

评级：买入（首次）

市场价格：32.950 港元

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qizq.com.cn

研究助理：王洪岩

Email: wanghy@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,433.41
流通股本(百万股)	4,433.41
市值(百万元)	128,286.66
流通市值(百万元)	128,286.66

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	65,874	124,746	194,304	254,947	332,527
增长率 yoy%	86.4%	89.4%	55.8%	31.2%	30.4%
净利润(百万元)	11,004	16,567	24,965	31,992	40,246
增长率 yoy%	344.1%	50.6%	50.7%	28.1%	25.8%
每股收益(元)	2.50	3.76	5.67	7.26	9.13
净资产收益率	19.2%	23.9%	28.4%	30.0%	32.1%
P/E	13.9	7.7	5.1	4.0	3.2
P/B	2.5	1.7	1.4	1.2	1.0

投资要点
■ 并购绩优生：择时准、成本低、高周转

公司自成立之初就确立了“招拍挂+并购”的土地获取方式，并主动向并购方式倾斜。自 2015 年起，公司累计新增土储中超过 75% 来自于并购。公司的快速发展充分受益于公司在并购方面拥有的三大核心优势：**1、择时准**。公司的并购项目往往在行业周期底部进行，充分享受周期上行阶段带来的红利；**2、成本低**。在土地市场热度高涨期，公司通过并购维持较低的拿地成本；**3、高周转**。一方面缩短并购到开盘阶段的时间，另一方面通过积极销售保障现金快速回流，为公司的持续扩张保驾护航。

■ 合理布局、稳步扩张，助力销售逆势高增长

公司在上市前，销售规模仅 64 亿元，较行业龙头相距甚远。经过多年的发展，目前公司已经稳居行业第一梯队。销量逆势高增的原因在于：**1、稳步扩张，土储丰厚**。公司审时度势，活跃于招拍挂及并购两个市场。当地价高企，公司通过并购控制拿地成本；地价遇冷，公司则进入招拍挂市场积极获取土储。截至 2019 年 3 月末，公司总土地储备面积达 2.56 亿方，对应总货值约 3.55 万亿元；**2、选址精准、合理布局**。公司聚焦一、二线热点城市，兼顾核心都市圈内强三线城市。按城市能级看，一二线合计土储占比约 85%；按区域来看，华北区域占比 35%、长三角占比 20%、珠三角占比 7%，三大核心都市圈合计占比超六成；**3、短时间内密集落子，快速抢占市场**。公司进驻新城市后，凭借丰富的销售经验，采取快速推盘、加大落子密度，以缩短在该城市由进入到深耕的时间，快速抢占市场。截止 2018 年末，公司在 25 个城市销量排名前五。展望 2019 年，凭借大规模优质的土储及丰富的营销经验，销量有望进一步提升，完成年初设定 5500 亿元的销售目标。

■ 业绩进入释放期，财务结构逐步优化

2018 年，公司实现营业收入 1247.5 亿元，同比增长 89.4%，自上市以来营业收入规模增长近 40 倍，归母净利润 165.7 亿元，同比增长 50.6%。2015 年公司抓住行业上升期，加速规模扩张致净负债率逐步提升，随着公司全国化布局的完成，业绩逐步进入释放期，财务结构也将进一步优化。2018 年末，公司净负债率较 2017 年下降 53 个百分点，加权平均融资成本为 6.81%。

投资建议：公司成立至今，一直坚持“并购+招拍挂”相结合的土地获取方式，并逐步形成自身“择时准、成本低、高周转”的独特并购优势，聚焦一二线，实现逆势扩张。踏准行业周期节奏，销售强势增长，2018 年销售额较上市之初增长近 70 倍。随着全国化布局的基本完成，业绩逐步进入释放期，财务结构进一步优化。总量丰厚且布局合理的土地储备为公司销售再创新高奠定基础。根据 NAV 测算（2018 年末项目），公司 RNAV 为 75.13 元，相较于当前股价折让 -61.5%，具备较高安全边际。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 5.67、7.26、9.13 元，对应当前 PE 倍数为 5.1、4.0、3.2x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：布局城市调控政策收紧；公司销量增速及回款速度低于预期；业绩释放节奏不及预期；并购项目成本上升等。

内容目录

“追赶”到“领跑”，十五载厚积薄发	- 5 -
公司发展历程.....	- 5 -
股权结构.....	- 6 -
以并购为纲，实现弯道超车	- 6 -
取长补短，实现优势最大化.....	- 6 -
精准择时，成本低廉，高效周转.....	- 8 -
富集资源，稳步扩张.....	- 10 -
案例分析：成功收购万达文旅城.....	- 12 -
销售逆势高增长，稳居行业第一梯队	- 15 -
销售高增长，排名稳步提升.....	- 15 -
销售能力强，助力高周转.....	- 16 -
“合理布局+深耕策略”，助力销量再提升.....	- 17 -
定位高端住宅，打造全产品线.....	- 22 -
业绩进入释放期，财务指标逐步改善	- 24 -
业绩实现高增长.....	- 24 -
毛利率持续改善，成本管控能力强.....	- 25 -
回款速度行业领先，杠杆结构不断优化.....	- 26 -
估值与盈利预测	- 27 -
绝对估值.....	- 27 -
盈利预测.....	- 28 -

图表目录

图表 1：公司发展历程	- 5 -
图表 2：融创上市以来股份变动情况	- 6 -
图表 3：公司股权结构	- 6 -
图表 4：2009 年融创中国与龙头房企销售额比较（单位：亿元）	- 7 -
图表 5：融创发展模式	- 7 -
图表 6：招拍挂与并购支付方式比较	- 8 -
图表 7：2012-2016 年部分资产包并购时间点选择	- 8 -
图表 8：土储平均成本	- 9 -
图表 9：融创并购时间点	- 10 -
图表 10：融创部分并购项目开盘时间	- 10 -
图表 11：公司历年土储规模	- 11 -
图表 12：历年新增土储获取方式	- 11 -
图表 13：2018 年销售构成	- 11 -
图表 14：2009-2018 年融创全国布局	- 12 -

图表 15: 截至 2018 年末土储分布 (按区域)	- 12 -
图表 16: 截止 2018 年末土储分布 (按城市等级)	- 12 -
图表 17: 融创万达文旅资产包可售资源分布	- 13 -
图表 18: 融创万达文旅资产包部分销售情况	- 14 -
图表 19: 部分可售资源与周边均价对比	- 14 -
图表 20: 文旅项目分布	- 15 -
图表 21: 文旅项目开业数量 (截至 2018 年末)	- 15 -
图表 22: 2012-2018 销售金额、销售面积及增速	- 15 -
图表 23: 2009-2018 年龙头房企规模增速对比	- 15 -
图表 24: 2012-2018 年部分龙头房企销售金额复合增速及销售面积复合增速	- 16 -
图表 25: 融创销售排名持续提升, 稳居行业第一梯队	- 16 -
图表 26: 公司管理层简介	- 17 -
图表 27: 公司组织架构	- 18 -
图表 28: 截至 2018 年末公司项目布局	- 18 -
图表 29: 公司部分新进入城市落地项目数量、落地时间	- 19 -
图表 30: 公司新进城市一览	- 20 -
图表 31: 同类型房企在公司新进二线城市中的布局情况	- 20 -
图表 32: 公司布局三线城市等多分布于环一线或经济发达省份	- 21 -
图表 33: 单城销售情况	- 21 -
图表 34: 2019 年预计总可售资源按区域分布	- 22 -
图表 35: 2019 年预计总可售资源按城市级别分布	- 22 -
图表 36: 公司主要产品系简介	- 23 -
图表 37: 融创中国物业服务及客户	- 23 -
图表 38: 融创中国及其他主流地产公司营业收入对比	- 24 -
图表 39: 2013-2018 融创营业收入及增速	- 24 -
图表 40: 2013-2018 融创营业收入构成	- 24 -
图表 41: 2013-2018 融创中国毛利及毛利率	- 25 -
图表 42: 2013-2018 融创中国归母净利润及增速	- 25 -
图表 43: 2012-2018 可比公司销售管理费用率一览 (销售额口径)	- 25 -
图表 44: 2011-2018 有息负债/EBITDA	- 26 -
图表 45: 2011-2018 净负债率	- 26 -
图表 46: 截至 2018 年末公司债务结构 (按到期时间)	- 27 -
图表 47: 截至 2018 年末公司债务结构 (按币种)	- 27 -
图表 48: 融创中国加权平均融资成本	- 27 -
图表 49: 融创中国 2018-2019 优先票据发行一览	- 27 -

图表 50: 公司 NAV 估值计算..... - 28 -

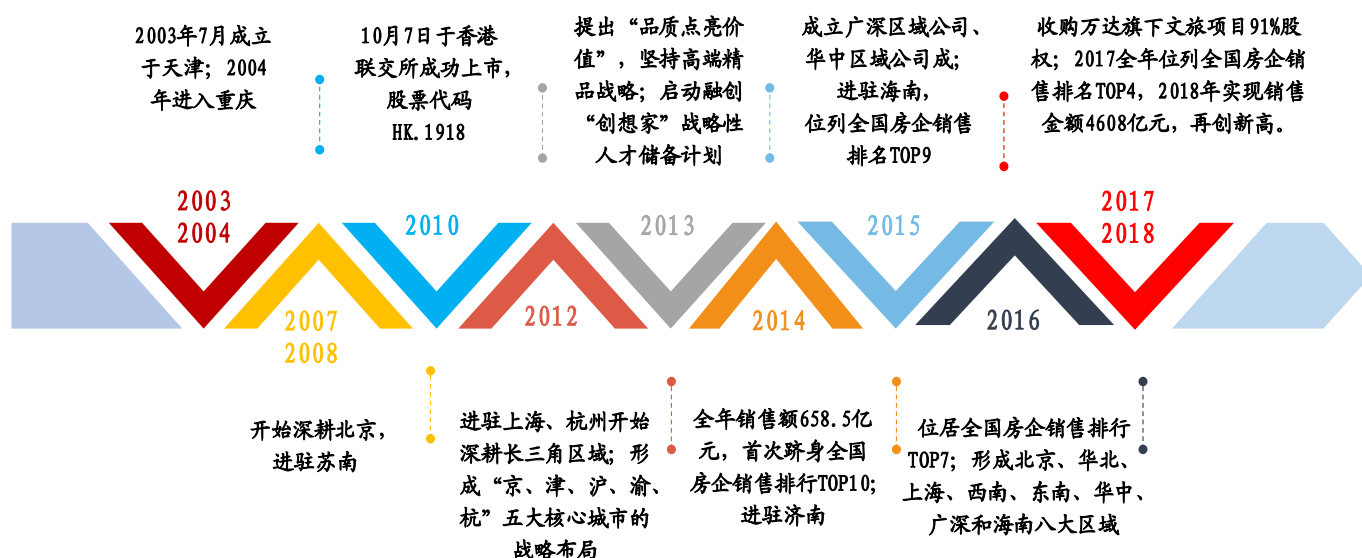
图表 51: 盈利预测表..... - 29 -

“追赶”到“领跑”，十五载厚积薄发

公司发展历程

- **创立初期（2003-2006）**：2003年7月，融创中国成立于天津，以“至臻，致远”为品牌理念，坚持“区域聚焦”和“高端精品”两大发展路线。2004年通过收购获得重庆奥林匹克花园3300亩地，奠定深耕西南的基础。这个阶段，公司主要进行探索符合融创发展的模式。
- **上市准备期（2007-2010）**：这一阶段，公司开始准备上市，引入贝恩与德意志银行承继雷曼兄弟股份，同时引入国际战略投资者鼎辉及新天域成为股东。2007年进入北京和苏南地区，逐步形成“京、渝、苏南”格局。2010年10月，公司成功在香港联交所上市，股票代码1918.HK。
- **快速扩张期（2011-2016）**：上市后，公司积极布局核心城市。2012年成功进驻上海、杭州，对“长三角”区域实行深耕策略，逐步形成“京、津、沪、渝、杭”五大核心城市的战略布局。公司充分借助资本市场进行融资，通过一系列股权并购，实现土储规模扩张。截至2016年已经形成北京、华北、上海、西南、东南、华中、广深和海南八大区域，同年销售额突破千亿大关，达1506.3亿元。根据克而瑞数据，公司位居全国房企销售排名TOP7。
- **收获期（2017-至今）**：公司2017、2018连续两年位列全国房企销售TOP4。2018年实现销售金额4608.3亿元，同比增长27.3%；实现营业收入1247.5亿元，同比增速达89.4%，归母净利润165.67亿元，同比增长51%。截至2019年3月末，公司未结算建筑面积约1.83亿方，如果将旧改等合并考虑，土储面积达2.56亿方，对应货值3.55万亿元。充足且布局合理的土储助力公司销售再上新台阶，冲击2019年5500亿元的销售目标。

