



结转项目毛利拖累，债务结构持续优化

——融信中国 2020 中报点评

营业收入下滑，盈利能力有所下降。融信中国 2020 年上半年实现营业收入 210.7 亿元 (-20.9%)，核心净利润 11.1 亿元 (-43.2%)。核心净利润降幅大于营收降幅主要系：1) 公司 2016 下半年至 2017 年拿地成本较高，叠加前期部分收购项目毛利率较低，导致 2020 中期结算毛利率下滑 9.0 个百分点至 14.9%；2) 合联营项目的投资收益占营收比重下降约 2.8 个百分点至 0.7%。2020 上半年，公司项目交付受疫情影响而有所调整，导致营收有所下滑，复工复产的良好态势或有望对下半年收入提供一定支撑。上半年公司盈利能力由于偏低毛利项目的结转而有所下滑，预计全年盈利水平仍有所承压；另一方面，2018 年后，公司在拿地方面趋于审慎，或有望带动公司盈利能力在未来逐步回升。

区域布局保持优质，持续支撑销售增长。公司土地储备质量较高，2020 年中期总土地储备面积达 2803 万平方米，其中 82%位于一二线城市优质地段。区域方面，位于长三角、海西的土储总面积分别达 49%和 18%，2020 年上半年，公司继续坚持对长三角及海西的深耕，位于长三角及海西的新增土储建面分别占 61%和 11%。优质的城市布局和较好的产品定位对公司销售提供了支撑，2020 年上半年，公司合约销售达 603.6 亿元 (+6.5%)，其中长三角贡献约 80%。拿地渠道方面，公司的一二级联动项目进度继续推进，2020 上半年太原项目新增确权 48 万平方米，旧改项目的经验及团队或有望助力公司继续获取价低质优的土地资源。

债务结构持续优化，杠杆水平有所提升。流动性方面，公司短期债务占比由 2019 年末的 29.6%下降 2.9 个百分点至 2020 年中期的 26.7%，债务结构持续优化；现金短债比达 1.7 倍，在手现金能够有效覆盖短期债务，流动性表现较为良好。杠杆方面，公司净负债率由 2019 年末的 70%提升至 91%，杠杆水平有所提升。融资方面，公司上半年积极通过购房尾款 ABS、优先票据及公司债券等方式进行融资，平均融资成本较 2019 年末下降约 0.18 个百分点至 6.67%。公司流动性整体较为充足，融资成本下行亦有望对公司利润构成支撑。

维持“增持”评级，目标价 8.9 港元。考虑到公司工程及交付进度或有所调整，较低毛利项目的结算或使公司盈利水平有所承压，我们下调公司 2020/21/22 年核心 EPS 预测 52.9%/56.2%/59.5%至人民币 1.02 元/1.12 元/1.24 元，核心净利润同比变动-45.7%/+10.1%/+10.7%。考虑到公司流动性保持良好，融资成本持续下行，维持 NAV 折让 50%，下调目标价 23.0%至 8.9 港元，较现价空间达 42%。(最新股价为 2020 年 8 月 31 日收盘价)

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

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

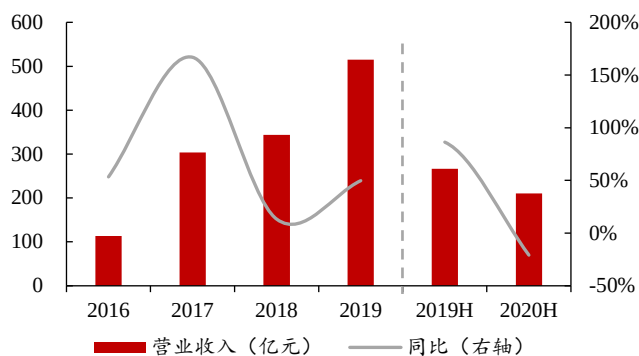
zhugelianxin@cwghl.com

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	51,203	56,471	62,107
(+/-)%	166.8%	13.3%	49.7%	-0.5%	10.3%	10.0%
毛利	5,025	8,065	12,475	7,403	8,249	9,187
核心净利润	1,158	2,500	3,182	1,729	1,903	2,106
(+/-)%	21.9%	115.9%	27.3%	-45.7%	10.1%	10.7%
核心 PE	6.9	3.6	3.1	5.7	5.2	4.7
PB	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

