

## 聚焦核心城市，不断超越自我



### 核心观点

- **集中布局核心一二线城市，销售规模快速增长。**公司布局全国 83 大城市，基本覆盖所有一二线城市及环一线城市。公司 2015 年起开启城市扩张，以一二线城市为核心，踩准不同能级城市的投资节奏，快速完成全国化布局的同时实现了销售规模的跨越式增长。2018 年公司实现签约合同销售金额 4608 亿元，过去 3 年销售金额复合增速达 89%，增速行业内领先，销售规模已坐稳行业第四位，是中高端住宅领域的绝对龙头。
- **土储总量超 2 亿平，收并购能力领跑行业。**截止至 2018 年中，公司土地储备达 2.3 亿平，其中确权部分为 1.6 亿平，权益占比 70%。按公司 2017 年平均售价 16381 元/平计算，确权部分总货值达 2.6 万亿，为 2018 年销售金额的 5.7 倍。土储按城市能级分布，一二线城市的占比达 85%。收并购是公司的一大标签，通过收并购获取的土储占比达 50%。土地成本不断下降，至 2018 年中总土储平均成本 4470 元/平，其中新增土储均价仅 3620 元/平。
- **把握市场周期合理扩张，投资端逆周期操作。**公司在销售规模上实现跨越式发展得益于公司对行业周期的精准把握，在行业周期底部敢于加杠杆。2015 年、2016 年权益拿地面积同比增长 264%、363%；权益拿地金额同比增长 81%、592%，大幅领先其他龙头房企，在周期底部获取大量优质廉价土地。
- **盈利能力不断增强，杠杆水平逐步下降。**公司毛利率 2016 年起快速攀升，2018H1 毛利率已达 24.7%，未来有望维持 20% 以上水平。公司 2018H1 净负债率 193%，较 2017 年底有所下降，2018 年公司执行去杠杆策略放缓投资加快回款，全年净负债率有望继续下降。

### 财务预测与投资建议

- **首次覆盖给予“买入”评级，目标价 37.45 港元。**我们预测公司 2018-2020 年核心净利润每股收益为 3.43/5.43/7.20 元。根据可比公司 2019 年 6X 的 PE 估值，首次覆盖给予公司买入评级，目标价 37.45 港元。

### 风险提示

- 房地产销售规模不及预期。布局城市调控政策力度超预期。
- 土地储备的拓展不及预期。其他收入及收益等非经常性损益的大幅波动。

### 公司主要财务信息

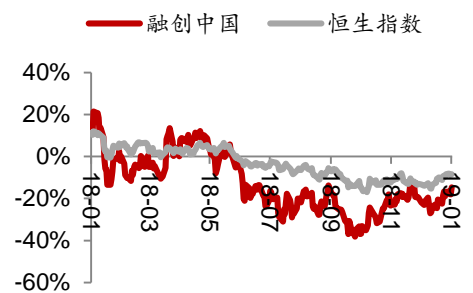
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	35,343	65,874	126,559	187,687	245,785
同比增长	53.8%	80.8%	95.9%	49.2%	31.5%
营业利润 (百万元)	4,848	13,628	34,667	51,873	66,934
同比增长	69.7%	181.1%	154.4%	49.6%	29.0%
归属母公司净利润 (百万元)	2,478	11,004	15,310	24,131	31,939
同比增长	-24.8%	344.0%	39.1%	57.6%	32.4%
每股收益 (元)	0.71	2.76	3.48	5.48	7.25
毛利率	13.7%	20.7%	27.4%	27.6%	27.2%
净利率	7.0%	16.7%	12.1%	12.9%	13.0%
净资产收益率	11.7%	32.8%	31.1%	37.9%	38.1%
市盈率 (倍)	9.0	10.8	7.8	4.9	3.7
市净率 (倍)	1.0	3.0	2.2	1.6	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2019 年 1 月 24 日)	27.05 港元
目标价格	37.45 港元
52 周最高价/最低价	39.22/19.08 港元
总股本/流通股 (百万股)	4406/4406
H 股市值 (亿港元)	1192
国家/地区	中国香港
行业	房地产
报告发布日期	2019 年 1 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	2.7%	10.9%	27.6%	-23.2%
相对表现 (%)	2.5%	4.4%	19.1%	-6.2%
恒生指数 (%)	0.1%	6.4%	8.5%	-16.9%



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 竺劲  
021-63325888\*6084  
zhujing1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860514060003

**联系人** 房诚琦  
021-63325888\*6202  
fangchengqi@orientsec.com.cn

## 目 录

<b>1 高品质住宅龙头，业绩有望迎来集中兑现</b> .....	5
1.1 布局全国的行业龙头，品质与规模协同发展.....	5
1.2 股权结构清晰稳定，高管团队持续增持.....	5
1.3 盈利能力不断增强，杠杆水平逐步下降.....	7
1.4 加速结转，业绩有望迎来集中兑现.....	13
<b>2 销售规模高速增长，土储总量充足分布合理</b> .....	14
2.1 销售规模快速增长，行业排名稳步攀升.....	14
2.2 重点布局一二线城市，深挖单城市场潜力.....	16
2.3 土储总量充足分布合理，收并购能力领跑行业.....	19
2.4 高品质住宅的行业标杆，销售溢价行业领先.....	23
<b>3 抢占文旅产业高地，战略布局存量市场</b> .....	26
3.1 抢占文旅产业高地，未来增长潜力可期.....	26
3.2 战略入股链家金科，充分计提乐视系投资减值损失.....	27
<b>4 探寻实现跨越式发展的秘密</b> .....	27
4.1 把握市场周期合理扩张，逆周期加减杠杆.....	27
4.2 并购拿地占比逐年提升，带动土地成本不断下行.....	29
4.3 踩准城市能级投资节奏，快速占领新拓城市市场份额.....	31
4.4 核心管理团队稳定，股权激励制度完善.....	33
<b>盈利预测与投资建议</b> .....	34
盈利预测.....	34
投资建议：给予买入评级，目标价 37.45 港元.....	35
<b>风险提示</b> .....	36