图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

股权结构

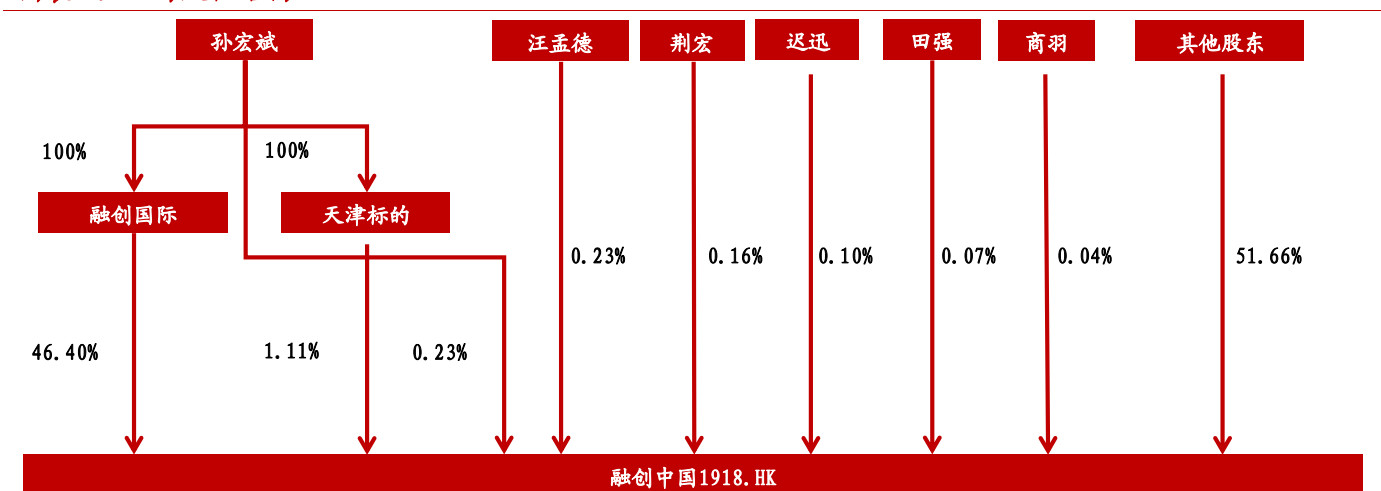
- 公司 2010 年上市时，发行股份 7.5 亿股，发行价 3.48 港元/股，共募集资金 26.1 亿港元。为配合公司发展，后续进行了 3 次公开配售股份和 1 次定向配售股份。截至 2018 年末，孙宏斌先生通过融创国际投资控股有限公司、天津标的投资咨询有限公司及个人直接持有的方式，合计持有公司约 47.7% 的股份，为公司实际控制人。

图表 2: 融创上市以来股份变动情况

公告日期	发行方式	发行股份数 (亿股)	发行价 (港元/股)	募集资金合计 (亿港元)	较前日收盘价折价	募集目的
2010.10.07	IPO 上市	7.5	3.48	26.1	-	-
2013.01.22	公开配售股份	3	6.7	20.1	2.40%	用作公司发展及本公司一般运营资金
2016.09.26	定向配售股份	4.5	6.18	27.8	1.60%	本公司拟将自认购事项筹集的所得款项净额用于偿还本公司的境外债务及用作本公司一般运营资金
2017.07.25	公开配售股份	2.2	18.33	40.3	-8.80%	用作本公司一般运营资金
2017.12.15	公开配售股份	2.5	31.1	77.8	-11.90%	所得款项用作本公司一般运营资金

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 公司股权结构



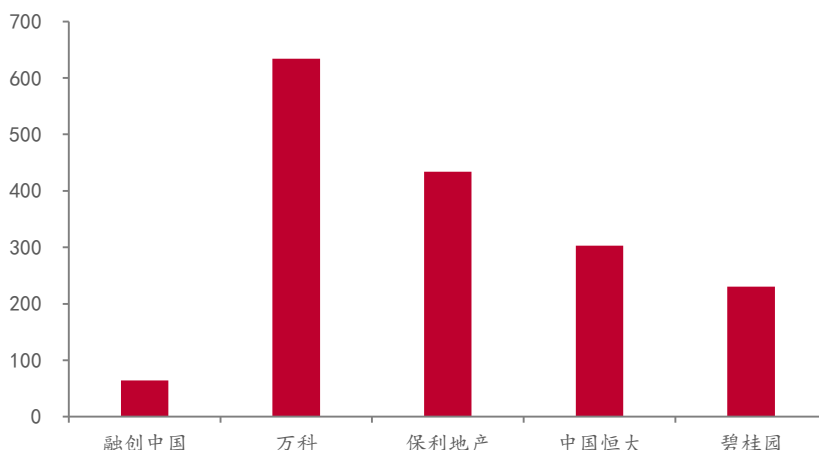
来源：公司公告、中泰证券研究所

以并购为纲，实现弯道超车

取长补短，实现优势最大化

- 竞争格局：龙头房企竞争激烈，以招拍挂为主难显优势**
 融创上市之前（2009 年）仅有 64 亿的销售规模，是行业龙头万科的十分之一。在资金规模、开发能力、业务水平等方面相距当时的龙头企业还有一定的距离。因此在传统的招拍挂市场竞争中，融创难以显现出自身优势。在激烈的竞争格局下，公司借助并购的方式实现弯道超车。

图表 4: 2009 年融创中国与龙头房企销售额比较 (单位: 亿元)



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

■ **公司战略: 倾向并购兼顾招拍挂, 扬长补短助力“弯道超车”**

发展初期, 融创在招拍挂市场的竞争优势并不明显, 因此公司自创立以来就确定了“并购+招拍挂”的土储战略方针, 并且有意向“并购”方式倾斜。通过并购手段获得的土地, 成本往往相对较低, 资金的支付方式较传统的招拍挂手段相对灵活, 有效缓解了公司在扩张期的资金压力。借助并购的方式, 公司获取了多数位置良好、规模可观的项目, 经过多年发展, 目前已稳居行业第一梯队。

图表 5: 融创发展模式

积极销售保驾护航
货值快速转化为销售收入, 加快周转实现回流

快速推进城市布局
深耕一二线城市, 聚焦核心区域

短期实现规模增长
规模快速提升, 实现快速扩张



积累大量可售资源
快速扩大土储规模, 奠定坚实发展基础

大幅降低拿地成本
多样化拿地手段有效降低土地平均成本

精准选择进入时点
选取周期底部进入, 享受土地溢价红利

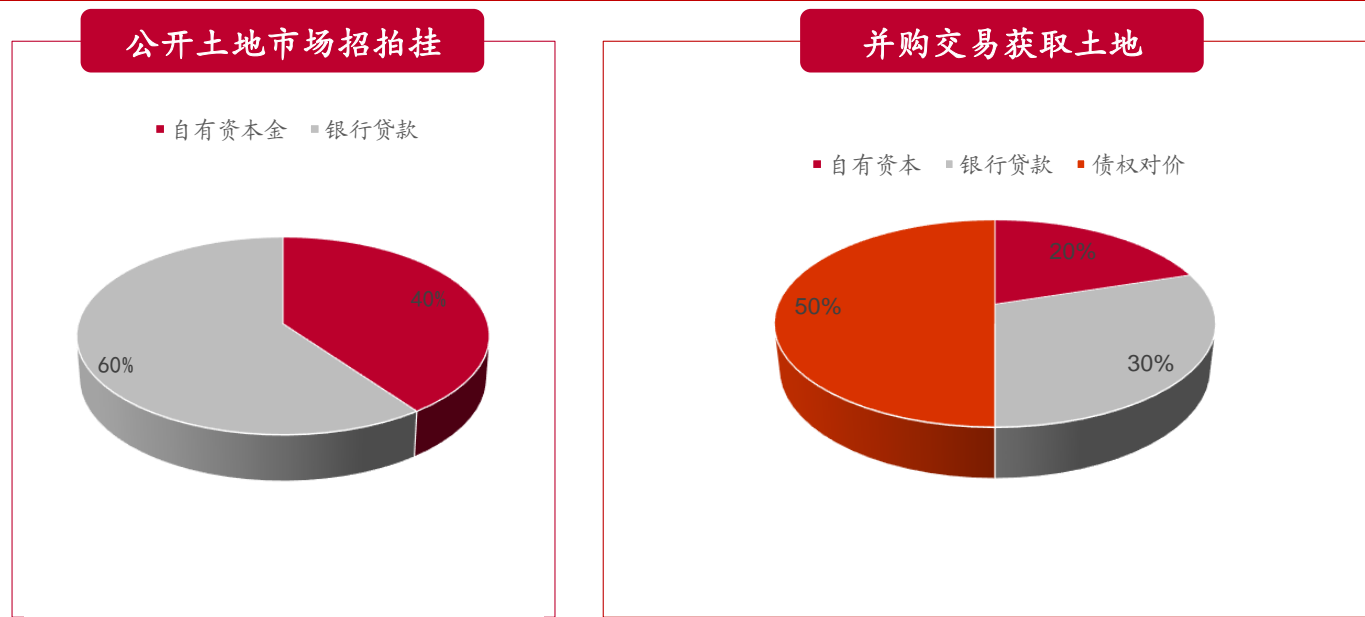
来源: 中泰证券研究所

■ **支付方式灵活: 股债对价有机结合, 缓解扩张期资金压力**

传统的招拍挂手段获取土地必须采用全额交易或分期付款的方式, 房企只能通过获取贷款等方式提高资本运转效率。如果要实现加速扩张, 很容易陷入现金流紧张的困境。融创在并购交易过程中, 通过股权对价和债券对价等多种支付方式的结合, 利用更低的现金资本获取同等甚至更

大规模的土地储备，在提高资源获取效率的同时，有效缓解了公司自身的现金流压力。

图表 6: 招拍挂与并购支付方式比较



来源：中泰证券研究所

精准择时，成本低廉，高效周转

■ 并购时点精准：享受行业上升期红利

融创在并购的时间选择上具备精准的择时能力，绝大部分并购项目都能从行业周期底部进入，收购资产包的时间也往往集中在城市地价、房价上涨之前或上涨之初，远早于周期顶峰的时间点，从而充分享受行业周期上升阶段带来的红利。公司上市后，共经历两次行业上行周期。2012年，公司通过收购绿城资产包，新增 373 万方土储，占当年新增土储的 50%（按建筑面积）。2015 年，公司再次把握行业上行期，在南京、西安、武汉、成都等热点二线城市进行并购，其中天朗、美联、中渝置地等资产包充分享受到后续土地溢价抬升带来的红利。

图表 7: 2012-2016 年部分资产包并购时间点选择

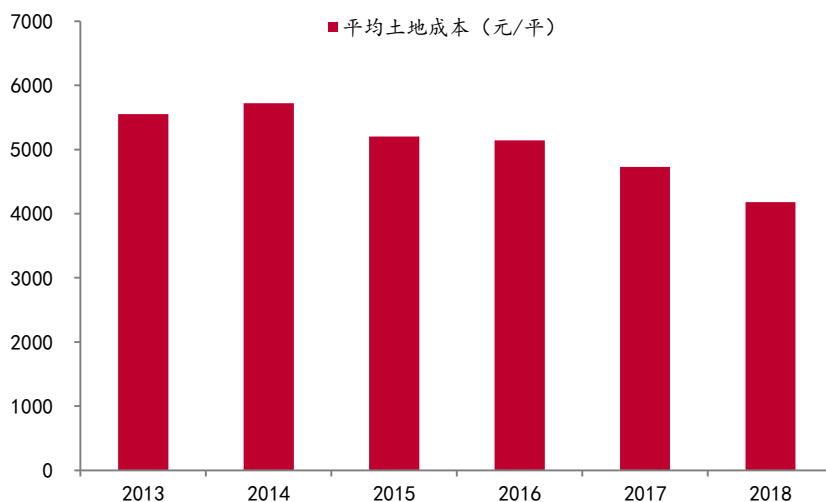
进入城市	所属并购资产包	分线	进入时间	该城市地价 上涨起始时间	该城市地价 达到高点时间 溢价率
上海	绿城资产包	1	2012/06	2012/09	2016/10
南京	天朗资产包	2	2015/06	2015/05	2017/08
西安	天朗资产包	2	2015/09	2015/10	2018/11
武汉	美联资产包	2	2015/09	2015/06	2017/06
成都	中渝置地资产包	2	2015/10	2016/05	2017/12
郑州	中牟美盛资产包	2	2016/02	2015/10	2016/10