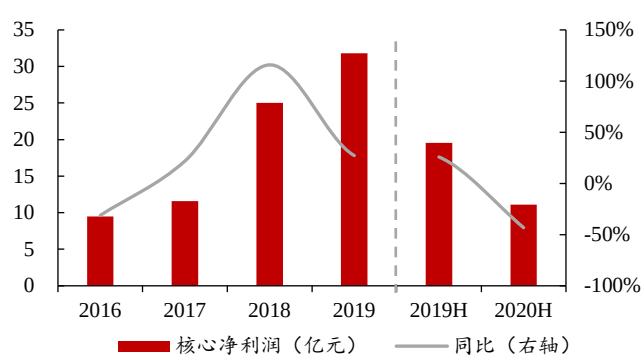
营业收入有所下滑，核心净利率有所下降。融信中国 2020 年上半年实现营业收入 210.7 亿元（-20.9%），核心净利润 11.1 亿元（-43.2%）。核心净利润降幅大于营收降幅主要系：1）公司 2016 下半年至 2017 年拿地成本相对较高，叠加前期部分收购项目毛利率相对较低，导致 2020 年中期结算毛利率下滑约 9.0 个百分点至 14.9%；2）合联营项目的投资收益占营收比重下降约 2.8 个百分点至 0.7%。2020 上半年，公司项目交付受疫情影响而有所调整，导致营收有所下滑，复工复产的良好态势或有望对下半年收入提供一定支撑。上半年公司盈利能力由于偏低毛利项目的结转而有所下滑，预计全年盈利水平仍有所承压；另一方面，2018 年后，公司在拿地方面趋于审慎，或有望带动公司盈利能力在未来逐步回升。

图 1：2020 上半年公司营业收入有所下降



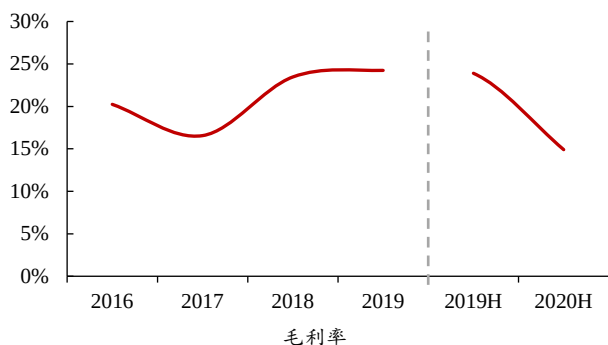
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：2020 上半年公司核心净利同比下滑



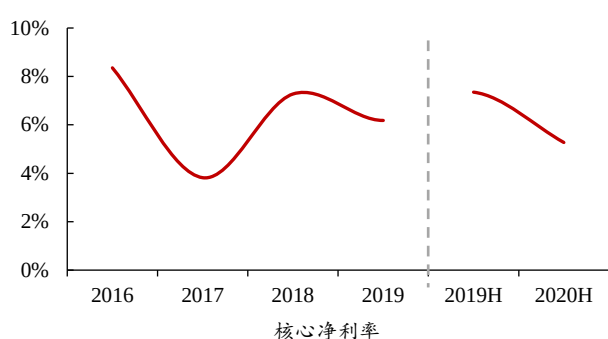
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司毛利率有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：2020 上半年公司核心净利率下滑