## 图表目录

图 1：公司 2018 年销售规模超过 4600 亿元，位列全国房企 TOP4 .....	5
图 2：董事长孙宏斌为公司实际控制人 .....	6
图 3：公司历年股利支付率稳定在 20% 上下 .....	7
图 4：公司 2018H1 营收 465.8 亿元，同比增长 215% .....	8
图 5：公司 2018H1 毛利率持续上升至 24.7% .....	8
图 6：公司 2017 年归母净利率攀升至 16.7% .....	8
图 7：主流地产公司毛利率情况 .....	9
图 8：公司 2018H1 净负债率下降至 193% .....	10
图 9：公司 2018H1 现金短债比维持在 1.2 倍 .....	10
图 10：截止至 2018H1，公司 1 年内到期的债务占比为 34% .....	10
图 11：截止至 2018H1，公司融资结构情况 .....	10
图 12：公司加权平均融资成本大幅下降至 6.24% .....	11
图 13：公司未来债务到期规模测算 .....	13
图 14：公司 2018H1 销售预收款达 1724.1 亿元 .....	14
图 15：公司营业收入口径的三费占比开始下降 .....	14
图 16：公司 2018 年合同销售金额达 4608 亿元 .....	15
图 17：公司已布局全国八大区域共计 83 个城市 .....	17
图 18：上海、华北、北京区域销售贡献排名前三 .....	18
图 19：2012 年以来公司布局城市数量情况 .....	18
图 20：截止至 2018H1 公司总土储达 2.3 亿平 .....	19
图 21：龙头地产公司土地储备及覆盖销售金额倍数情况 .....	20
图 22：公司土储区域分布情况（外圈为 2017 年，内圈为 2018H1） .....	21
图 23：公司一二线城市土地储备占比达 85% .....	22
图 24：公司 5 成土地储备通过并购获取 .....	22
图 25：2016-17 年新增土储面积口径情况（外圈为 2017 年） .....	23
图 26：2016-17 年新增土储金额口径情况（外圈为 2017 年） .....	23
图 27：“壹号院”系代表项目上海滨江壹号院 .....	24
图 28：“府”系代表项目杭州望江府 .....	24
图 29：“桃花源”系代表项目苏州桃花源 .....	24
图 30：天津复康路十一号项目 .....	24
图 31：公司可售货值中户面积 90-140 平占比达 70%，定位改善型需求 .....	25
图 32：公司历年销售均价显著高于其他龙头房企 .....	25
图 33：万达城物业类型占比情况 .....	26
图 34：万达城项目可售面积达 84% .....	26

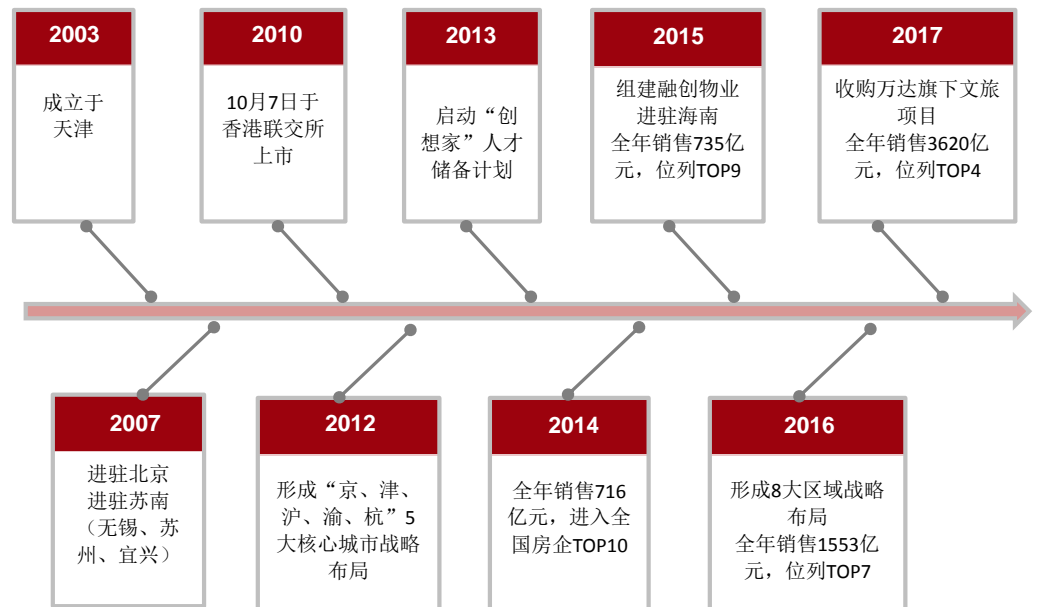
图 35: 2013~2018H1 公司权益拿地面积情况 (单位: 万方) .....	28
图 36: 2013~2018H1 公司权益拿地金额情况 (单位: 亿元) .....	28
图 37: 公司 2016 年投资强度明显高于其他主流房企.....	29
图 38: 公司新增土地储备中收并购项目占比接近 8 成 .....	30
图 39: 收并购项目占比提升带来新增土储均价/销售均价一路走低至 23% .....	30
图 40: 公司 2015 年起新拓展城市及能级情况 .....	32
图 41: 三四线城市土地出让均价 2017 年起明显上扬 (单位: 元/平) .....	32
图 42: 融创武汉项目布局情况 .....	33
表 1: 公司 2016 年以来公司部分高管增持情况.....	6
表 2: 主流民营房企近年来融资成本情况 .....	11
表 3: 公司 2015 年至今融资情况 .....	11
表 4: 2011 年以来公司行业排名稳步提升, 目前已坐稳前五 .....	15
表 5: 公司 2017 年分城市销售排名.....	16
表 6: 公司 2017 年已有 12 个城市销售金额超过百亿 .....	18
表 7: 公司 2017 年单城销售 TOP10 市占率情况 .....	19
表 8: 公司土储总量 TOP10 城市 .....	21
表 9: 公司 2016 年起加大环一线城市布局力度.....	31
表 10: 融创通过收购与合作开发迅速开拓武汉市场 .....	33
表 11: 公司核心管理团队稳定, 任职年数均在 10 年以上 .....	34
表 12: 可比公司估值.....	35
表 13: RNAV 估值, 公司每股净资产为 35.14 港元 .....	36