来源：公司公告、中泰证券研究所

■ 并购有效控制土地获取成本

并购获得的土储资源往往来自于其他房企没有能力开发或失去意愿开发的项目。因此并购获得的土地成本相较于市场价格往往偏低。这一价格优势在对中小型房企进行并购的过程中显得尤为突出。其中不乏一些位置优越、体量较大的高潜力地块。以 2016 年 2 月融创收购的苏州德尔资产包为例，融创仅通过当时市场价 18% 的价格便得到了一笔高质量土地资源，并通过重新开发实现了丰厚的盈利。自 2015 年起，在全国土地价格不断上涨的大环境下，融创土储平均成本却得到了有效的控制，主要受益于公司突出的并购能力。

图表 8: 土储平均成本

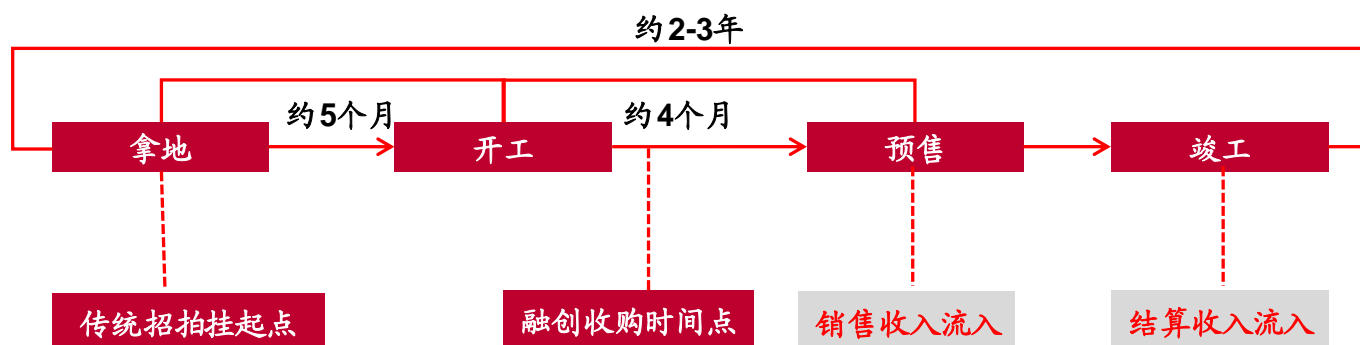


来源：公司公告、中泰证券研究所

■ “缩短项目开发时间+简化并购后续流程”双发力实现高周转

快速扩张是一把双刃剑，在为公司带来大量可售资源、推进城市布局的同时，也会为资金周转带来很大的挑战。融创在大举并购的过程中，着力提升销售高周转、简化并购流程，为加速扩张保驾护航。

一方面，融创要求所有项目（包括并购及招拍挂）尽可能缩短预售时间。一般需要 9-12 个月的土地获取到预售的过程，融创统一要求 8-9 个月实现，并争取 1 年内实现现金流回正。另一方面，融创努力简化和缩短并购现金交割期限后的流程。在双向发力的模式下，公司的资金周转效率得到了大幅提升，许多并购项目的现金回收流时间都短于招拍挂项目平均水平，有效保障并购的连续性项目运作的高效周转。

图表 9: 融创并购时间点


来源：中泰证券研究所

图表 10: 融创部分并购项目开盘时间

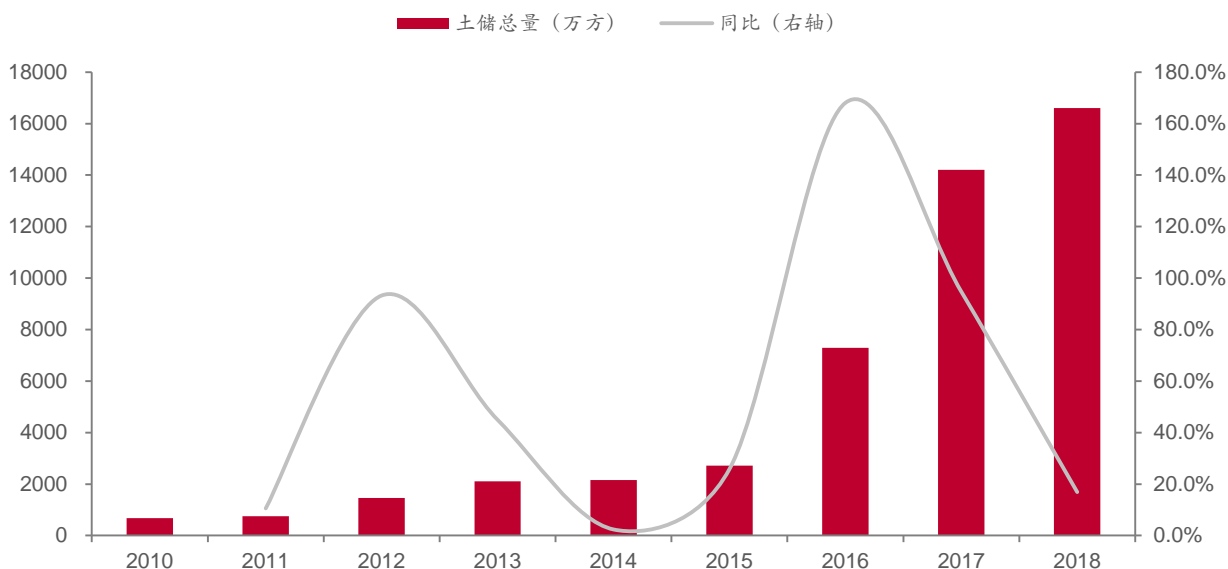
项目名称	收购时间	开盘时间	二期开盘时间	三期开盘时间
融创石湖桃花源	2016年1月	2016年8月	2016年9月	2016年11月
融创苏州壹号院	2016年2月	2016年11月	2017年3月	-
融创美盛象湖壹号	2016年2月	2016年6月	2017年6月	2018年4月
融创海湾半岛	2016年5月	盘中收购	2017年1月	-
融创金成西溪海	2016年9月	盘中收购	2017年12月	-
天津星耀五洲	2017年5月	2017年8月	2017年12月	2018年8月

来源：公司公告、中泰证券研究所

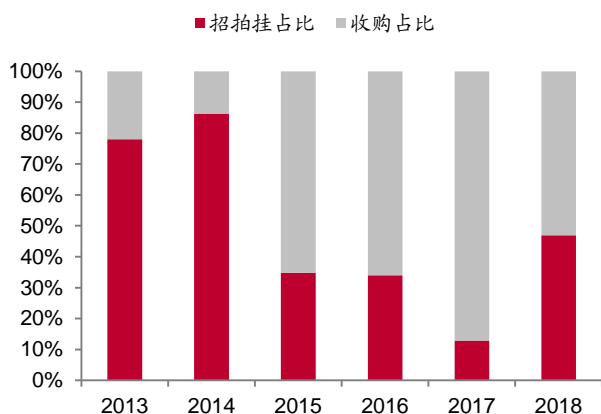
富集资源，稳步扩张

■ 迅速积累大量优质土储资源

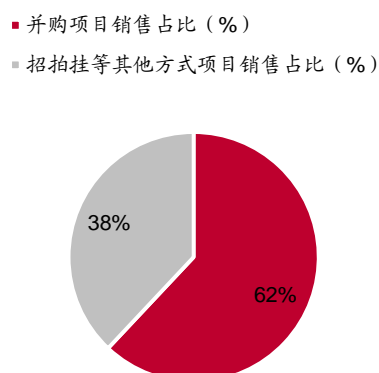
2010年，融创上市之初的土储规模，在行业内并不突出。上市后，通过大力度的土地并购同时兼顾传统的招拍挂手段，公司迅速积累了大量土储资源。当土地市场低迷、溢价率较低时，公司倾向于招拍挂拿地；当土地市场过热，并购作为一种资源补充方式，为公司的稳健扩张提供了强有力的保障。2015年开始的新一轮房产周期里，融创每年的土储增量中，超过50%的土储由并购方式获取。自2017年开始，并购项目所贡献的销售额也超过了当年总销售额的50%。

图表 11: 公司历年土储规模


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 历年新增土储获取方式


来源: 公司公告、中泰证券研究所

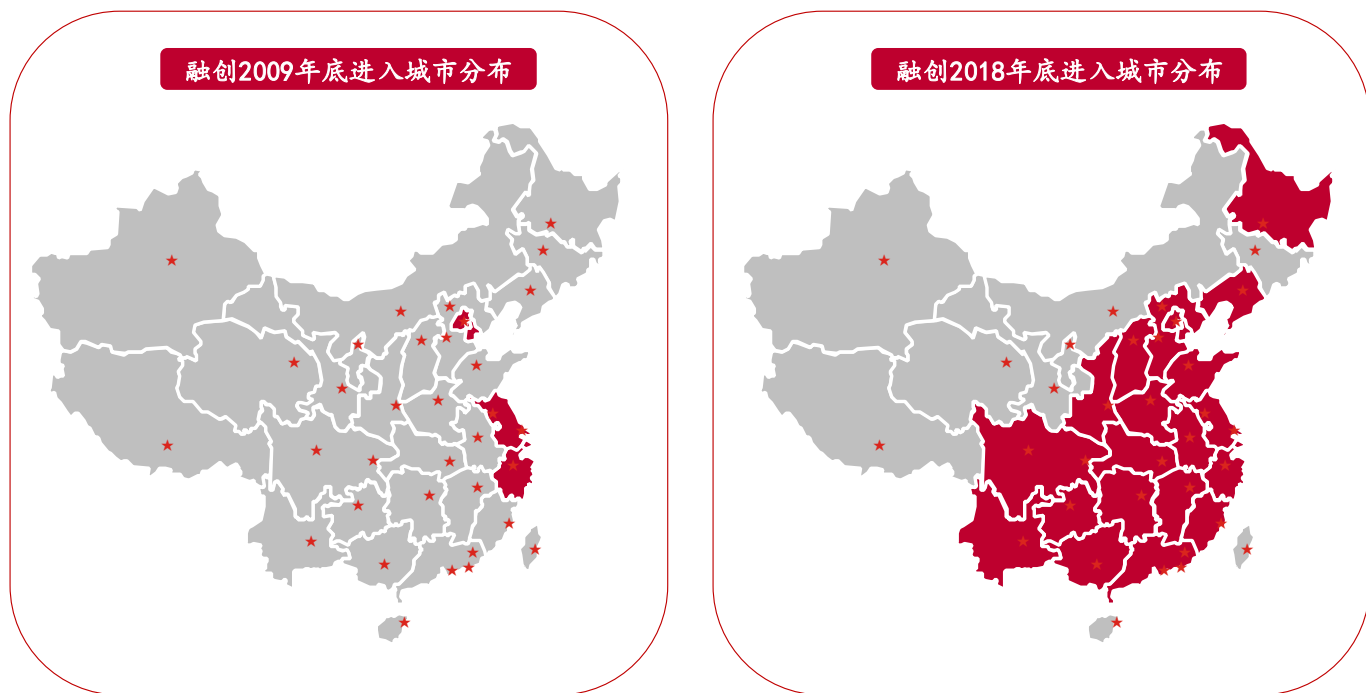
图表 13: 2018 年销售构成


来源: 公司公告、中泰证券研究所

■ 聚焦一二线的同时，加速推进全国扩张

融创通过大体量的收购,有效保障了公司在一二线核心城市的布局需求,与自身“区域聚焦,高端精品”的深耕策略相匹配,符合自身高端房地产开发的市场定位。2012年,在两次降准降息以及地方性公积金政策放松等宽松政策陆续出台后,房地产行业基本面迎来一波上升周期。这一时期,公司提前布局上海、常州等城市。2014年,行业销售触底后,调控政策风向转变,多地限购松绑,下调首付比,2015年迎来新一轮上升周期。这一时期,公司提前进入西安、武汉等热点二线城市,同时通过收购融绿平台,深耕华东区域。公司抓住时机,聚焦一二线的同时,积极落子核心都市圈内热点城市周边强三线卫星城,提速全国化布局。

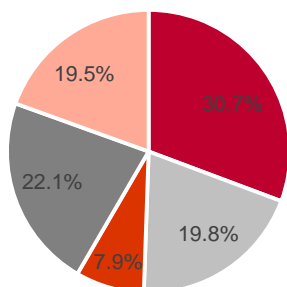
图表 14: 2009-2018 年融创全国布局



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 15: 截至 2018 年末土储分布 (按区域)

