中投证券(香港)
CHINA INVESTMENT SECURITIES (HK)

融信中国 (3301)

评级：强烈买入 (维持) / 目标价：$13.90 (修订)

引入新股东，降债战略稳步推进

融信中国积极实行降债战略，于 6 月 5 日以先旧后新方式配售股份，合共 1.035 亿股，占总股本 6.92%，配售价每股 10.62 港元，总值 11 亿港元，配售完成后，集团的股本将从 14.95 亿股扩大至 15.98 亿股。 此外，集团首 5 个月销售极为理想，合共 447 亿人民币，销售回款将为降债的主要驱动力，随着更多项目推出，预料销售将持续强劲，有望协助集团负债率于 2019 年达致行业平均水平。

利好因素

集团资金充裕，配售乃出于战略需要。 于 2017 年业绩发布会时，融信中国提出 3 大途径以降低净负债比率，分别为配股集资、控制负债增长和销售资金回笼，目标于 2018 年和 2019 年分别削减净负债比率至约 100%和约 65%。事实上，于今次配股集资，集团所得资金约 11 亿港元，与集团于 2017 年总负债约 695 亿人民币相比下十分微小，仅占 1.6%，对削减负债比率帮助不大，因此，根据 6 月股东周年大会的决议，我们相信于明年 6 月前，集团或会再次配股集资以达成削债目标。于此次集资中，集团的股份获得悉数认购，而引入的股东皆为著名企业，包括惠理、贝莱德、索罗斯旗下基金和中国排名前 10 的寿险公司，显示资本市场对集团的业务信心十足。 截至 2017 年，集团所有手持现金达 205 亿人民币，若加上于此次配售所得，总可动现金达 214 亿人民币，而一年内到期的借款为 218 亿人民币，仅以集团手持现金已足以支付到期负债。纵使近期市场担忧房地产企业的再融资风险，我们认为集团的再融资风险甚低，投资者不必担忧。

首 5 月销售十分强劲。 集团于本年首五个月销售良好，全口径合约销售额达 447 亿人民币，完成 1,200 亿人民币的全年销售目标约 37%。集团于下半年将有多个重点项目推出，如上海的世纪江湾和静安中兴项目，我们保守估计，以全口径计算，两项目合计的货值便约 250 亿人民币，有助集团完成本年销售目标。我们亦预料集团本年的毛利率将录得升幅，部分原因为受益于海亮项目将录得正数毛利率。集团于去年收购海亮时，由于会计准则对公允值的规定，引致部份海亮项目录得 0%的毛利率。此外，海亮的土地储备十分便宜，每平方米价格低于 1,000 人民币，有利提升毛利率。

负债比率将逐步下降。集团过去数年积极拿地，我们相信由本年起，集团将获益于前期拿地的销售回款，正式步入收成期。尽管部分土地是集团以溢价获得，但以现时价格，特别是上海和杭州的项目，近期该批土地邻近的项目大多获得比集团地价高的预售价格，因此集团因拿地而产生的高负债终会因集团步入收成期，销售大规模回款而录得下降。

我们重新计算得出融信中国目标价为 13.90 港元。集团配售股份，摊薄每股资产净值，然而，集团首 5 个月销售理想，加上部分焦点项目的邻近项目开盘价理想，我们轻微提升总资产净值约 5%，因此我们轻微修订目标价至 13.90，对应 18 年/19 年市账率 0.59 倍/0.53 倍。较现价有 23%增长空间，维持「强烈买入」评级。

分析师

黄恩赐
(852) 3983 0882
johnwong @china-invs.hk

主要数据

评级	强烈买入 (维持)
目标价	$13.90 (修订)
当前股价	11.26
总股本 (百万股)	1,598
总市值 (百万港元)	19,052
3 个月平均成交 (百万港元)	73
52 周股价波幅	7.39 – 14.64
主要股东	欧宗洪 (61.47%)

公司业务

从事房地产发展、物业投资等业务

财务数据

(百万元人民币)	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收入	30,341	33,434	35,731	39,555
毛利	5,024	7,155	8,314	9,128
经营利润	4,766	6,199	7,832	8,767
报告利润	1,680	2,213	2,920	3,808
每股利润 (分)	105.08	138.44	182.68	238.19
市盈率 (倍)	5.94	8.13	6.16	4.73
市账率 (倍)	0.84	0.59	0.53	0.47
股息率 (%)	--	3.69	4.87	6.35
股本回报率 (%)	16.43	18.80	21.13	23.10
总债务与权益 (%)	159.09	131.38	123.26	69.55

股价表现

财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收益	11,372	30,341	33,434	35,731	39,555
销售成本	(9,070)	(25,317)	(26,279)	(27,417)	(30,427)
毛利	2,302	5,024	7,155	8,314	9,128
其他收入	12	46	41	43	48
物业和联营公司重估收益	639	1,108	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	443	283	871	1,471	1,801
经营开支	(951)	(1,695)	(1,868)	(1,996)	(2,210)
经营溢利	2,445	4,766	6,199	7,832	8,767
财务收入和成本	125	223	(46)	(44)	(42)
除税前溢利	2,570	4,989	6,153	7,788	8,725
所得税	(867)	(2,343)	(2,299)	(2,910)	(3,260)
除税后溢利	1,703	2,646	3,854	4,878	5,465
非控股权益	(309)	(734)	(1,356)	(1,438)	(1,137)
永久资本工具	(102)	(232)	(285)	(520)	(520)
年内溢利	1,292	1,680	2,213	2,920	3,808