# 1 高品质住宅龙头，业绩有望迎来集中兑现

## 1.1 布局全国的行业龙头，品质与规模协同发展

始于天津，壮大于长三角，布局全国的行业绝对龙头。公司 2003 年成立于天津，并于公司成立伊始就确立了操盘高端市场的定位。公司 2007 年开启首轮城市扩张，进入了北京、无锡、苏州、宜兴等地。2010 年 10 月 7 日公司于香港联交所成功上市，公司发展开启新篇章。发展至 2012 年，公司初步形成了“京、津、沪、渝、杭”5 大核心城市战略布局。经过 2 轮房地产周期的发展，2014 年公司实现销售金额 716 亿元，首次进入全国房企 TOP10。2015 年起公司把握行业的历史性机会，开启战略扩张，自 2016 年起最终形成了 8 大区域战略布局，合同销售规模已稳居全国房企第 4 位。

图 1：公司 2018 年销售规模超过 4600 亿元，位列全国房企 TOP4



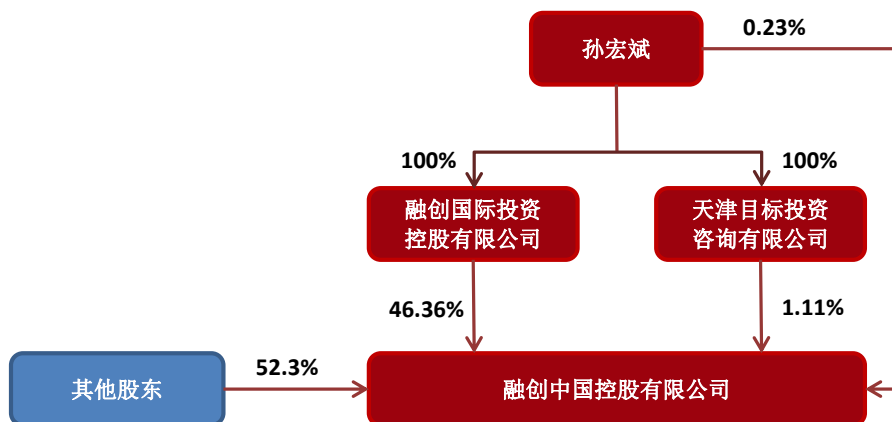
资料来源：公司官网、东方证券研究所

产品质量口碑冠绝市场，创始人深耕行业二十余载。融创从成立初就定位于高端住宅领域，2008 年在北京开始操盘首个“壹号院”项目——北京西山壹号院，从此开始奠定了“壹号院”系列在中国高端领域的地位，高端的基因也就此融入融创的血液。公司创始人孙宏斌先生 1994 年即创建顺驰，至今已在房地产行业耕耘 24 载。作为融创中国的掌舵人，其在房地产行业丰富的经验及颇具特色的人格魅力，让公司在过往的几轮房地产周期中顺势而为，踩准了几乎每次扩张的节奏，带领公司发展成为高端住宅开发商中的绝对龙头，是难得的“高端”与“规模”两手都抓，两手都硬的典范。

## 1.2 股权结构清晰稳定，高管团队持续增持

股权结构明晰稳定，董事长孙宏斌为实际控制人。公司在 2010 年上市时，董事长孙宏斌持有 15.6 亿股，持股占比为 52.0%。截止至 2018 年底，董事长孙宏斌通过融创国际投资控股有限公司、天津目标投资咨询有限公司以及直接持股合计持有 21.0 亿股，持股占比为 47.7%，为融创中国的实际控制人，公司的股权结构较为稳定。

图 2：董事长孙宏斌为公司实际控制人



资料来源：公司公告、东方证券研究所

高管团队持续增持，给市场传达积极信号。基于对公司经营的信心，公司实际控制人及高管团队不断在二级市场增持公司股票。我们整理了自 2016 年起公司高管的增持情况，其中公司实际控制人孙宏斌分别在 2016 年和 2017 年增持 3409 万股和 1461 万股。另外，高管增持并没有出现明显的择时，根据已披露的数据公司高管增持的价格区间在 5.97~41.51 元之间，尤其是在公司股价开始回落后，高管仍不断增持，彰显出管理团队对公司经营的深厚信心和对公司内在价值的充分认可。

表 1：公司 2016 年以来公司部分高管增持情况

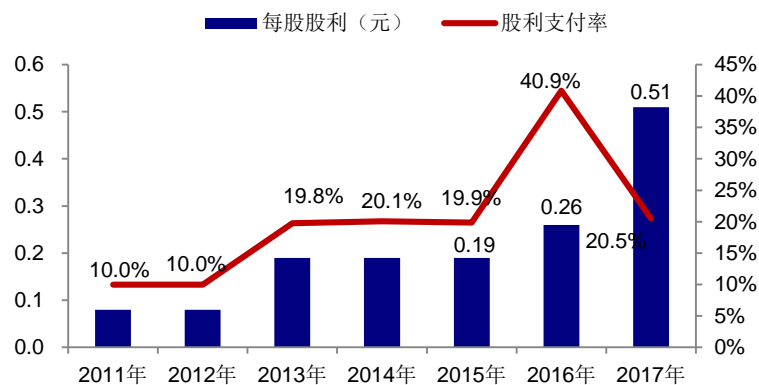
增持人	时间	增持数量（万股）	增持均价（港元）
孙宏斌	2016.12.7	718.8	5.97
	2016.12.8	324.9	6.24
	2016.12.9	339.8	6.60
	2016.12.12	914.9	6.44
	2016.12.13	493.9	6.62
	2016.12.21	616.9	6.58
	2017.1.16	1168.8	6.84
	2017.1.18	292.6	6.73
	合计		<b>4870.6</b>
汪孟德	2017.11.1	35.0	37.68
	2017.11.2	50.0	36.94
	2017.11.3	39.8	36.84