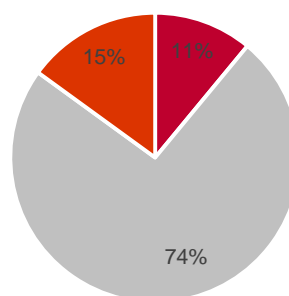
■ 华北地区 ■ 长三角地区 ■ 珠三角地区 ■ 西南地区 ■ 其他



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 16: 截止 2018 年末土储分布 (按城市等级)

■ 一线城市 ■ 二线城市 ■ 三四线城市



来源: 公司公告、中泰证券研究所

案例分析: 成功收购万达文旅城

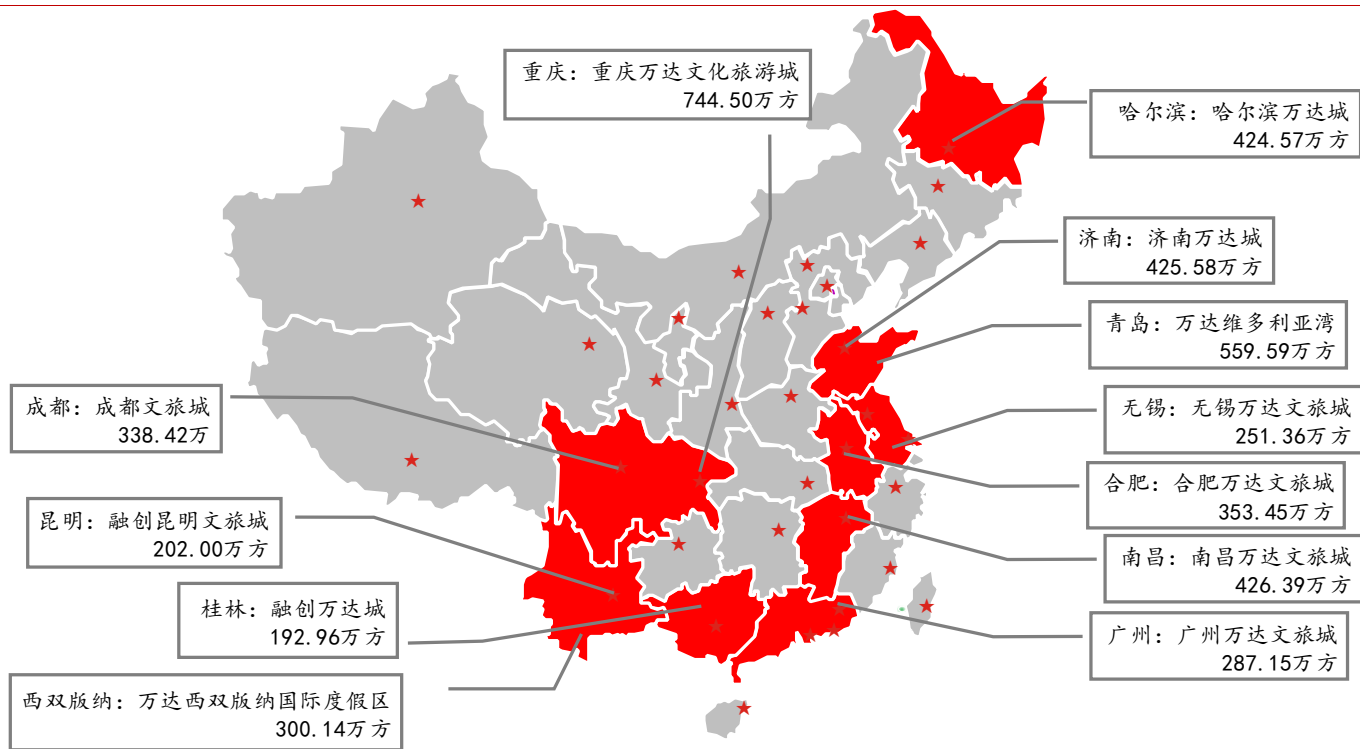
- 案例梳理:** 2017 年 7 月 19 日, 融创房地产与大连万达商业订立协议书, 融创将收购大连万达商业 13 个文化旅游项目公司 91% 的权益, 经调整后的股权交易对价为人民币 438.44 亿元。而 7 月 10 日订立的框架协议中提述的 76 家城市酒店将不再作为目标资产。万达旅游城包含了乐园、酒店、大型商场、酒吧街等。

并购目的: 融创通过此次收购, 以低成本补充了大量优质土地储备和物业资产, 巩固全国城市布局。通过此次收购, 融创新增土储合计约 5897 万平方米。同时高屋建瓴, 强强联合, 依托万达文化项目领域的丰富运

营经验、品牌优势和融创自身在地产销售方面的优势，高起点进军文化旅游产业，打造更具有市场竞争力与认可度的优质产品，提升项目总体价值。

并购收益：(1) 巩固公司“区域聚焦”的经营方针。万达文旅城资产包主要位于一二线核心城市，通过此次收购，有效的巩固公司在热点城市的货值储备，为公司进一步深耕核心区域添砖加瓦。**(2) 销售贡献突出。**从销售收入来看，自 2017 年 7 月签订协议以来，仅当年就为公司贡献了 358 亿元的收入，高达收购总对价金额的 51%。**(3) 低成本有助利润率修复。**截至 2018 年末，万达资产包可售货值近 5000 亿元，结合目前销售情况及约 2515 元/平米的楼面价，此次收购，有助于公司未来利润水平的修复。**(4) 高起点布局文旅产业，提供更多可能性。**融创组建了一支经验丰富的文旅运营团队，实现了文旅产业的高起点布局。未来高端住宅定位与文旅产业布局的联动，对融创来说还有更多的可能性。

图表 17: 融创万达文旅资产包可售资源分布



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18: 融创万达文旅资产包部分销售情况

序号	项目名称	权益比例 (%)	平均楼面价 (元/平)	参考销售均价 (元/平)
1	青岛万达东方影都	91%		19500
2	青岛万达维多利亚湾	91%		12300
3	重庆万达城	91%		13000
4	成都万达城	91%		9000
5	济南万达城	91%		17000
6	南昌万达城	91%		16000
7	西双版纳万达城	91%	2515	12000
8	哈尔滨万达城	91%		12000
9	昆明万达城	91%		17000
10	广州万达城	91%		26000
11	桂林万达城	91%		8500
12	无锡万达城	91%		21000
13	合肥万达城	91%		19000
	合计		2515	14928

来源: 公司公告、房天下、中泰证券研究所

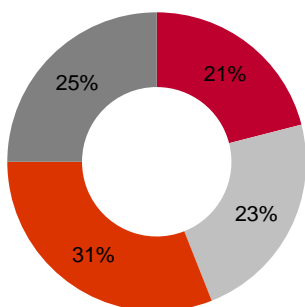
图表 19: 部分可售资源与周边均价对比

项目名称	销售均价 (元/平)	周边资源名称	销售均价 (元/平)
重庆万达城	13000	西永 9 号	10000
		金科天宸	10000
		恒大优活城	11000
		西著七里	14000
济南万达城	17000	景和山庄	18000
		和润幸福城	18000
		永大颐和园	17500
青岛万达东方影都	19500	欧美榭香里	16000
		隆海东方华庭	16500
		瑞海·澜山	23000

来源: 公司公告、房天下、中泰证券研究所

图表 20: 文旅项目分布

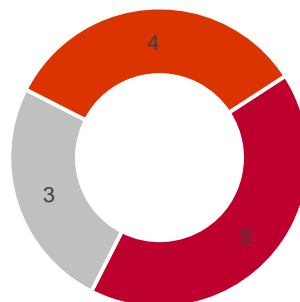
■ 主题公园 ■ 酒店 ■ 商业 ■ 其他



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 文旅项目开业数量 (截至 2018 年末)

■ 已开业 ■ 预计 2019 年开业 ■ 未开业



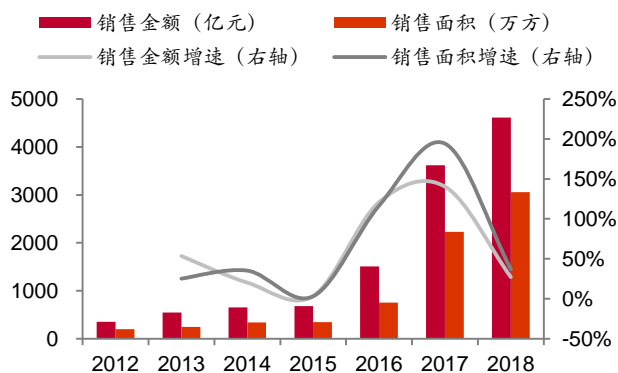
来源: 公司公告、中泰证券研究所

销售逆势高增长，稳居行业第一梯队

销售高增长，排名稳步提升

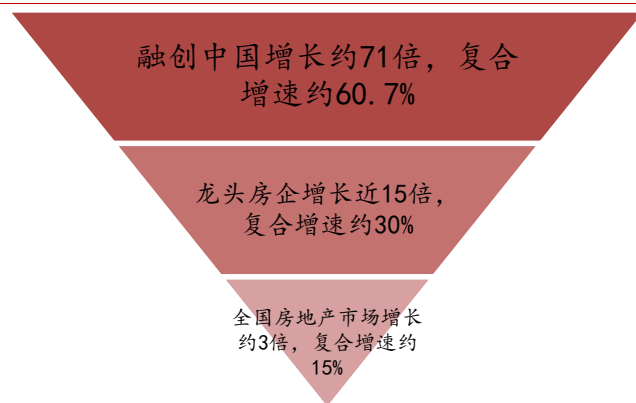
- 公司在 2010 年上市前后，销售规模仅 64 亿元，行业龙头万科的规模是其十倍。2009-2018 年公司销售规模增长近 70 倍，年复合增速达 60.7%，是过去十年销售规模增速最高的房企之一，是名副其实的“黑马”。公司 2018 年实现合同销售金额 4608.3 亿元，同比增长 27.3%。根据克而瑞数据，自 2011 年公司以第 18 名进入全国房企销售排行榜后，销售排名逐年攀升，2017-2018 年稳居 TOP4。

图表 22: 2012-2018 销售金额、销售面积及增速



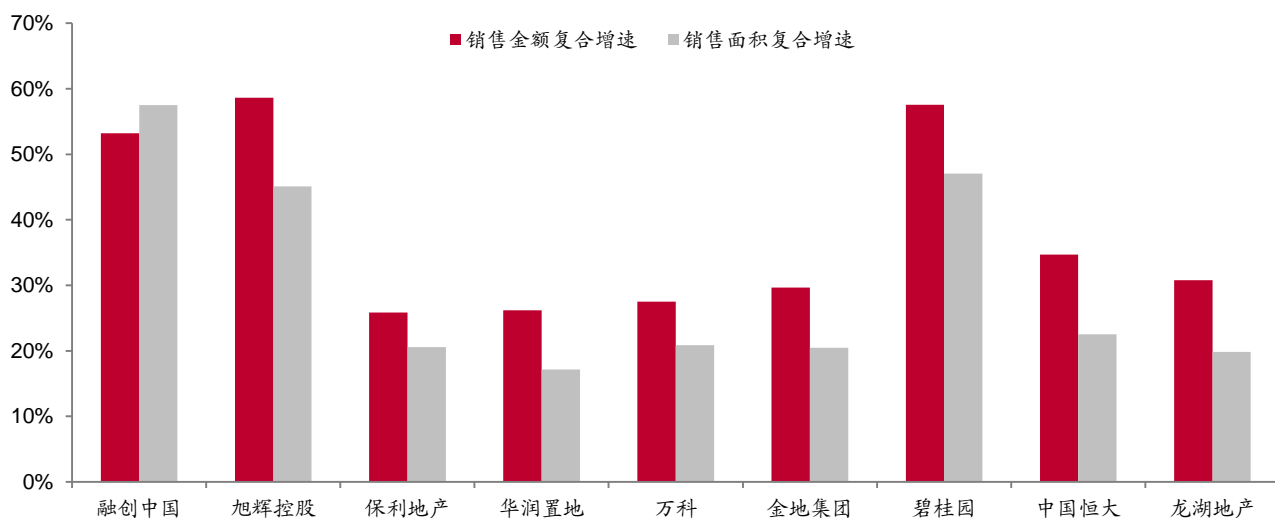
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 23: 2009-2018 年龙头房企规模增速对比



