 NAV 为 32.17 港元，开发物业总计 702.4 亿港元，投资物业总计 25.9 亿港元，NAV 为 515.1 亿港元，对应目前股价折让 72%。考虑到公司全国化布局已完成及拿地方式趋于平衡，业绩释放将加速，给予 55%折让，对应价格 14.48 港元。



表 12：融信中国 NAV 32.2 港元

总资产估值（百万港元）	2019
住宅	70,244
零售	0
办公楼	0
开发物业总计	70,244
酒店	0
出租零售	0
出租办公楼	0
投资物业总计	2,593
总资产估值	72,838
净负债	21,328
净资产	51,510
每股净资产（港元）	32.17

数据来源：中达证券研究

从 PE 角度看，公司 2019-2020 年核心 EPS 分别为 2.19 元和 3.30 元人民币，同比增长 36%和 51%，我们综合同业情况给予公司 2019 年 6.0 倍 PE，对应价格 14.43 港元。

首次覆盖给予“增持”评级，目标价 14.5 港元，较现价空间达 58%。考虑到全国化布局已完成及拿地方式趋于平衡，业绩释放将加速，给予目标 NAV 折让 55%，目标价 14.5 港元，对应 2019 年 6.0 倍 PE，较现价空间达 58%。

7.风险提示

行业景气度受政策影响较大；高端产品销售受政策影响较大。



损益表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,341	34,367	50,323	60,901	76,870
营业成本	-25,317	-26,302	-38,544	-47,784	-59,185
毛利润	5,025	8,065	11,779	13,117	17,685
销售及行政开支	-1,695	-2,478	-4,730	-6,699	-6,841
EBIT	4,484	6,047	7,048	6,418	10,844
利息成本	-25	-77	-77	-84	-93
利息收入	85	243	249	323	385
联营公司利润	283	903	921	2,064	531
其他收入	162	-458	0	0	0
税前利润	4,990	6,658	8,141	8,720	11,667
所得税	-2,343	-3,186	-2,898	-3,553	-3,511
少数股东权益	-967	-1,322	-1,739	112	-1,014
净利润	1,680	2,150	3,504	5,280	7,142
核心净利润	1,158	2,500	3,504	5,280	7,142
股权数	1,374	1,553	1,601	1,601	1,601
核心EPS	0.84	1.61	2.19	3.30	4.46
每股分红	0.00	0.32	0.52	0.79	1.06

资产负债表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	10,465	12,032	12,175	13,705	13,988
其他固定资产	8,918	10,494	17,531	18,805	19,741
其他资产	464	449	449	449	449
非流动资产合计	19,848	22,975	30,155	32,960	34,179
发展中物业	90,900	116,692	137,896	146,725	139,434
竣工待售物业	9,477	8,806	11,516	11,408	13,920
应收账款	23,720	18,482	21,254	24,443	28,109
现金	20,517	24,996	28,525	30,503	30,849
其他流动资产	5,734	11,492	11,492	11,492	11,492
总资产	170,196	203,444	240,838	257,531	257,983
流动负债合计	88,784	127,670	150,166	155,467	143,192
长期负债	47,610	37,710	41,481	45,629	50,192
其他	0	0	0	0	0
递延所得税	3,041	2,445	1,966	1,581	1,271
长期负债	50,651	40,155	43,447	47,210	51,463
少数股东权益	17,795	21,915	30,530	33,714	36,303
股东权益	12,966	13,703	16,695	21,141	27,025
总负债和权益合计	170,196	203,444	240,838	257,531	257,983

现金流量表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,680	2,150	3,504	5,280	7,142
营运资本变动	-11,908	14,424	-11,795	-14,975	-20,364
其他	-3,992	-3,601	6,778	5,319	7,067
经营性现金流合计	-14,221	12,973	-1,513	-4,376	-6,154
投资物业	0	0	-143	-1,530	-283
其他	-6,866	-7,090	-7,431	-1,455	-1,101
投资性现金流合计	-6,866	-7,090	-7,575	-2,986	-1,384
自由现金流	-21,087	5,883	-9,088	-7,361	-7,538
每股自由现金流	-15.35	3.79	-5.68	-4.60	-4.71
权益融资	298	-1,049	0	0	0
债权融资	41,578	35,058	6,253	6,879	7,566
其他	-13,841	-36,516	6,364	2,462	317
融资性现金流合计	28,034	-2,507	12,617	9,340	7,884
现金变动合计	6,947	3,376	3,529	1,979	346
期初现金	11,526	18,473	21,849	25,377	27,356
期末现金	18,473	21,849	25,377	27,356	27,702

财务分析 (%)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	17%	23%	23%	22%	23%
经营利润率	15%	18%	14%	11%	14%
核心净利率	4%	7%	7%	9%	9%
营收增长率	167%	13%	46%	21%	26%
EBIT增长率	124%	35%	17%	-9%	69%
核心净利增长率	-7%	116%	40%	51%	35%
EPS增长率	-10%	91%	36%	51%	35%
每股净资产	9.44	8.82	10.43	13.20	16.88
利息覆盖倍数	-0.12	-0.18	-0.38	-0.14	-0.76
净负债资本率	60%	50%	44%	44%	46%
净负债率(扣除限制现金)	159%	105%	85%	82%	83%
总资产周转率	23%	18%	23%	24%	30%
资产权益比	1313%	1485%	1443%	1218%	955%
ROA	1%	1%	2%	2%	3%
ROE	10%	19%	23%	28%	30%
ROCE	2%	3%	4%	5%	7%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；

增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；

持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；

卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。