



单月同比增逾九成，区域布局优势凸显

——融信中国 2020H1 销售点评

事件：融信中国 1-6 月累计实现合同销售金额 603.6 亿元，同比增长约 6.5%；累计合同销售面积 257.3 万平，同比下降约 8.7%；6 月单月销售金额增速达 95.7%，带动累计销售金额增速年内首次回正。

布局优质驱动销售增长，单月销售同比增逾九成。融信中国 2020 年 6 月单月实现合同销售金额约 196.3 亿元，同比增长约 95.7%；合同销售面积约 65.0 万平，同比增长约 99.3%；当月合同销售均价约为 30215 元/平，上月为 18106 元/平。上半年累计实现合同销售金额约 603.6 亿元，同比增长约 6.5%（1-5 月为下降约 12.7%）；累计合同销售面积约 257.3 万平，同比下降约 8.7%（1-5 月为下降约 22.9%）；当年累计合同销售均价约为 23457 元/平，上月约为 21174 元/平，销售均价有所提升。长三角及海西均为疫情后购房需求恢复较快的区域，截至 2019 年末，公司土地储备达 2696 万平方米，其中位于长三角及海西的土地储备面积占比分别达 46.2%和 20.5%，充足且优质的土地储备使公司能够在需求快速释放时加大推盘力度，从而实现大幅的销售增长。

持续深耕优势区域，积极融资优化财务。2020 年 6 月，公司继续深耕长三角、海西等优势区域，根据公司月度通讯，6 月公司于杭州获取计容面积合计 16.1 万方的 2 幅地块、于福州获取计容面积合计 41.7 万方的 2 幅地块，区域布局保持优质，将持续支撑公司去化及规模增长。融资方面，6 月公司合计发行 4.1 亿美元 2023 年到期的优先票据，发行利率 7.35%，较公司 2019 年美元债发行利率明显下行（2019 年公司美元债发行利率处于 8.1%-11.5%区间）；同时，积极的融资操作使公司债务结构得以优化，或将带动公司融资成本继续下行，助力公司的健康发展。

维持“增持”评级，目标价 11.6 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 2.16 元、2.55 元和 3.05 元，核心净利同比增长 15.4%、18.3%和 19.7%。考虑到公司布局维持优质，积极开展融资活动或将持续优化公司财务表现，维持 NAV 折让 50%，目标价 11.6 港元，对应 2020 年 4.9 倍 PE，较现价空间达 52%。（最新股价为 2020 年 7 月 7 日收盘价，计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整）

风险提示：行业调控政策及货币政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

融信中国

(3301.HK)

增持

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

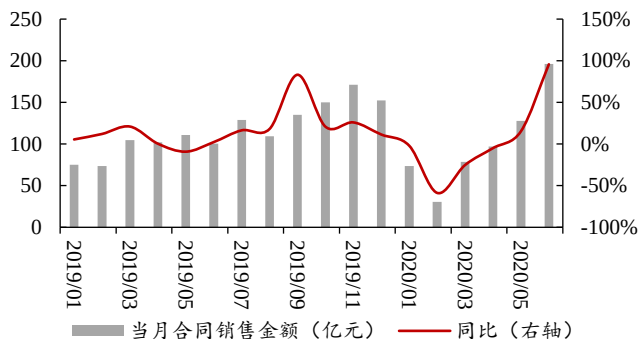
+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

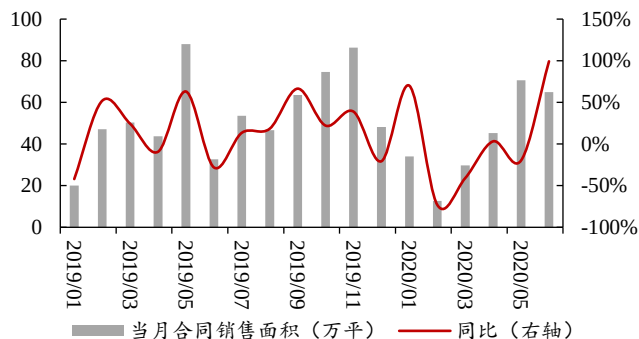
财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	30,341	34,367	51,463	58,609	66,756	76,253
(+/-)%	166.8%	13.3%	49.7%	13.9%	13.9%	14.2%
毛利	5,025	8,065	12,475	14,125	14,945	17,602
核心净利润	1,158	2,500	3,182	3,671	4,343	5,198
(+/-)%	21.9%	115.9%	27.3%	15.4%	18.3%	19.7%
核心 PE	8.2	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
PB	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