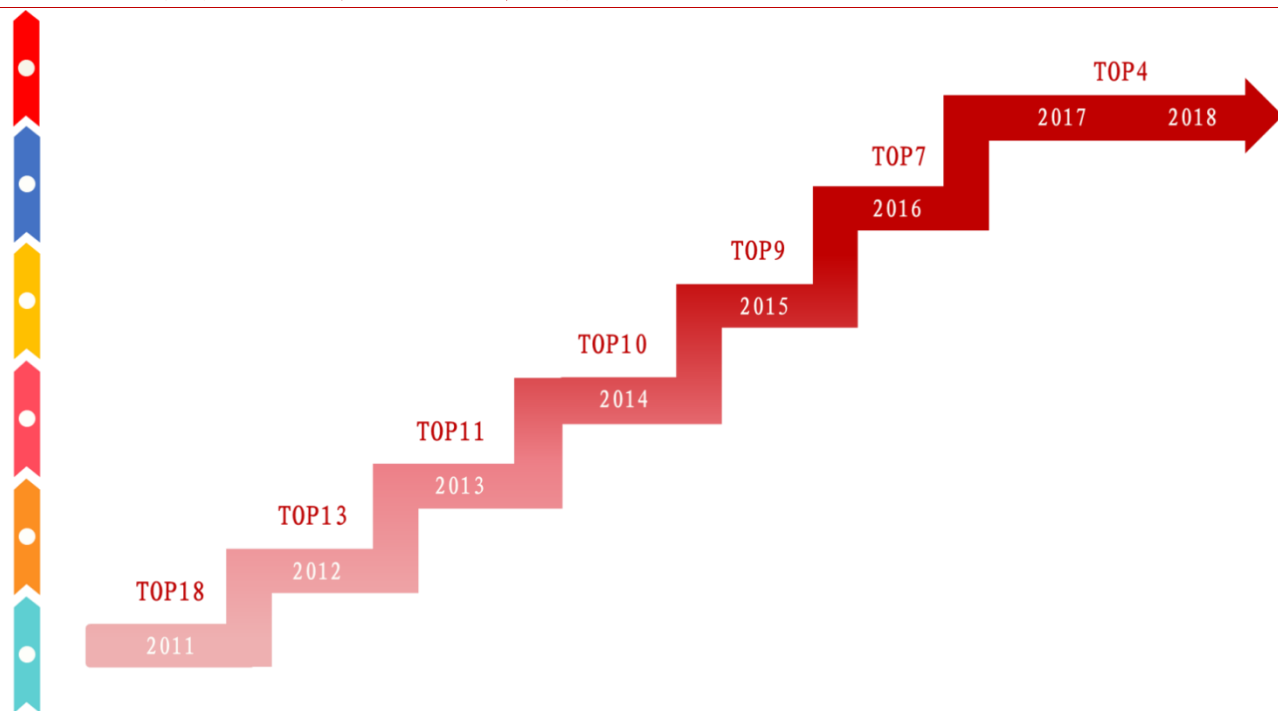
来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 2012-2018 年部分龙头房企销售金额复合增速及销售面积复合增速



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 融创销售排名持续提升, 稳居行业第一梯队



来源: 克而瑞、中泰证券研究所

销售能力强, 助力高周转

- **公司坚实的销售能力保障其产品高效周转。**在公司创立初期, 销售团队管理模式是“狼性文化”和“头部激励”, 目标是增加团队成员业绩压力, 进一步扩大梯度级差。公司跻身龙头之列后, 销售更多依靠高效的系统。公司是以销售为核心班底的典型房地产企业, 从董事长孙宏斌、执行总裁汪孟德起, 到各地区销售总监, 都有着丰富的营销经验和项目运营经历。公司非常重视完整的销售和营销渠道, 时刻关注消费者的需求变化,

力求抓住消费点，提高销售效率。

图表 26: 公司管理层简介

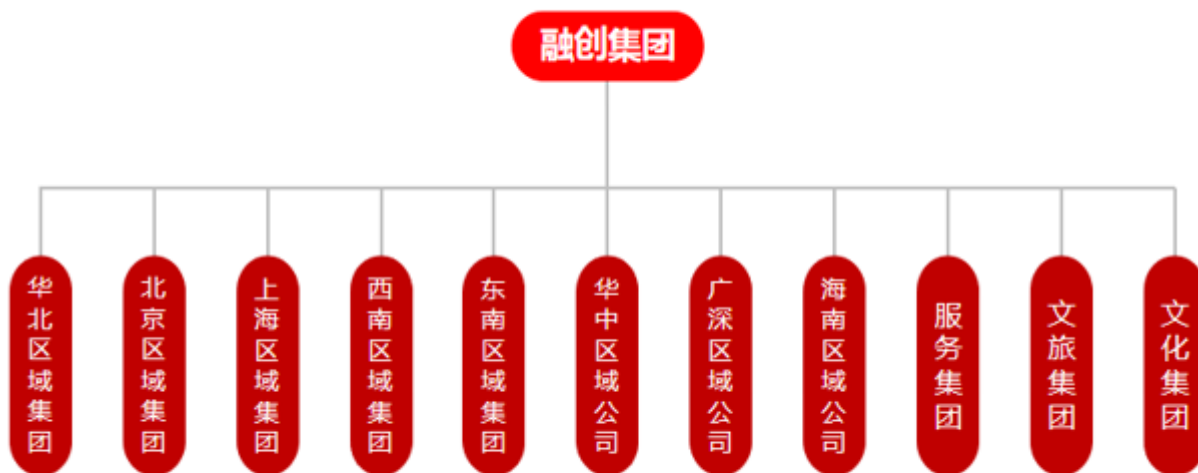
姓名	公司职位	加入时间	简历
孙宏斌	创始人、董事会主席兼 执行董事	2003 年	于一九九四年开始创建房地产企业，在中国房地产行业拥有二十多年丰富经验。孙先生于一九八五年取得中国清华大学工程学硕士学位。彼亦于二零零零年完成美国哈佛商学院的高级管理课程。
汪孟德	执行董事兼行政总裁	2006 年	于二零零六年加入本集团，分别自二零一一年起和二零一五年起担任本集团的执行总裁和行政总裁。在加入本集团之前，彼于二零零五年至零六年任顺驰中国控股有限公司运营总监及财务总监。
荆宏	执行董事、执行总裁兼 北京区域集团总裁	2007 年 1 月	于二零零七年一月加入本集团，自此以后担任北京融创恒基地产有限公司总经理，负责公司全面营运。彼于二零零二年十月至二零零六年，在顺驰中国担任副总裁。
迟迅	执行董事、执行总裁兼 华北区域集团总裁	2004 年	于二零零四年加入本集团，二零零四年至零五年任融创置地有限公司副总经理，零五年起，任融创置地总经理。加入本集团前，彼于多家房地产公司工作，主要负责项目发展、设计及销售工作。
田强	执行董事、执行总裁兼 上海区域集团总裁	2007 年	于二零零七年加入本集团，任天津翔驰投资有限公司副总经理，二零一五年起担任本集团执行总裁。加入本集团之前，彼于二零零二年至零七年在顺驰中国任销售经理、销售副总经理及总经理。
商羽	执行董事、执行总裁兼 西南区域集团总裁	2003 年	二零零三年加入本集团，于二零零三年至零四年担任天津融创奥城投资有限公司及重庆奥林匹克花园置业副总经理。自二零零六年起，彼担任重庆奥林匹克花园置业总经理。
黄书平	执行董事、执行总裁兼 广深区域公司总裁	2007 年	自二零零七年加入本集团，自二零一五年起担任本集团执行总裁。在加入本集团之前，曾任顺驰中国总裁助理，于二零零四年至零五年，担任首创证券有限公司资产管理部项目经理。
孙喆一	执行董事兼总裁助理	2014 年	于二零一四年加入本集团，曾在集团总部及不同区域公司担任与资本市场、土地获取及项目运营相关的不同职务。彼于二零一一年毕业于波士顿学院，取得工商管理及历史双学士学位。

来源：公司官网、中泰证券研究所

“合理布局+深耕策略”，助力销量再提升

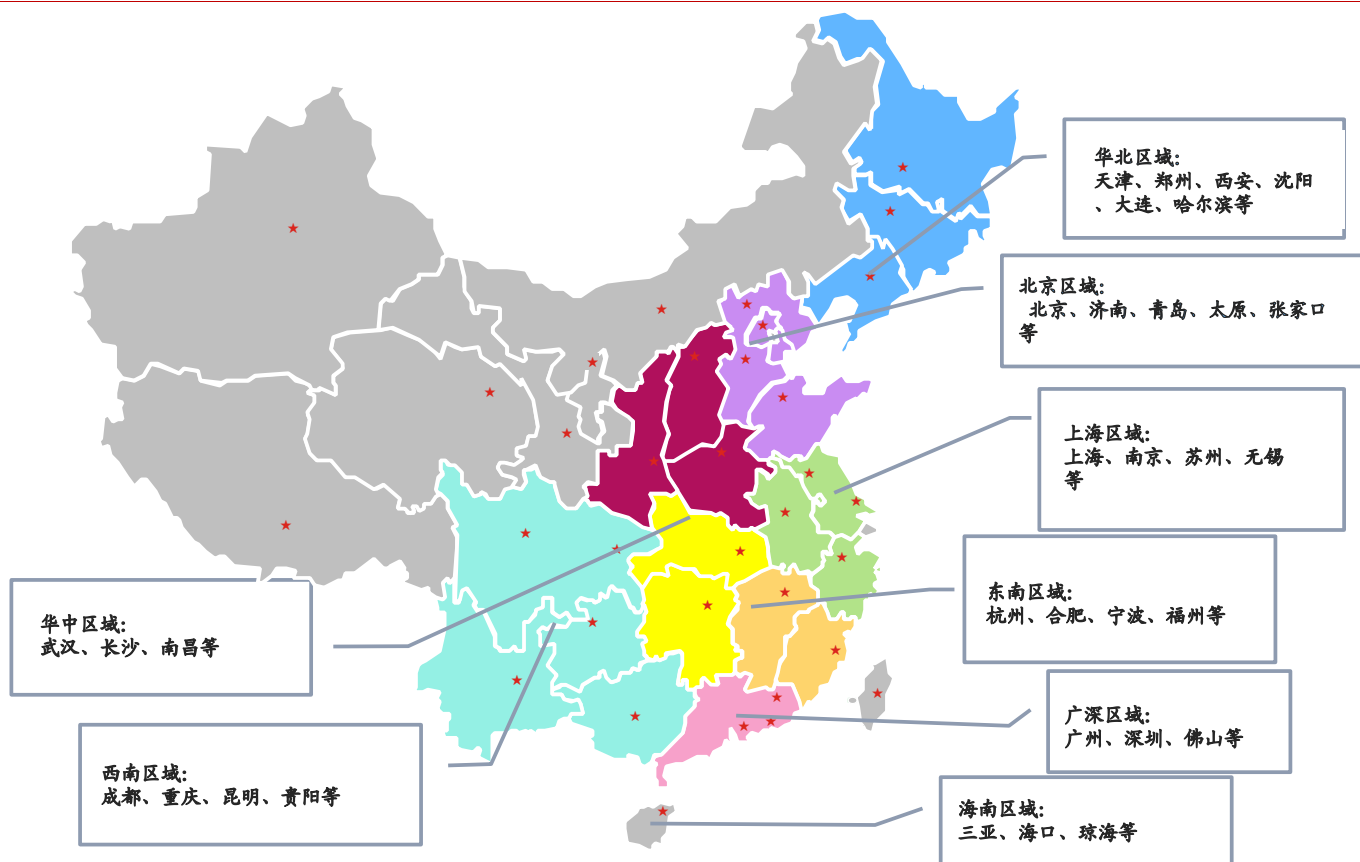
- 公司聚焦一、二线核心城市的布局，与自身“区域聚焦、高端精品”的理念相契合。2015 年，地产市场逐渐回暖，进入新一轮行情，公司前后进入西安、南京等 6 个拥有人口净流入的强二线城市。2015 年后这些城市的房价均出现高涨，随后的销售表现也印证了公司精准选址的能力。截至 2018 年末，公司基本完成了全国布局，布局城市市场规模占全国房地产市场规模 2/3 以上。同时，形成公司总部，北京、华北、上海、西南、东南、广深、华中、海南八大区域集团，各区域集团分公司的三层组织架构。

图表 27: 公司组织架构



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 28: 截至 2018 年末公司项目布局



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **城市拓展节奏快，项目布局密度高。**2015-2018年，公司加快城市拓展速度，结合并购项目节奏，积极进行全国布局。由上市前后仅在5座城市运作项目的区域型房地产公司逐步发展成新一代全国性房企。