	2017.11.6	10.0	36.27
	2018.4.4	50.0	28.80
	2018.5.30	30.0	29.27
	2018.5.31	15.0	29.45
	2018.6.27	75.0	25.72
	合计	<b>304.8</b>	<b>31.77</b>
荆宏	2017.10.6	30.6	41.51
	2017.10.9	30.0	39.46
	2017.10.10	30.9	39.52
	合计	<b>91.5</b>	<b>40.17</b>
商羽	2018.6.27	20.0	25.80
	2018.6.28	20.0	25.00
	合计	<b>40.0</b>	<b>25.40</b>

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**分红稳定，未来有望持续保障股东权益。**从分红来看，公司从 2013 年起除了在 2016 年股利支付率达到 40.9% 之外，其余年份基本维持了 20% 左右的股利支付率，作为一家快速成长、对现金高度依赖的公司，能保持如此的分红率已属不易。展望未来，公司在实现规模化之后，料将至少维持当前的股利支付率。

**图 3：公司历年股利支付率稳定在 20% 上下**



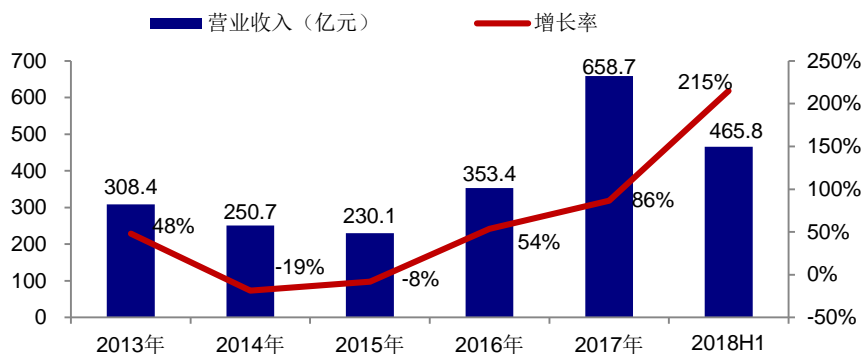
资料来源：Wind、东方证券研究所

### 1.3 盈利能力不断增强，杠杆水平逐步下降

**营业收入高速增长，实现规模化后未来波动将趋缓。**公司营业收入在 2014 年及 2015 年出现小幅负增长，2016 年起重归增长，且增速迭创新高。截止至 2018 年 6 月底，公司实现营业收入 465.8 亿元，同比增长 215%，增速创历史新高。利润方面，由于公司近几年销售规模及负债规模均快速

增长，造成销售费用及财务费用对当期利润影响较大。由于公司销售规模已近 5000 亿元，未来增速大概率将放缓，因此我们认为公司未来营收和业绩的波动将趋缓，有望达到稳步增长的状态。

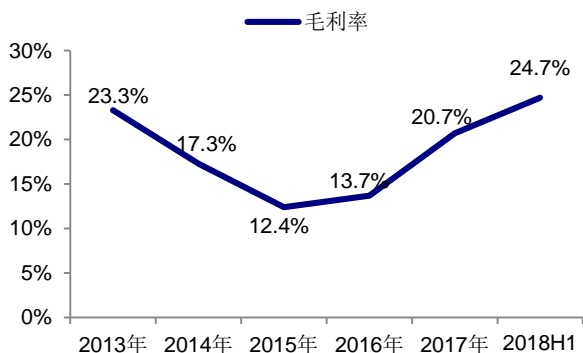
**图 4：公司 2018H1 营收 465.8 亿元，同比增长 215%**



资料来源：公司年报、东方证券研究所

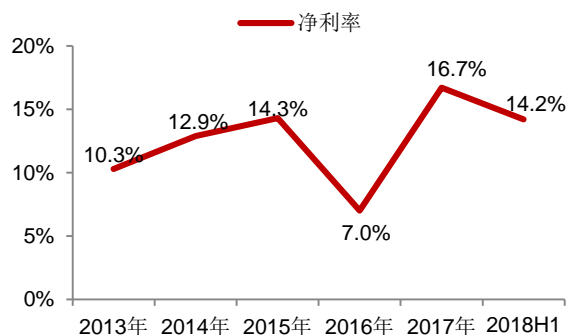
**利润率拐点已现，盈利能力不断增强。**由于房地产周期及三费的影响，公司毛利率在 2015 年见到低点，2016 年起开始稳步攀升，截止至 2018 年 6 月底，毛利率已上升至 24.7%。考虑到 2018 年、2019 年将开始逐步结算 2016 年、2017 年销售的高毛利项目，未来公司毛利率有望维持 25% 左右的水平。从净利率来看，2017 年亦出现大幅反弹，2018 年上半年也维持在 14.2%。总的来看，公司的利润率拐点已现，未来期间费用对结算业绩的影响占比将持续下降，有利于维持当前的利润率水平。

**图 5：公司 2018H1 毛利率持续上升至 24.7%**



资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 6：公司 2017 年归母净利率攀升至 16.7%**



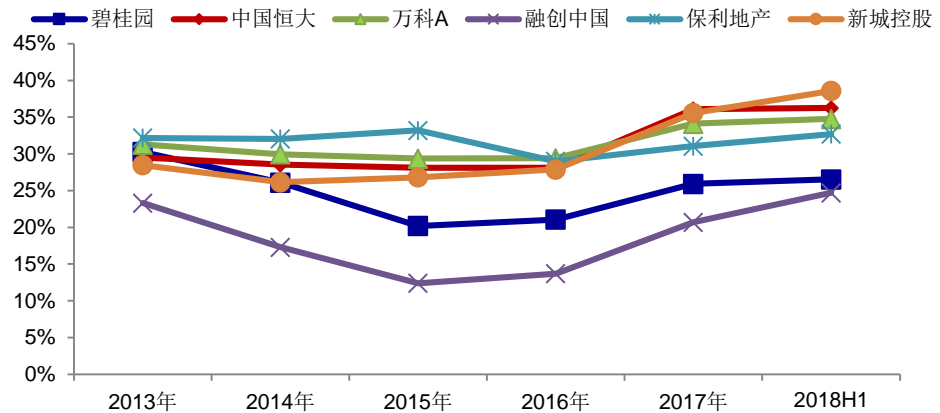
资料来源：公司年报、东方证券研究所

与其他龙头地产公司相比，公司的毛利率水平偏低，主要是由于公司项目的销售成本中包含收并购时对应的物业评估增值的当期摊销。以 2018 年上半年为例，根据 2018 年中报数据，该摊销金额