图 1：公司 6 月单月合同销售金额大幅增长 95.7%



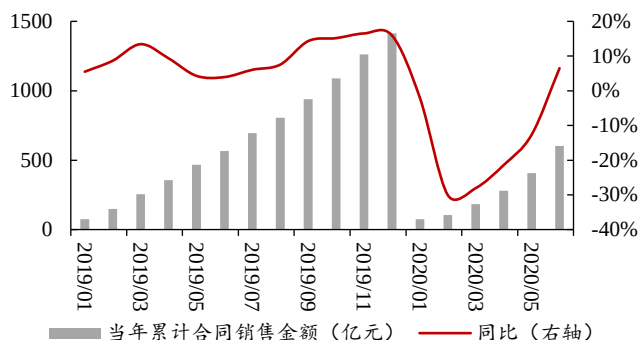
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 6 月单月合同销售面积大幅增长 99.3%



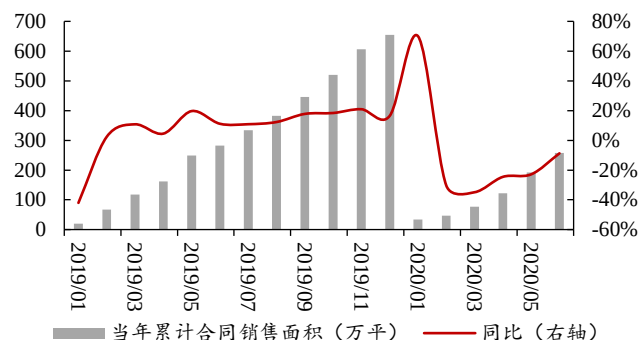
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司前 6 月累计合同销售金额增速回正



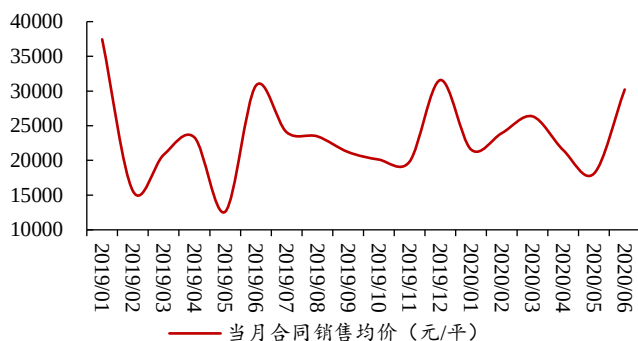
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司前 6 月累计合同销售面积降幅继续收窄



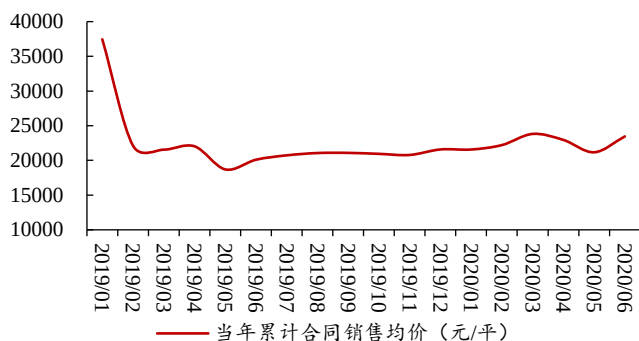
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司 6 月当月合同销售均价有所上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司前 6 月累计合同销售均价略有提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：融信中国 NAV 约 23.2 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	79,168
投资物业总计	2,715
总资产估值	81,883
净负债	42,037
净资产	39,846
每股 NAV（港元/股）	23.20
股价（港元，7 月 7 日）	7.64
NAV 折让	-67%