公司在市场容量较大的城市，主动提升项目密度，短期内抢占市场。无论是通过传统的招拍挂还是贯穿发展历程的收购方式，融创在新进入一个城市后，快速拓展在该城市的项目，密集落子，不同于传统房企先用一两个项目试探市场的做法。以武汉为例，公司2015年进入武汉市场后，经过两年发展，在武汉布局项目达12个，实现销售额169.5亿元，同比增长260%，并登上武汉2017年房企销售金额排行榜榜首。在成都、郑州、西安等地，均实现短期内迅速增加项目数量，展现出强大的项目运作能力。

图表 29：公司部分新进入城市落地项目数量、落地时间

城市	沈阳	成都	青岛	武汉	郑州	南京
首次进入时间	2016/12	2015/10	2016/06	2015/09	2016/02	2015/06
当前项目个数	11	20	13	12	10	10
项目平均落地时间间隔（月）	1.56	1.57	1.79	2.7	4.56	3.55

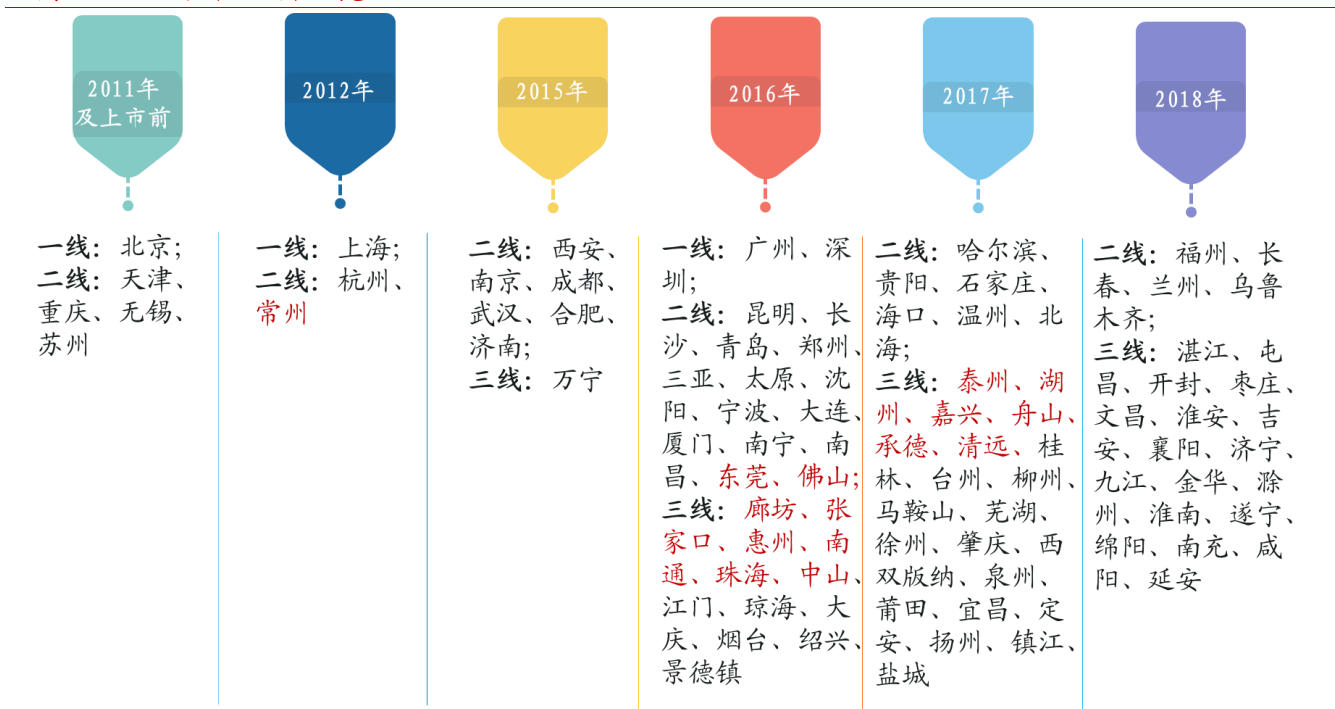
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **布局下沉具有选择性**

“深耕”策略效果显著，助力销售规模节节攀升。2010-2018年，根据当年的销售金额计算得出的单城市销售金额从16.7亿元增至85.15亿元，年复合增速达26%。即便2016、2017年新进入城市数量达28、27个，单城市销售金额依旧保持高水平。

- 公司于2015年加大城市能级下沉力度，逐步将目光转向非核心二线城市及强三线城市。2016年全国棚改货币化安置比例提升至49%，2017年达到峰值，叠加一二线限购限贷后的溢出需求，三四线市场显著升温。公司提前布局了改善型需求旺盛、竞争对手较少涉及的潜力地区。2015-2017年，公司进入的26个二线城市，大多数仅有一两家同梯队房企进入，甚至成为太原、石家庄高端精品住宅市场的先行者。有选择的布局下沉，叠加宽松的竞争环境，使得市场进入壁垒低，有助于公司快速占据市场份额，成为该地房企销售领跑者。

图表 30: 公司新进城市一览



来源: 公司公告、中泰证券研究所

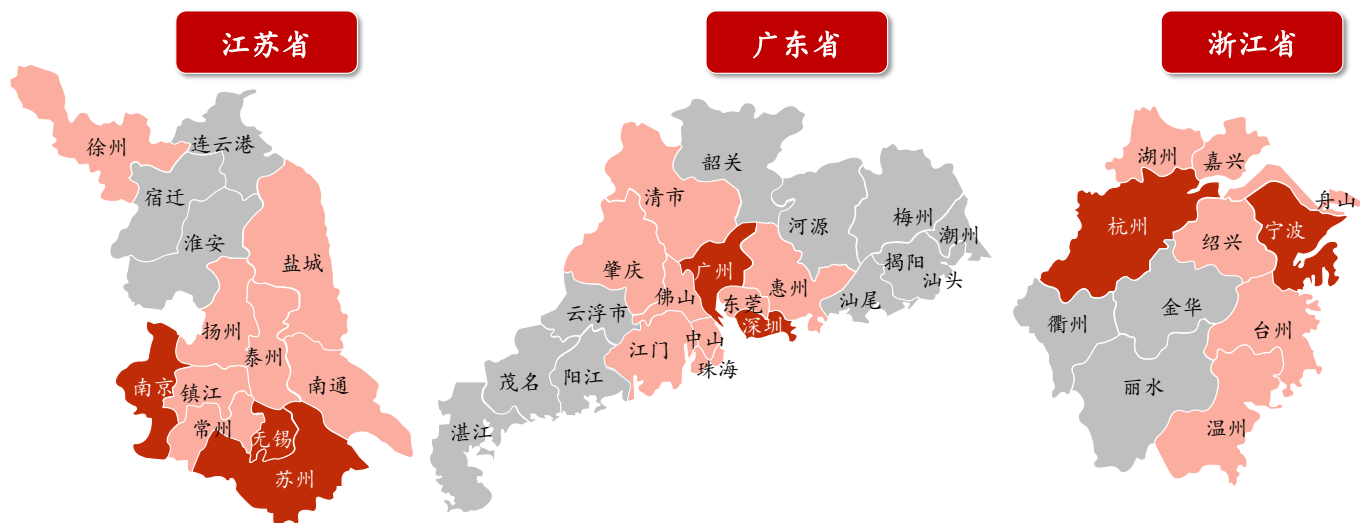
备注: 标红城市为一线城市卫星城

图表 31: 同类型房企在公司新进二线城市中的布局情况

年份	先于融创布局的同类型房企数量	城市名称
2016	0	太原、南昌;
	1	三亚、南宁;
	3	郑州、厦门、昆明;
	4	青岛、大连、长沙;
	5	沈阳、宁波
2017	0	石家庄、海口、贵阳、北海;
	1	哈尔滨、温州
2018	0	兰州;
	1	乌鲁木齐、长春;
	6	福州

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

- 公司选择的三线城市等多为环一线城市且属于经济发达省份，目前重点布局长三角（江苏、浙江）、珠三角（广东），也是全国房地产市场规模最大的三个省份。在公司布局三线城市的 13 个省份，仅有黑龙江和河北在 2015-2017 年房地产销售增速低于全国平均水平。

图表 32: 公司布局三线城市等多分布于环一线或经济发达省份


来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 红色为公司布局省内核心城市, 粉色为公司布局的三线城市

- 此外, 公司充分考虑城市中具体项目的选址, 专注优质核心地段以保障产品销售。在城市重点区位, 保持较高的项目密度, 实现“量价齐飞”, 促使销售规模成倍扩大。据我们跟踪, 公司进入时间超过两年的城市的销售情况, 平均销售金额在第二年实现接近行业平均水平, 第三年远超行业平均。公司的“深耕”策略与城市布局选择相匹配, 布局下沉具有选择性, 促使公司单城销售贡献迅速增长。

图表 33: 单城销售情况

一、二线城市	进入年份	进入当年销售额 (亿元)	进入第二年销售额 (亿元)	进入第三年销售额 (亿元)	第一年增长幅度 (%)	第二年增长幅度 (%)
上海	2012	170.7	102.9	25.4	305%	66%
杭州	2012	-	13.7	60.5	-	342%
南京	2015	35.5	71.5	-	101%	-
西安	2015	5.1	24.6	206.2	383%	737%
成都	2015	11.1	59.4	136.6	436%	130%
郑州	2016	25.5	124.4	-	389%	-
太原	2016	-	6.8	58.8	-	766%
宁波	2016	13	74.8	-	474%	-
武汉	2015	2.7	47.1	169.6	1637%	260%
长沙	2016	1.2	18.1	-	1403%	-
济南	2015	-	71.9	129.4	-	80%
合肥	2015	-	30.3	86.5	-	186%
大连	2016	3	8.8	-	195%	-

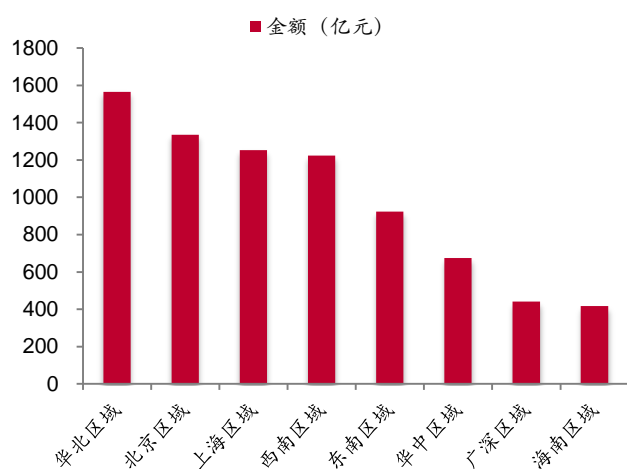
强三线等	进入年份	进入当年销售额 (亿元)	进入第二年销售额 (亿元)	进入第三年销售额 (亿元)	第一年增长幅度 (%)	第二年增长幅度 (%)
烟台	2016	0.7	8.2	-	1074%	-
昆明	2016	7	40.4	-	477%	-

佛山	2016	2	11.4	80.7	457%	609%
大庆	2016	1.9	6.5	-	245%	-
景德镇	2016	3.1	7.6	-	143%	-
平均增速 (%)		9.8	37.1	112.3	279%	202%

来源：公司公告、公司资料、中泰证券研究所

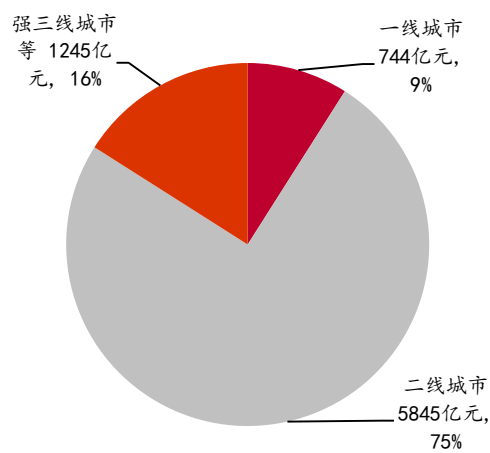
- 公司以深耕核心城市为经营策略，2019 年可售货值充裕。其中，一二线城市可售资源占比约 84%，长三角、珠三角以及环渤海货值占比约 70%。充足的优质土储支持销售继续高增长。