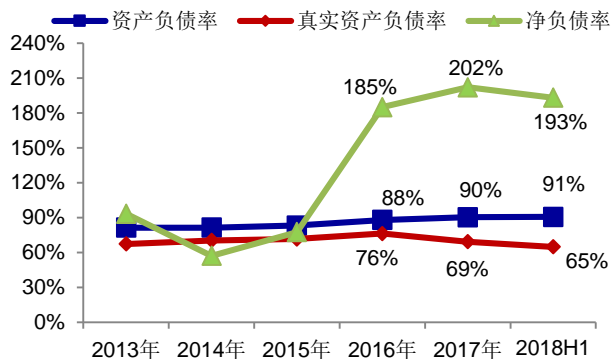
为 43.7 亿元，2018 年中报的毛利润为 115.3 亿元，若剔除摊销影响后，毛利润为 159 亿元，对应毛利率为 34.1%，与其他龙头房企的平均毛利率水平持平。

**图 7：主流地产公司毛利率情况**

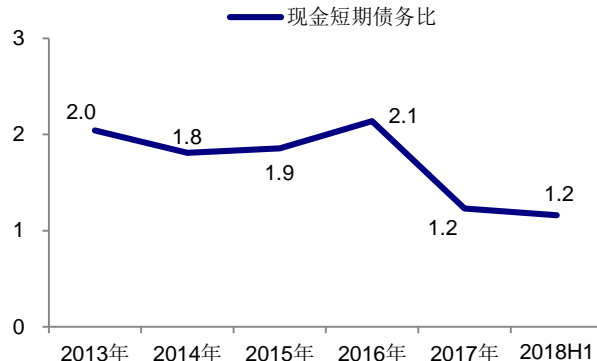


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**负债率进入下降通道，充足现金保障偿债能力。**公司整体负债率仍然偏高，但 2017 年起开始下降。公司剔除预收房款的真实负债率呈现逐步下降趋势，2017 年真实负债率为 69%，同比下降 7pct，2018 年上半年继续下降 4pct 至 65%。净负债率来看，2016 年之前维持在 100% 以下，2016 年公司把握公司债融资窗口，净负债率大幅提升，2017 年至峰值 202%。具体来看，公司净负债率过高主要还是受到净资产较少的拖累，随着项目结转的提速，加之整体负债规模的逐步下降，未来公司的净负债率将有望持续下行。从另一偿债能力指标现金短债比来看，近 5 年来始终维持在 1.2~2.1 之间，这和公司一贯的较为积极的财务策略息息相关，即在偿债能力有所保障的前提下充分提高现金使用效率。

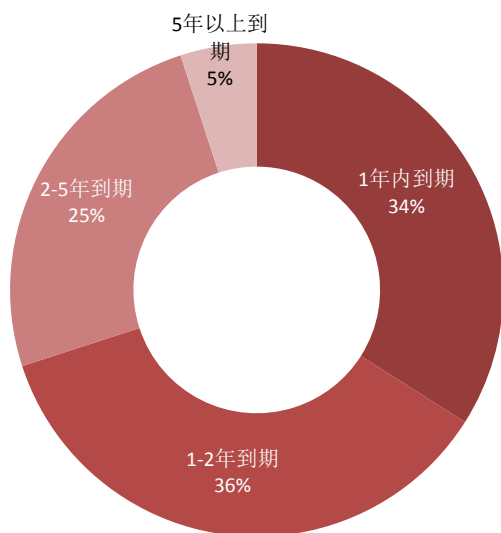
**图 8：公司 2018H1 净负债率下降至 193%**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

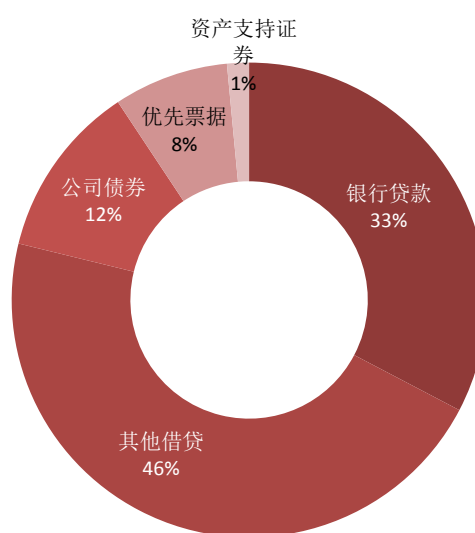
**图 9：公司 2018H1 现金短债比维持在 1.2 倍**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

存量债务结构合理，融资渠道仍以银行和其他金融机构为主。具体来看公司的存量债务情况，截止至 2018 年上半年，公司 1 年内到期、1-2 年到期、2-5 年到期和 5 年以上到期的债务占比分别是 34%、36%、25%和 5%，结构上长短债的占比比较合理，短期不存在较大的偿债压力。从融资渠道来看，银行贷款和其他贷款仍是最重要的资金来源，占比分别达到 33%和 46%。另外公司债券、优先票据和资产支持证券占比分别为 12%、8%和 1%，公司整体融资渠道较为通畅。

**图 10：截止至 2018H1，公司 1 年内到期的债务占比为 34%**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

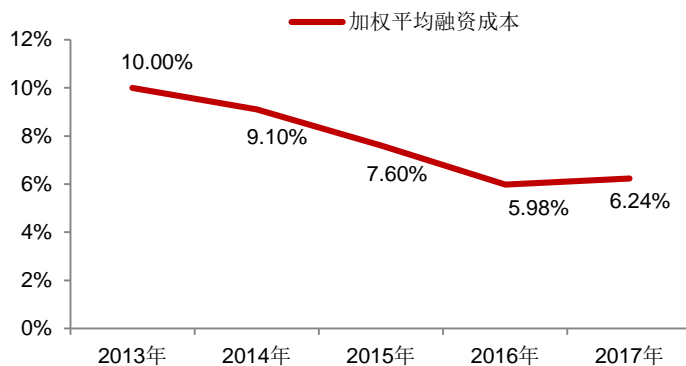
**图 11：截止至 2018H1，公司融资结构情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