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测	2020 预测
除税前溢利	2,570	4,989	6,153	7,788	8,725
折旧和摊销	18	43	48	54	60
财务成本	0	(223)	46	44	42
利息收入	(60)	(46)	(41)	(43)	(48)
物业重估收益	(361)	(1,108)	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	(443)	(283)	(871)	(1,471)	(1,801)
其他	(350)	1,540	285	520	520
发展中物业及物业存货减少/(增加)	(1,077)	(61,190)	(3,031)	16,108	26,331
应收贸易账款减少/(增加)	(1,419)	9,492	13,845	(5,315)	(4,264)
预付款项减少/(增加)	(28,190)	(93)	93	0	0
预售所得款项和受限制现金增加/(减少)	9,099	19,249	(9,003)	(3,260)	(2,223)
应付贸易账款增加/(减少)	4,027	10,647	(168)	(12,305)	(4,822)
已付所得税	(973)	123	(1,142)	(2,299)	(2,910)
经营获得所得现金流量净额	(17,159)	(16,860)	6,214	(179)	19,610
利息收入	60	46	41	43	48
购入物业、厂房及设备	(405)	(5,529)	(1,800)	(2,069)	(2,377)
向合营企业及联营公司注资	(2,128)	(4,048)	871	1,471	1,801
收购附属公司之代价	(1,682)	0	0	0	0
其他	(3,691)	3,428	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(7,846)	(6,103)	(888)	(555)	(528)
财务成本	(1,750)	223	(46)	(44)	(42)
派发股息	0	0	(664)	(876)	(1,142)
贷款增加/(减少)	21,811	29,804	(2,893)	(3,307)	(3,605)
股份配售或其他集资项目所得款项	9,974	0	0	0	0
其他	3,689	(119)	0	0	0
融资活动所用现金流量净额	33,724	29,908	(3,603)	(4,227)	(4,789)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	8,719	6,945	1,723	(4,961)	14,293
年初现金及现金等价物	2,742	11,526	18,473	20,195	15,233
汇率变动的影响，净额	65	2	(1)	(1)	(1)
年末现金及现金等价物	11,526	18,473	20,195	15,233	29,525

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
物业，厂房和设备	1,321	1,518	1,719	1,950	2,216
投资物业	4,058	10,465	12,027	13,821	15,883
持作发展的土地	480	464	454	444	434
其他	3,633	7,400	7,307	7,307	7,307
非流动资产总值	9,492	19,847	21,507	23,522	25,840
存货，发展中和待售物业	39,187	100,377	103,408	87,301	60,969
应收贸易账款	32,103	23,720	10,016	15,331	19,595
现金及现金等价物	11,526	18,473	20,195	15,233	29,525
其他	6,599	7,778	6,033	6,033	6,033
流动资产总值	89,415	150,348	139,652	123,898	116,122
应付贸易账款	10,947	21,595	21,426	9,121	4,299
借款	7,734	21,844	27,633	26,481	25,206
其他	23,973	45,345	35,895	33,246	31,372
流动负债总额	42,654	88,784	84,954	68,848	60,877
借款	31,684	47,610	39,212	37,578	35,768
其他	1,479	3,040	3,042	3,041	3,041
非流动负债总额	33,163	50,650	42,254	40,619	38,809
资产净值	23,090	30,761	33,951	37,953	42,276
股本和股份溢价	2,486	3,506	3,506	3,506	3,506
储备	4,985	6,718	8,267	10,311	12,976
公司拥有人应占权益	7,471	10,224	11,773	13,817	16,482
非控股权益和永久资本工具	15,619	20,537	22,178	24,136	25,794
总权益	23,090	30,761	33,951	37,953	42,276

比率分析	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
同比增长					
收入	53.4%	166.8%	10.2%	6.9%	10.7%
毛利	-15.2%	118.2%	42.4%	16.2%	9.8%
净利	-9.8%	30.0%	31.7%	31.9%	30.4%
盈利能力					
毛利率	20.2%	16.6%	21.4%	23.3%	23.1%
净利率	11.4%	5.5%	6.6%	8.2%	9.6%
资本回报率	2.1%	1.7%	2.2%	2.9%	3.7%
净资产收益率	5.6%	5.5%	6.5%	7.7%	9.0%
流动性和偿付能力					
流动比率	2.1	1.7	1.6	1.8	1.9
速冻比率	1.2	0.6	0.4	0.5	0.9
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.5
总债务与权益	1.7	2.3	2.0	1.7	1.4
营运资金管理					
应收账款天数	1030.4	285.3	109.3	156.6	180.8
应付账款天数	440.5	311.3	297.6	121.4	51.6
存货周转天数	1577.0	1447.2	1436.3	1162.2	731.4
杜邦分析					
净利率	11.4%	5.5%	6.6%	8.2%	9.6%
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3
杠杆比率	4.3	5.5	4.7	3.9	3.4

来源: 融信中国、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：
强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：
看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司（统称「中投证券(香港)」）须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及／或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员（包括编制或刊发本报告之相关人士）可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及／或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：
刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
禁止研究分析员或其联系人从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
禁止研究分析员或其联系人担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。
中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。
中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。