图表 34：2019 年预计可售资源按区域分布



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 35：2019 年预计可售资源按城市级别分布



来源：公司公告、中泰证券研究所

定位高端住宅，打造全产品线

- 公司一直以高端精品物业作为目标，坚持“至臻，致远”的品牌方向，贯彻“高端精品”和“区域聚焦”的核心战略。在成立之初，公司因并购等原因没有形成固定产品线，在中高端住宅的开发建设过程中，不断发展整合，关注客户需求，打造具有当地特色的项目，真正做到了“精益求精”。目前，公司已形成壹号院系、桃花源系、城市府系、九府系、桃源系、宜和系等，有效的避免了单一高端产品存在的需求弊端。标杆产品树立公司高端品牌形象，大盘综合体系列保障公司销售规模和深耕效率。

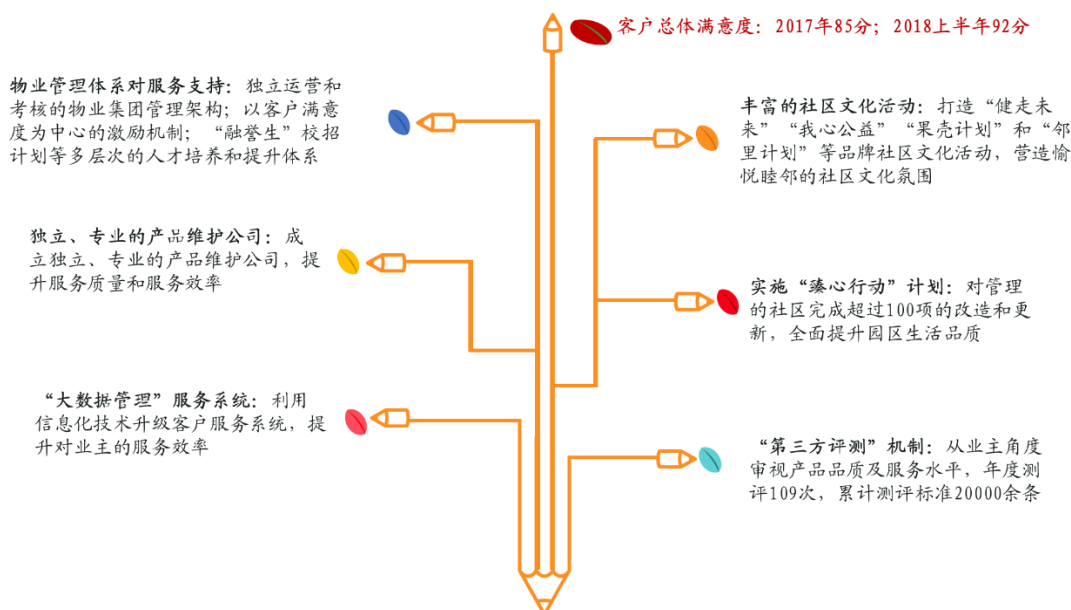
图表 36: 公司主要产品系简介

系列名称	主要特点	简介
壹号院系	顶尖豪宅	创造城市文明，刷新人居标准。将城市精神和地段文脉融汇贯通，成为一种建筑符号。
桃花源系	集萃千年大美，匠筑时代瑰宝	属明清年代风格，展示了低调的奢华，过硬的功夫，是最经典高端的产品系。
城市府系	复兴东方美学，致敬人文经典	建筑极富现代设计感，通透、简洁、质感，优雅，充分彰显国际风尚。
九府系	九府系融合中式文化精神底蕴和西式功能设计手法，形成了“府尊、园韵、匠著”三大产品核心标签。	区别：一是从中国文化、哲学的高度向下演绎和创作；二是尊重和溯源，舍形取意来营造东方意境；三是九府系虽有设计标准，但每个九府项目会根据不同城市文脉和地块属性做出因地制宜的定制呈现。
桃源系	小镇生活版	一般位于离市中心有适当距离的山水风光间，是度假养生的理想居所
宜和系	中式与现代的改良版	采用了大量的飞檐，屋脊，围墙等中式视觉元素，与颜色搭配在一起，形成一种中式外观审美，在材料的运用上，给予设计师极大的发挥想象空间，是最现代的产品系。

来源：公司官网、公司微信公众号、中泰证券研究所

- 客户满意度快速提升，后续产品服务能力行业领先。**公司提前组建物业服务集团，为集团旗下各系列产品提供高品质物业管理。根据赛惟咨询的评估数据，融创中国 2017 年客户总体满意度为 85 分，物业服务满意度 89 分；2018 年上半年客户总体满意度提升至 92 分，远超 2017 年行业前十平均值（80 分）。业主的认可主要来自于公司：1、物业管理体系对服务的支持；2、独立、专业的产品维护公司；3、“大数据管理”服务体系；4、丰富的社区文化活动；5、实施“臻心行动”计划；6、“第三方评测”机制。产品定位的价值和良好的口碑成为公司的“无形”竞争力，为公司后续发展赢得更多机会。

图表 37: 融创中国物业服务及客户



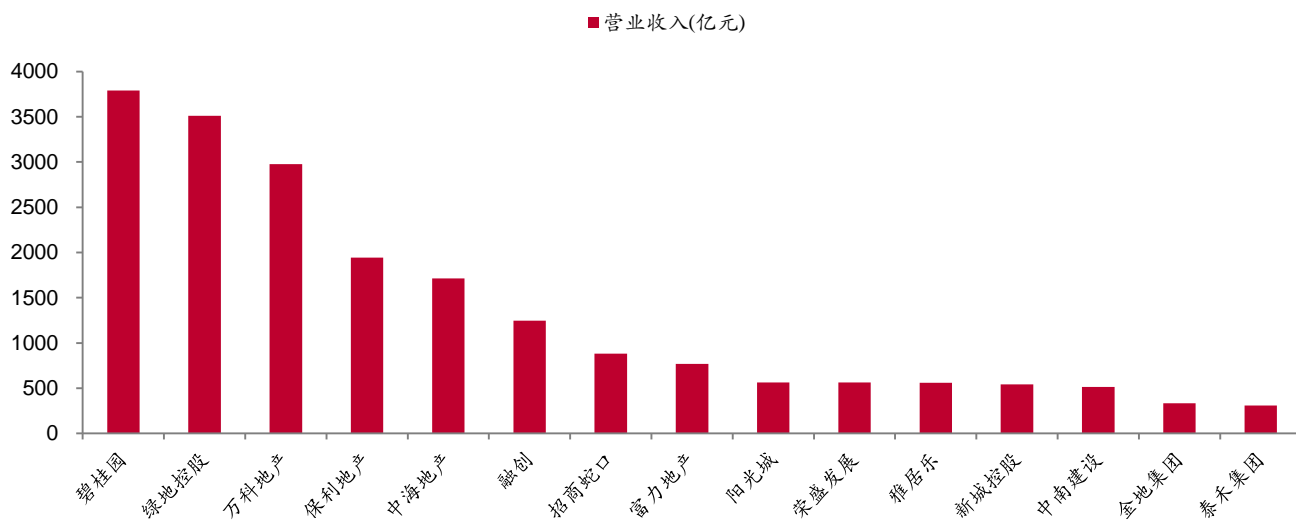
来源：赛惟咨询、中泰证券研究所

业绩进入释放期，财务指标逐步改善

业绩实现高增长

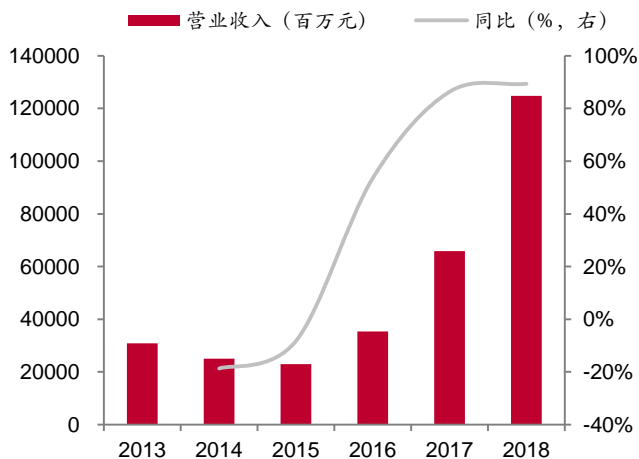
- 2018 年公司营业收入为 1247.5 亿元，同比增长 89.4%，自上市以来营业收入规模增长约 40 倍。公司归母净利润 165.7 亿，同比增长 50.6%。公司住宅销售、文旅收入、物业管理及其他收入分别实现营收 1,177.1 亿元、20.3 亿元、50.1 亿元，同比分别增长 88.1%、86.2%、126.7%，占比为 94.4%、1.6%、4.0%。随着公司近两年销售金额的快速提升，未来 2-3 年将对近两年销售收入进行结算，考虑到 2016 年行业逐步回暖等因素，公司未来房地产业务结算规模有望继续高增长，利润水平持续改善，业绩逐步释放。

图表 38：融创中国及其他主流地产公司营业收入对比



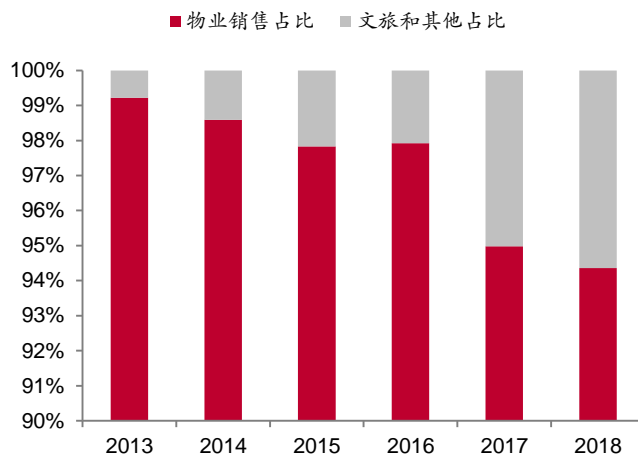
来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 39：2013-2018 融创营业收入及增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

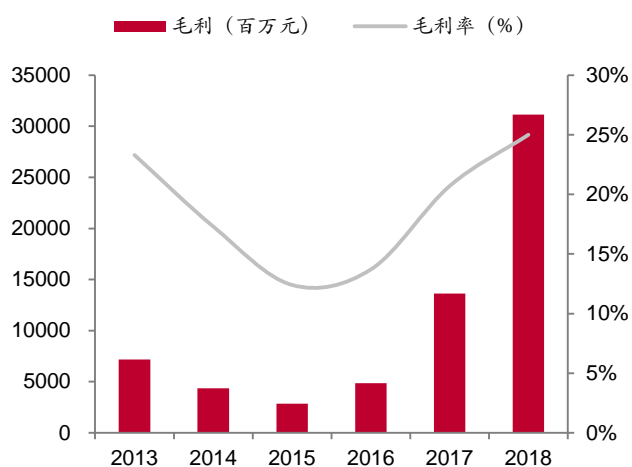
图表 40：2013-2018 融创营业收入构成



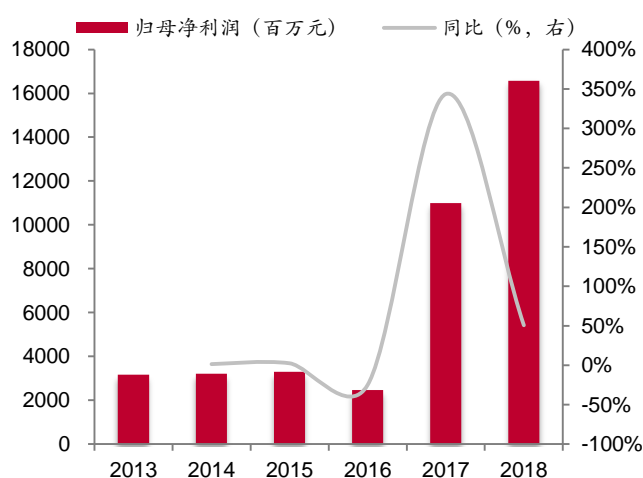
来源：公司公告、中泰证券研究所

毛利率持续改善，成本管控能力强

- 2017 年，申万房地产板块毛利率及龙头房企平均毛利率约 30%，公司毛利率在剔除营业税金后是 22.3%，稍低于行业平均水平，2018 年公司毛利率回升至 25.9%。造成公司毛利率偏低的原因主要是：1、当年收购资产包中已建成物业的毛利率较低，这部分形成的收入作为结转收入主要构成部分，拉低了当年结算毛利率。2、按照港股会计准则，公司收购的资产进行重新评估，增值部分在资产负债表中确认为负商誉，在未来销售结转时作为销售成本摊销，负商誉也会拉低公司毛利率。如果剔除负商誉摊销等，公司 2018 年毛利率达 33.5%，随着 2017、2018 年高价项目陆续进行结算，2019-2020 年毛利率持续修复可期。