把握公司债发行机遇，加权平均融资成本大幅下降。公司早期依靠信托等资金完成了规模的扩张，但同时也需面临较高的资金成本的压力。2015 年起房企公司债放开，公司抓住这一历史机遇在

2015年和2016年分别发行了60亿和190亿元的低融资成本的公司债，大幅降低了整体借贷成本。公司2015年的加权平均融资成本降至7.6%，较2014年下降1.5个百分点，2016年更是进一步下降至6.0%，再降1.6个百分点。虽然2018年边际融资成本有所上升，但预计整体平均融资成本将有望保持在7%左右。

图 12：公司加权平均融资成本大幅下降至 6.24%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

横向比较行业其他规模民营房企，公司的融资成本位于中游附近。众所周知，民营房企的融资成本会明显高于国企、央企系房企，因此我们选取了碧桂园、中国恒大、新城控股、阳光城和旭辉控股集团等几家具有代表性的民营房企进行横向比较，可以发现融创2017年的平均融资成本为6.24%，略高于旭辉、碧桂园和新城控股，但低于阳光城和中国恒大，处于中游位置。

表 2：主流民营房企近年来融资成本情况

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
碧桂园	7.34%	7.16%	6.20%	5.66%	5.22%
中国恒大	9.52%	9.74%	9.59%	8.27%	8.09%
融创中国	10.00%	9.10%	7.60%	5.98%	6.24%
新城控股	-	-	7.26%	5.49%	5.32%
阳光城	-	-	9.41%	8.42%	7.08%
旭辉控股集团	9.20%	8.30%	7.20%	5.50%	5.20%

数据来源：克而瑞、Wind、东方证券研究所

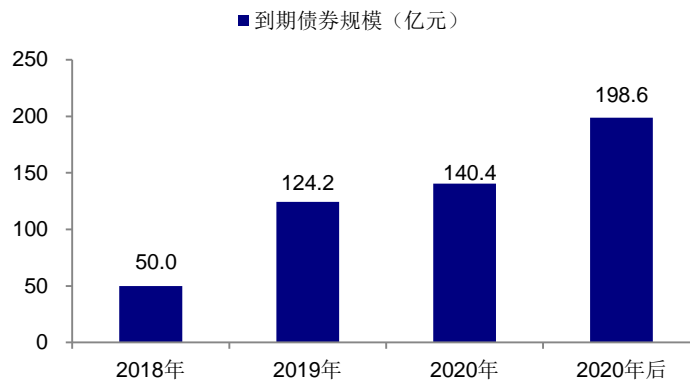
境外融资渠道通畅，边际融资成本略有上行。2017年起，公司利用港股优势，成功发行多期美元公司债，虽然边际融资成本略有上升，但在房企融资困难的背景下，依然维持了较为通畅的融资渠道。但同时，未做套期保值对冲的美元债将可能面临汇兑损失，但考虑到美元债在整体债务规模中的占比较小，其影响基本可控。

表 3：公司 2015 年至今融资情况

发行日期	金额(亿元)	票面利率	债券类型	加权平均融资成本
2015 年	25	4.50%	公募债	5.00%
	25	5.70%		
	10	4.48%		
2016 年	1	4.50%	物业 ABS	5.27%
	1	4.70%		
	1	5.00%		
	1	5.30%		
	1	5.50%		
	6	5.70%		
	24	4.28%	购房尾款 ABS	
	15	5.20%	私募债	
	50	6.39%		
	35	5.40%		
	27	5.85%		
	23	5.45%		
	12	3.44%	公募债	
28	4.00%			
2017 年	10	6.50%	私募债	7.39%
	27	6.88%	境外公司债	
	41	7.95%		
2018 年	44	7.35%	境外公司债	7.99%
	31	8.35%		
	27	8.63%		
	25	4.50%		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**在手现金超过 800 亿元，未来债务偿还基本无压力。**公司在 2015 年~2016 年集中发行了多笔公司债，且期限多为 3 年，可能造成一定集中偿还压力。我们详细梳理了公司自 2018 年起未来几年的债务到期偿还情况，2018 年、2019 年、2020 年及 2020 年后的债务到期规模分别为 50 亿、124 亿、140 亿和 199 亿元，2019 年将是一个债务偿还的小高峰。但考虑到截止至 2018 年上半年，公司在手现金的规模为 874 亿，哪怕扣除受限制现金后仍有 625 亿元，因此债务偿还上基本没有压力。

**图 13：公司未来债务到期规模测算**


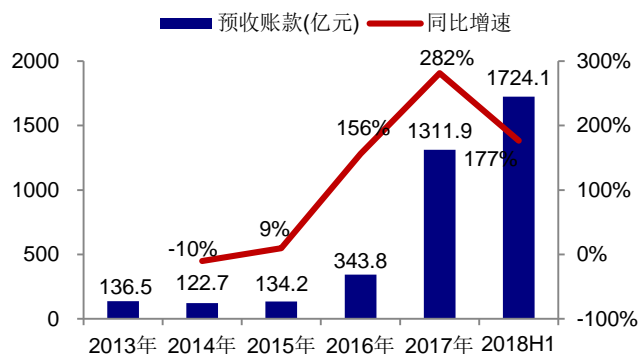
资料来源：公司年报、东方证券研究所

## 1.4 加速结转，业绩有望迎来集中兑现

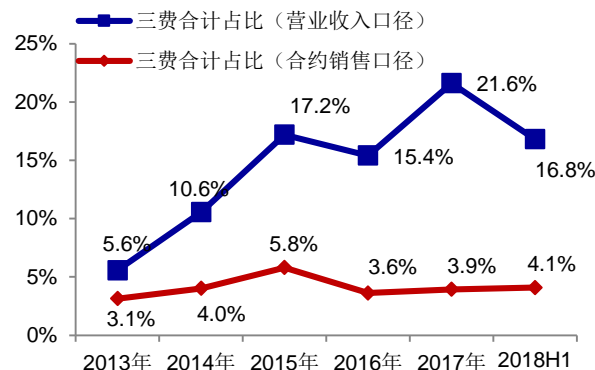
我们判断，公司 2018 年起将迎来业绩集中兑现期，原因如下：

**预收账款迭创历史新高，已售未结算资源充足保障未来业绩。**公司 2016 年起销售金额突飞猛进，2016 年、2017 年连续两年同比增速在 120% 以上。高速增长的销售规模带来预售账款的快速增长，2016 年、2017 年公司预收账款同比增速分别达到 156% 和 282%，2018 年上半年同比增长 177% 至 1724.1 亿元，创公司历史新高。预收账款将为公司带来充足的可结算资源，根据公司历史结算节奏，2017 年的预收账款将在 2019 年集中开始兑现为业绩。根据年报数据，公司在 2017 年末的已售未结算资源达 1757 亿元（仅考虑并表项目），因此 2018~2020 年的业绩确定性将非常高。