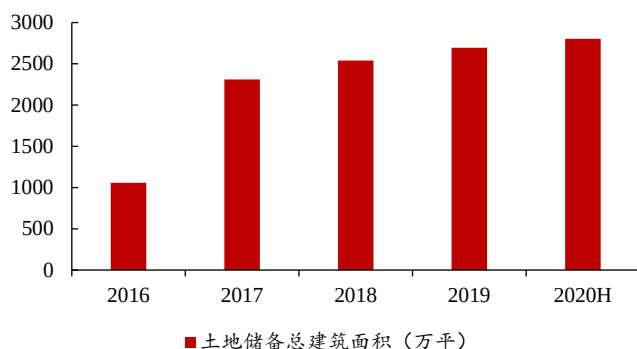


数据来源：公司公告，中达证券研究



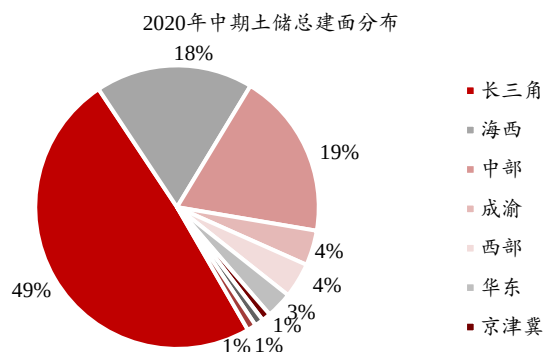
区域布局保持优质，持续支撑销售增长。公司土地储备质量较高，2020 年中期总土地储备面积达 2803 万平方米，其中 82% 位于一二线城市优质地段。区域方面，位于长三角、海西的土储总面积分别达 49% 和 18%，2020 年上半年，公司继续坚持对长三角及海西的深耕，位于长三角及海西的新增土储建面分别占 61% 和 11%。优质的城市布局和较好的产品定位对公司销售提供了支撑，2020 年上半年，公司合约销售达 603.6 亿元（+6.5%），其中长三角贡献约 80%。拿地渠道方面，公司的一二级联动项目进度继续推进，2020 上半年太原项目新增确权 48 万平方米，旧改项目的经验及团队或有望助力公司继续获取价低质优的土地资源。

图 5：公司土储面积持续增长



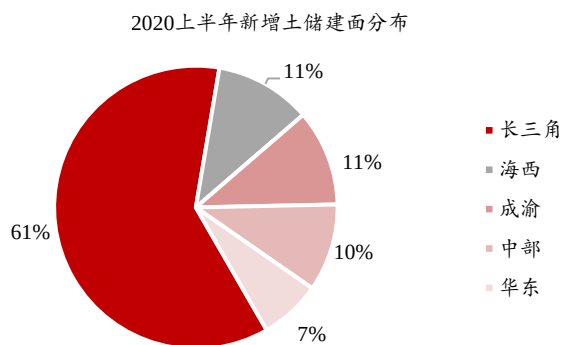
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司土储以长三角、海西等优质区域为主



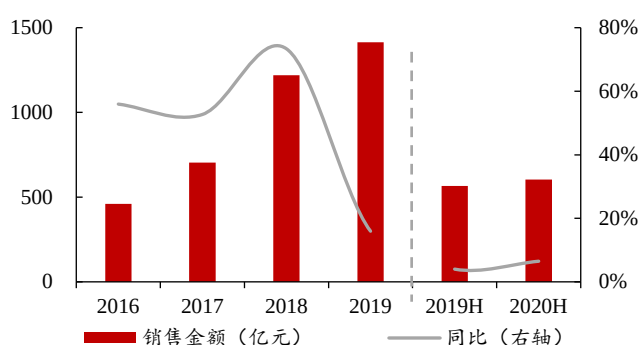
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：2020 上半年位于长三角的新增土储面积逾六成