图表 41：2013-2018 融创中国毛利及毛利率


来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 42：2013-2018 融创中国归母净利润及增速


来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

- 公司 2016 年后迅速扩张，导致销售管理费用率（销售额口径）在 2018 达到 2.54% 的历史高位，但依然维持在行业较低水平，彰显公司较强的成本管控能力。随着 2018 年全国化布局逐渐完成，进入布局城市深耕阶段，公司未来成本有望进一步优化。

图表 43：2012-2018 可比公司销售管理费用率一览（销售额口径）

时间	融创	旭辉	保利	华润	万科	新城	碧桂园
2012	2.48%	5.56%	2.82%	5.61%	4.13%	-	7.89%
2013	2.07%	5.37%	3.00%	5.92%	4.02%	-	5.98%
2014	1.93%	4.00%	3.02%	7.43%	3.92%	-	5.84%
2015	1.95%	3.24%	2.99%	7.41%	3.40%	5.20%	5.65%
2016	1.45%	2.65%	2.77%	5.86%	3.28%	3.54%	4.00%
2017	2.46%	1.81%	2.17%	5.34%	2.85%	2.97%	3.32%
2018	2.54%	1.40%	2.32%	6.88%	3.00%	2.05%	5.80%

来源：wind、中泰证券研究所

回款速度行业领先，杠杆结构不断优化

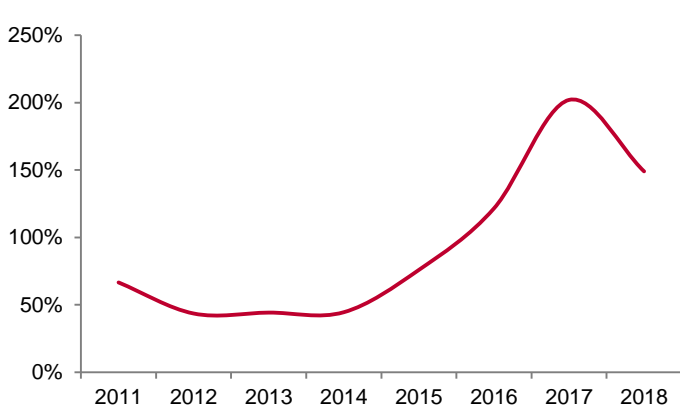
- 公司所有的项目（包括并购和公开招拍挂项目），统一要求 8-9 个月实现预售，一年内现金流转正，不同地区会做出相应调整。公司积极简化并购交易现金交割期限后的流程，凭借强大的销售能力迅速开盘、吸引客户，最大限度提升公司资本金利用效率，公司并购项目的资金回款速度甚至优于净地项目。2015-2017 年，公司逆势加杠杆，提速扩张。随着全国化布局的基本完成，2018 年公司主动转向降杠杆。截至 2018 年末，净有息负债 1092 亿元，同比减少 11%，净负债率较 2017 年下降 53 个百分点至 149%。考虑到公司健康的杠杆结构，销售回款规模提升，公司具备进一步优化杠杆水平的能力。

图表 44: 2011-2018 有息负债/EBITDA



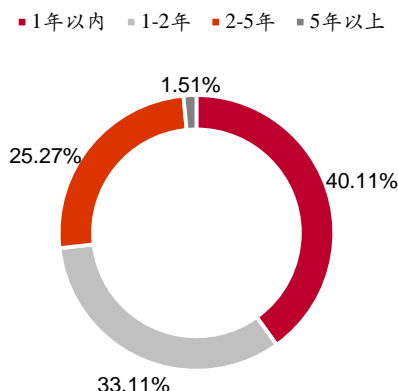
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 45: 2011-2018 净负债率

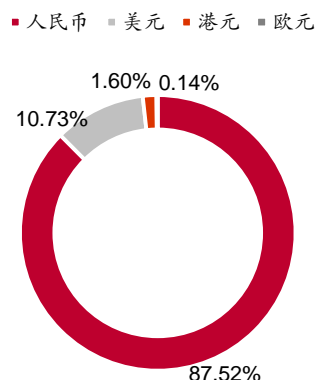


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2015-2017 年为公司提速扩张期，有息负债由 2015 年的 418 亿元提升至 2017 年的 2193 亿元，增长 4.2 倍。其中，2017 年收购万达文旅城项目带来的有息负债达 291 亿元，同期货币资金 967 亿元，较 2015 年增加 2.57 倍，低于有息负债增速。公司 2018 年末总负债为 6435.5 亿元，剔除无息负债（包括上下游应付款、其他应付款及预收账款）后，剩余有息负债占比 35.6%，较去年同期占比下降 3.3 个百分点。按到期时间来看，一年以内到期有息负债约 920 亿元，占比总有息负债 40.12%，同期在手现金达 1202 亿元，同比增加 24%。随着公司由布局扩张向规模提升逐步转变，财务结构将进一步优化。

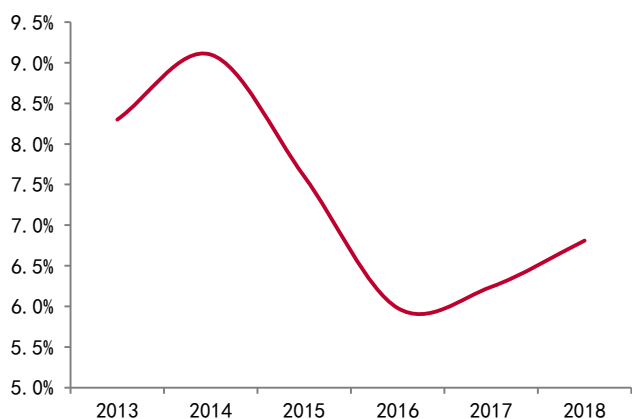
图表 46: 截至 2018 年末公司债务结构 (按到期时间)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 47: 截至 2018 年末公司债务结构 (按币种)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 公司的融资渠道畅通, 于 2018 年发行三笔优先票据, 利率区间介于 7.35%-8.625%, 虽较 2017 年平均借贷利率略有提升, 但依然处于公司 2013-2015 年加权平均融资成本的低位。随着 2018 年下半年行业紧张的流动性有所缓解, 公司规模优势逐渐突显。2019 年 2 月, 公司成功发行 8 亿美元债, 票面利率降至 7.88%, 融资成本进一步改善。

图表 48: 融创中国加权平均融资成本


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 49: 融创中国 2018-2019 优先票据发行一览

发行时间	到期时间	发行规模	发行利率
2019.4.9	2023 到期	7.5 亿美元	7.95%
2019.2.13	2022 到期	8 亿美元	7.88%
2019.1.10	2021 到期	6 亿美元	8.375%
额外发行, 将与于			
2018.11.29	2020 年到期的 4 亿美元 8.625% 优先票据并组成单一系列	3.5 亿美元	8.625%
2018.7.24	2020 到期	4 亿美元	8.625%
2018.4.16	2021 到期	6.5 亿美元	7.350%
2018.4.16	2023 到期	4.5 亿美元	8.350%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

估值与盈利预测

绝对估值

- 我们对公司房地产开发业务, 采取传统的 NAV 估值法进行估计。据我们测算, 基于 2018 年底的项目, 公司房地产开发业务的净权益增加值为 2762.4 亿元, 叠加 2018 年底归属于母公司股东净资产后, 合计 NAV3330.4 亿元, 合计每股 RNAV 为 75.13 元。

图表 50: 公司 NAV 估值计算

开发项目净权益增加值 (亿元)	2762.38
2018 年末归母净资产 (亿元)	568.00
NAV (亿元)	3330.38
总股本 (亿股)	44.33
RNAV (元/股)	75.13

来源: 公司公告、中泰证券研究所

盈利预测

- **投资建议:** 公司成立至今, 一直坚持“并购+招拍挂”相结合的土储获取方式, 并逐步形成自身“择时准、成本低、高周转”的独特并购优势, 聚焦一二线, 实现逆势扩张。踏准行业周期节奏, 销售强势增长, 2018 年销售额较上市之初增长近 70 倍。随着全国化布局的基本完成, 业绩逐步进入释放期, 财务结构进一步优化。总量丰厚且布局合理的土地储备为公司销售再创新高奠定基础。根据 NAV 测算 (2018 年末项目), 公司 RNAV 为 75.13 元, 相较当前股价折让-61.5%, 具备较高安全边际。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 5.67、7.26、9.13 元, 对应当前 PE 倍数为 5.1、4.0、3.2x, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 布局城市调控政策收紧; 公司销售、回款进度低于预期; 业绩释放节奏不及预期; 并购项目成本上升等。

图表 51: 盈利预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019B	2020B	2021E		2018A	2019B	2020B	2021E
货币资金	76181	120241	178561	235467	营业收入	124746	194304	254947	332527
应收账款	92556	142366	201034	256688	营业成本	-93610	-138543	-182876	-239568
存货	339265	496122	601836	815263	销售费用	-4361	-6793	-8913	-11625
其他流动资产	45236	30564	121200	85298	管理费用	-7357	-11459	-15036	-19611
流动资产合计	553238	789293	1102631	1392716	财务费用	-2893	-4506	-5913	-7712
权益性投资	65497	65497	65497	65497	其他经营收益	11848	0	0	0
固定资产	49224	49224	49224	49224	投资收益	4956	6420	8024	8921
商誉及无形资产	6169	6169	6169	6169	税前利润	28664	39423	50233	62932
土地使用权	2798	2798	2798	2798	所得税	-11219	-13798	-17582	-22026
其他长期投资	26194	0	0	0	净利润	17445	25625	32652	40906
其他非流动资产	6486	87947	156674	219575	少数股东损益	0	660	660	660
非流动资产合计	163422	211635	280362	343263	归属于母公司净利润	16567	24965	31992	40246
资产总计	716660	1000928	1382993	1735979					
短期借贷及一年内到期的长期负债	92046	145273	210362	288262					
应付账款	41584	65291	93172	122635					
应交税金	28104	31625	45362	62537					
其他流动负债	309505	480262	687524	930615					
流动负债合计	471253	722451	1036420	1404049					
长期借款	137364	137364	137364	137364					
其他非流动负债	34937	55243	75263	101273					
非流动负债合计	172301	192607	212627	238637					
负债合计	643553	915058	1249047	1642686					
归属于母公司股东权益	56836	72534	90261	107263					
少数股东权益	16270	17720	18625	19972					
所有者权益合计	73107	90254	108886	127235					
负债及股东权益	716660	1000928	1382993	1735979					
现金流量表 (百万元)					主要财务比率				
	2018A	2019B	2020B	2021E		2018A	2019B	2020B	2021E
净利润	17445	25625	32652	40906	成长能力				
折旧摊销	992	0	0	0	营业收入	124746	194304	254947	332527
营运资金变动	30126	43102	29384	34726	营业收入增速	89.4%	55.8%	31.2%	30.4%
其他经营活动现金流	4370	-2002	14416	-16906	归母净利润	16567	24965	31992	40246
经营活动产生的现金	52055	66725	76452	58726	归母净利润增速	50.6%	50.7%	28.1%	25.8%
资本性支出	13639	0	0	0	盈利能力				
其他投资活动产生的现金流量净额	3137	-34625	-29362	-34726	毛利率	25.0%	28.7%	28.3%	28.0%
投资活动产生的现金	-34079	-34625	-29362	-34726	净利率	14.0%	13.2%	12.8%	12.3%
债务增加	121527	100241	125746	122635	ROE	23.9%	28.4%	30.0%	32.1%
股权融资	0	0	0	0	偿债能力				
支付股利	2201	3652	5726	7251	资产负债率	89.8%	91.4%	90.3%	94.6%
其他筹资活动产生的现金流量净额	-134155	0	0	0	债务权益比	880.3%	1013.9%	1147.1%	1291.1%
筹资活动产生的现金	-10427	103893	131472	129886	流动比率	117.4%	109.3%	106.4%	99.2%
					速动比率	45.4%	40.6%	48.3%	41.1%
					营运能力				
					总资产周转率	18.6%	22.6%	21.4%	21.3%
					存货周转天数	942	774	775	767
					每股指标				
					每股净资产	16.6	20.5	24.7	28.9
					每股收益	3.76	5.67	7.26	9.13
					估值比率				
					市盈率PE	7.70	5.11	3.99	3.17
					市净率PB	1.74	1.41	1.17	1.00

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺：

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。