**三费占比将稳步下降，真实盈利能力将逐步显现。**由于地产公司项目开发周期较长，而期间费用都计入当期业绩损益，会造成融创这样规模快速扩张的房企的三费占比较高，无法反映企业真实的盈利能力，例如融创营业收入口径的三费占比在 2017 年达到顶峰 21.6%。而随着公司全国布局的完成和销售规模增速的放缓，管理费用及销售费用未来将维持稳定，同时随着融资成本和负债规模的下降，财务费用占比也将显著下降，因此未来三费占营业收入的比例预计将逐步下降，公司真实的盈利能力将逐步显现，截止至 2018 年上半年，公司营业收入口径的三费占比已下降至 16.8%。

**图 14：公司 2018H1 销售预收款达 1724.1 亿元**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 15：公司营业收入口径的三费占比开始下降**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

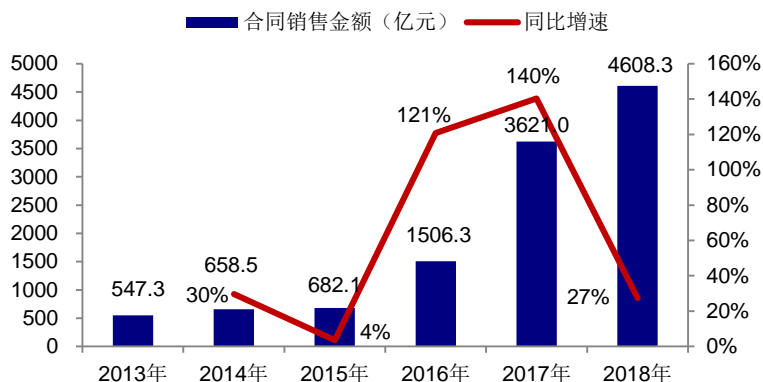
**对乐视相关投资已充分计提减值，未来不再影响整体业绩。**公司在 2017 年集中计提了乐视相关投资的减值及坏账准备。根据公司年报数据，考虑到乐视财务表现持续恶化，公司基于谨慎性原则，分别计提应收账款坏账准备、投资及债务担保减值准备、按权益法入账的投资损失分别 21.0 亿元、99.8 亿元和 44.8 亿元，合计 165.8 亿元。公司已充分计提对乐视相关投资的损失，未来几年将不会再有类似的非经常性项目的减值计提对公司整体业绩造成影响。

公司将控制净负债率稳步下降作为 2018 年及 2019 年的重要任务，对于地产公司而言，控制净负债率的主要对策为降低负债总规模及加快结算以增加未分配利润。而降低负债水平和加快结算节奏都有利于提升业绩。

## 2 销售规模高速增长，土储总量充足分布合理

### 2.1 销售规模快速增长，行业排名稳步攀升

**销售规模快速增长，权益占比稳步提升。**公司 2016 年合同销售规模首次突破 1000 亿，达到 1506.3 亿，同比增长 121%；2017 年销售增速进一步扩大至 140%，销售规模突破 3000 亿；2018 年销售增速略有放缓，全年实现销售 4608 亿元。2019 年将有望冲击 5000 亿元销售规模。另外公司销售权益占比也在稳步提升，从 2015 年的 63.8% 上升到了 2017 年的 73.3%，2018 年略有下降至 70.8%，但仍维持在 70% 以上，高于行业平均水平。

**图 16：公司 2018 年合同销售金额达 4608 亿元**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

行业排名稳步攀升，夯实巩固行业第四地位。公司近年来销售规模的行业排名不断攀升，且难能可贵的是从未出现过回落。2011 年公司首次进入销售规模行业排名的前 20 位，位列第 18 位；2012 年跳升至 13 位。仅仅用时 3 年，即在 2014 年进入了行业排名前十，并在 2015 年这轮房地产周期中继续踏浪前行进入前五，2017 年位列第 4 位，2018 年则进一步巩固了排名，已成为行业当之无愧的龙头公司。

**表 4：2011 年以来公司行业排名稳步提升，目前已坐稳前五**

行业排名	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	碧桂园	碧桂园
2	恒大地产	绿地集团	绿地集团	绿地集团	恒大地产	万科地产	万科地产	万科地产
3	绿地集团	保利地产	万达集团	万达集团	绿地集团	碧桂园	中国恒大	中国恒大
4	保利地产	中海地产	保利地产	恒大地产	万达集团	绿地集团	<b>融创中国</b>	<b>融创中国</b>
5	中海地产	恒大地产	中海地产	保利地产	中海地产	保利地产	保利地产	保利发展
6	万达集团	万达集团	碧桂园	碧桂园	保利地产	中海地产	绿地控股	绿地控股
7	碧桂园	绿城中国	恒大地产	中海地产	碧桂园	<b>融创中国</b>	中海地产	中海地产
8	龙湖地产	华润置地	华润置地	世茂房地产	华润置地	华夏幸福	龙湖地产	新城控股
9	华润置地	碧桂园	世茂房地产	华润置地	<b>融创中国</b>	绿城中国	华夏幸福	华润置地
10	世茂房地产	世茂房地产	绿城中国	<b>融创中国</b>	华夏幸福	万达集团	华润置地	龙湖集团
11	雅居乐	龙湖地产	<b>融创中国</b>	富力地产	绿城中国	华润置地	绿城中国	世茂房地产
12	绿城中国	招商地产	龙湖地产	绿城中国	世茂房地产	金地集团	金地集团	招商蛇口
13	金地集团	<b>融创中国</b>	金地集团	华夏幸福	金地集团	龙湖地产	新城控股	华夏幸福
14	富力地产	金地集团	中信地产	龙湖地产	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口	阳光城
15	远洋地产	富力地产	招商地产	招商地产	龙湖地产	新城控股	旭辉集团	旭辉集团
16	中信地产	远洋地产	富力地产	金地集团	富力地产	世茂房地产	世茂房地产	金地集团
17	招商地产	雅居乐	华夏幸福	雅居乐	雅居乐	首开股份	泰禾集团	绿城中国