数据来源：公司公告，中达证券研究

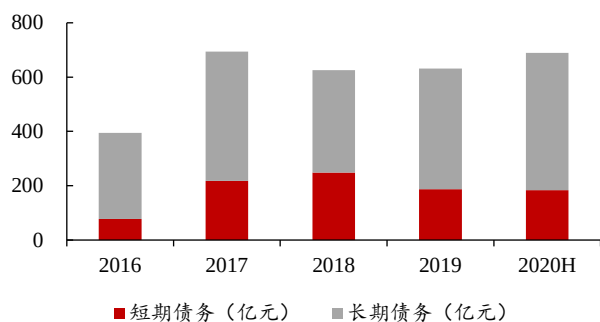
图 8：优质布局助力公司上半年销售金额增速回正



数据来源：公司公告，中达证券研究

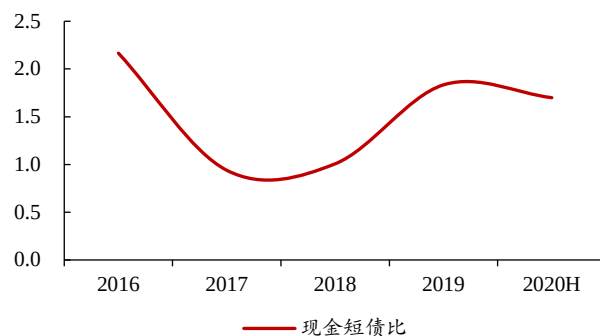
债务结构持续优化，杠杆水平有所提升。流动性方面，公司短期债务占比由2019年末的29.6%下降2.9个百分点至2020年中期的26.7%，债务结构持续优化；现金短债比达1.7倍，在手现金能够有效覆盖短期债务，流动性表现较为良好。杠杆方面，公司净负债率由2019年末的70%提升至91%，杠杆水平有所提升。融资方面，公司上半年积极通过购房尾款ABS、优先票据及公司债券等方式进行融资，平均融资成本较2019年末下降约0.18个百分点至6.67%。公司流动性整体较为充足，融资成本下行亦有望对公司利润构成支撑。

图 9：公司短期债务占比有所下降



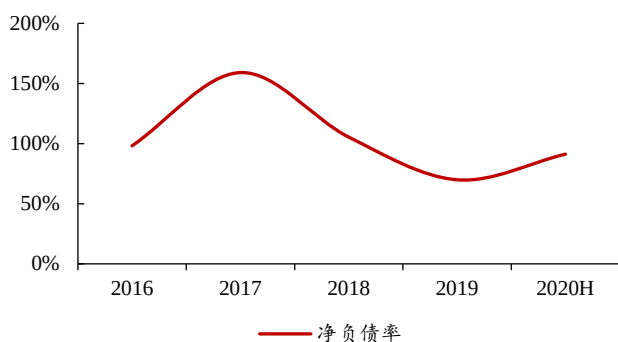
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：公司在手现金能充分覆盖短期负债



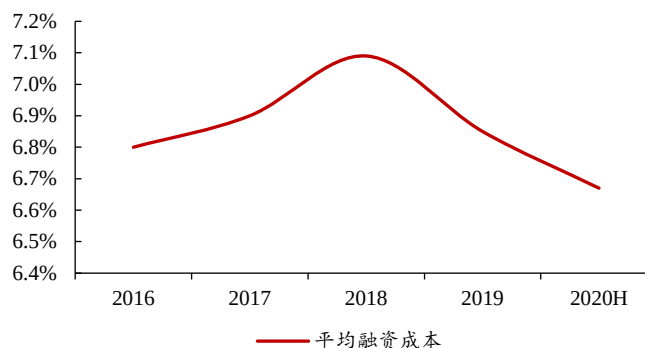
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：净负债率有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：公司 2020 上半年融资成本稳中略降



数据来源：公司公告，中达证券研究

维持“增持”评级，目标价 8.9 港元。考虑到公司工程及交付进度或有所调整，较低毛利项目的结算或使公司盈利水平有所承压，我们下调公司 2020/21/22 年核心 EPS 预测 52.9%/56.2%/59.5%至人民币 1.02 元/1.12 元/1.24 元，核心净利润同比变动-45.7%/+10.1%/+10.7%。考虑到公司流动性保持良好，融资成本持续下行，维持 NAV 折让 50%，下调目标价 23.0%至 8.9 港元，较现价空间达 42%。（最新股价为 2020 年 8 月 31 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）

表 1：融信中国 NAV 约 17.9 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	49,649
投资物业总计	1,265
总资产估值	50,914
净负债	20,500
净资产	30,413
每股 NAV（港元/股）	17.86
股价（港元，8 月 31 日）	6.30
NAV 折让	-65%