数据来源：公司公告，中达证券研究



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	34,367	51,463	58,609	66,756	76,253
营业成本	-26,302	-38,987	-44,484	-51,811	-58,651
毛利润	8,065	12,475	14,125	14,945	17,602
销售及行政开支	-2,478	-2,678	-3,868	-4,339	-6,100
EBIT	6,047	10,145	10,605	10,954	11,849
利息成本	-77	-553	-1,998	-3,435	-1,708
利息收入	243	250	343	345	375
联营公司利润	903	896	1,120	1,875	2,040
其他收入	-458	-77	0	0	0
税前利润	6,658	10,661	10,070	9,739	12,557
所得税	-3,186	-4,767	-4,517	-4,694	-5,599
少数股东权益	-1,322	-2,740	-1,882	-701	-1,760
净利润	2,150	3,154	3,671	4,343	5,198
核心净利润	2,500	3,182	3,671	4,343	5,198
股数	1,553	1,689	1,702	1,702	1,702
核心 EPS	1.61	1.88	2.16	2.55	3.05
每股分红	0.32	0.54	0.63	0.75	0.89

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	12,032	13,224	14,650	14,909	15,173
长期股权投资	7,698	6,256	8,843	12,711	16,017
其他非流动资产	3,246	3,237	3,282	3,306	3,306
非流动资产合计	22,975	22,718	26,775	30,926	34,497
发展中物业	116,692	115,299	117,048	117,885	119,372
竣工待售物业	8,806	7,673	15,087	21,676	15,114
应收账款	18,482	25,015	26,266	27,579	30,337
现金	24,996	34,309	34,913	37,552	38,642
其他流动资产	11,492	9,194	9,194	9,194	9,194
总资产	203,444	214,208	229,283	244,812	247,154
流动负债合计	127,670	126,407	133,069	140,698	135,795
长期负债	37,710	44,471	46,250	48,563	47,591
递延所得税	2,445	2,028	2,230	2,342	2,342
其他非流动负债	0	14	14	14	14
非流动负债合计	40,155	46,513	48,494	50,919	49,947
少数股东权益	21,915	24,882	28,565	30,771	35,059
股东权益	13,703	16,406	19,155	22,425	26,353
总负债和权益合计	203,444	214,208	229,283	244,812	247,154

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,150	3,154	3,671	4,343	5,198
营运资本变动	14,424	-935	-53	1,217	2,946
其他	1,242	3,751	-2,236	-2,342	-3,192
经营性现金流合计	17,815	5,970	1,381	3,218	4,951
投资物业	0	0	-1,426	-259	-264
其他	-6,847	-10,316	-2,757	-4,038	-3,476
投资性现金流合计	-6,847	-10,316	-4,183	-4,296	-3,740
自由现金流	10,968	-4,346	-2,802	-1,078	1,211
每股自由现金流	7.06	-2.57	-1.65	-0.63	0.71
权益融资	-1,601	43	0	0	0
债权融资	-12,435	-4,778	2,527	3,285	-1,380
其他	6,443	2,577	879	431	1,258
融资性现金流合计	-7,592	-2,158	3,406	3,716	-121
现金变动合计	3,376	-6,504	605	2,638	1,090
期初现金	18,473	21,849	15,345	15,949	18,588
期末现金	21,849	15,345	15,949	18,588	19,678

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	23.5%	24.2%	24.1%	22.4%	23.1%
经营利润率	17.6%	19.7%	18.1%	16.4%	15.5%
核心净利率	7.3%	6.2%	6.3%	6.5%	6.8%
营收增长率	13.3%	49.7%	13.9%	13.9%	14.2%
EBIT 增长率	34.9%	67.8%	4.5%	3.3%	8.2%
核心净利增长率	115.9%	27.3%	15.4%	18.3%	19.7%
EPS 增长率	91.0%	17.0%	14.5%	18.3%	19.7%
每股净资产	8.82	9.71	11.25	13.17	15.48
利息覆盖倍数	2.14	2.81	2.34	2.12	2.48
净负债资本率	50%	33%	32%	30%	26%
净负债率(扣除限制现金)	105%	70%	65%	59%	47%
总资产周转率	0.18	0.25	0.26	0.28	0.31
资产权益比	14.85	13.06	11.97	10.92	9.38
ROA	1%	2%	2%	2%	2%
ROE	19%	21%	21%	21%	21%
ROCE	3%	4%	4%	4%	5%



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。