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	51,203	56,471	62,107
营业成本	-26,302	-38,987	-43,800	-48,223	-52,920
毛利润	8,065	12,475	7,403	8,249	9,187
销售及行政开支	-2,478	-2,678	-2,867	-3,162	-3,478
EBIT	6,047	10,145	4,883	5,434	6,057
利息成本	-77	-553	-960	-1,871	-1,487
利息收入	243	250	328	226	221
联营公司利润	903	896	301	379	491
其他收入	-458	-77	0	0	0
税前利润	6,658	10,661	4,553	4,168	5,282
所得税	-3,186	-4,767	-1,868	-1,697	-1,889
少数股东权益	-1,322	-2,740	-956	-569	-1,288
净利润	2,150	3,154	1,729	1,902	2,105
核心净利润	2,500	3,182	1,729	1,902	2,105
股权数	1,553	1,689	1,703	1,703	1,703
核心 EPS	1.61	1.88	1.02	1.12	1.24
每股分红	0.32	0.54	0.30	0.33	0.36

资产负债表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	12,032	13,224	14,397	14,556	14,715
长期股权投资	7,698	6,256	8,682	10,368	11,562
其他非流动资产	3,246	3,237	11,526	13,551	18,551
非流动资产合计	22,975	22,718	34,604	38,474	44,828
发展中物业	116,692	115,299	115,390	115,483	115,992
竣工待售物业	8,806	7,673	9,496	13,069	1,631
应收账款	18,482	25,015	19,512	17,561	13,522
现金	24,996	34,309	31,174	31,614	32,506
其他流动资产	11,492	9,194	9,194	9,194	9,194
总资产	203,444	214,208	219,371	225,395	217,672
流动负债合计	127,670	126,407	122,018	121,647	106,474
长期负债	37,710	44,471	49,363	53,312	56,511
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	51,607	55,668	58,867
少数股东权益	21,915	24,882	28,533	29,470	32,172
股东权益	13,703	16,406	17,212	18,609	20,159
总负债和权益合计	203,444	214,208	219,371	225,395	217,672

现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,150	3,154	1,729	1,902	2,105
营运资本变动	14,424	-935	1,515	1,311	4,218
其他	1,242	3,751	-3,088	-4,232	-4,310
经营性现金流合计	17,815	5,970	156	-1,018	2,013
投资物业	0	0	-1,172	-159	-159
其他	-6,847	-10,316	-10,839	-3,856	-6,365
投资性现金流合计	-6,847	-10,316	-12,012	-4,015	-6,524
自由现金流	10,968	-4,346	-11,856	-5,033	-4,511
每股自由现金流	7.06	-2.57	-6.96	-2.96	-2.65
权益融资	-1,601	43	0	0	0
债权融资	-12,435	-4,778	6,950	5,610	4,544
其他	6,443	2,577	1,772	-137	858
融资性现金流合计	-7,592	-2,158	8,722	5,473	5,403
现金变动合计	3,376	-6,504	-3,134	440	891
期初现金	18,473	21,849	15,345	12,211	12,651
期末现金	21,849	15,345	12,211	12,651	13,542

财务分析 (%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	23.5%	24.2%	14.5%	14.6%	14.8%
经营利润率	17.6%	19.7%	9.5%	9.6%	9.8%
核心净利率	7.3%	6.2%	3.4%	3.4%	3.4%
营收增长率	13.3%	49.7%	-0.5%	10.3%	10.0%
EBIT 增长率	34.9%	67.8%	-51.9%	11.3%	11.5%
核心净利增长率	115.9%	27.3%	-45.7%	10.1%	10.7%
EPS 增长率	91.0%	17.0%	-46.1%	10.1%	10.7%
每股净资产	8.82	9.71	10.11	10.93	11.84
利息覆盖倍数	2.14	2.81	1.74	1.51	1.63
净负债资本率	50%	33%	40%	43%	43%
净负债率(扣除限制现金)	105%	70%	85%	92%	91%
总资产周转率	0.18	0.25	0.24	0.25	0.28
资产权益比	14.85	13.06	12.74	12.11	10.80
ROA	1%	2%	1%	1%	1%
ROE	19%	21%	10%	11%	11%
ROCE	3%	4%	2%	2%	2%



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。