18	融创中国	宏立城	雅居乐	远洋地产	远洋地产	旭辉集团	中南置地	中南置地
19	融侨集团	中信地产	远洋地产	九龙仓	中国铁建	富力地产	阳光城	富力地产
20	华侨城	华夏幸福	中国中铁	金科集团	荣盛发展	鲁能集团	正荣集团	泰禾集团

数据来源：克而瑞、Wind、东方证券研究所

**分城市市占率领先，贯彻深耕、聚焦的城市销售策略。**我们拆分了融创分城市的销售数据，发现其在布局城市的市占率都名列前茅，具体来看截止至 2017 年底，融创在 19 个主要城市销售排名位列前五，27 个主要城市销售排名位列前十。其中天津、无锡、重庆、杭州、西安五城的销售排名位列第一，难能可贵的是融创进入西安仅仅 3 年时间，就拿下当地市占率第一的成绩，反映出的是公司在拿地端、销售端和产品端超强的综合实力。另外，排名 2~5 位的城市中，也不乏武汉、合肥、太原、青岛、宁波、佛山等一批进入时间在 2~3 年的城市，体现出公司进入一城即深耕一城的发展战略。

**表 5：公司 2017 年分城市销售排名**

2017 年分城市排名	城市	城市等级	进入年数	城市	城市等级	进入年数
1	天津	二线城市	14	无锡	二线城市	13
	杭州	二线城市	5	重庆	二线城市	13
	西安	二线城市	3			
2~5	上海	一线城市	5	济南	二线城市	3
	武汉	二线城市	3	太原	二线城市	2
	苏州	二线城市	8	宁波	二线城市	2
	青岛	二线城市	2	佛山	环一线城市	2
	合肥	二线城市	3	中山	环一线城市	2
	海南	二线城市	3	常州	环一线城市	7
	石家庄	二线城市	2	绍兴	环一线城市	2
6~10	北京	一线城市	6	南宁	二线城市	2
	郑州	二线城市	2	昆明	二线城市	2
	成都	二线城市	3	扬州	环一线城市	1
	南京	二线城市	3	芜湖	环一线城市	1

数据来源：公司资料，东方证券研究所

注：进入年数计算至 2017 年底。

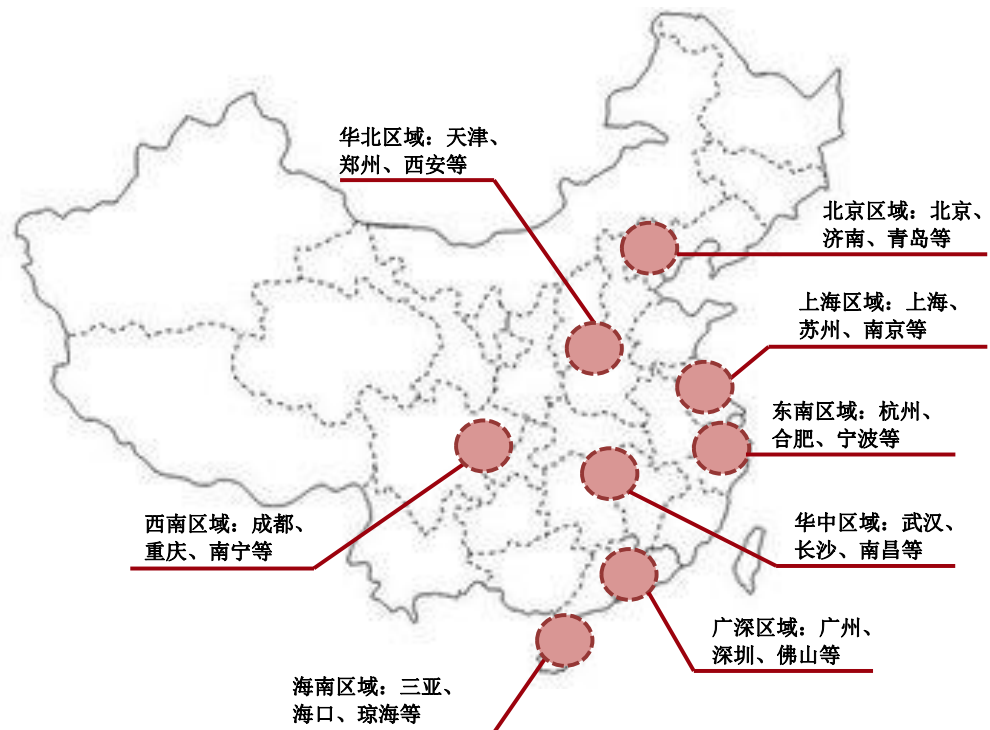
## 2.2 重点布局一二线城市，深挖单城市市场潜力

公司已布局全国 83 大城市，基本覆盖所有一二线城市及环一线城市。回顾过往，公司经历了几轮城市布局上的扩张。首次大规模扩张始于 2007 年，公司进入了北京、无锡、苏州、宜兴等城市，不仅扩大了华北区域布局范围，更重要的是进入了长三角区域。之后经过 5 年的发展，公司于 2012 年初步形成了“京、津、沪、渝、杭”5 大核心城市战略布局。2016 年起，公司进一步完善了战



略布局，将全国划分为八大区域进行管理，即北京区域（含北京、济南、青岛等城市）、华北区域（含天津、郑州、西安等城市）、上海区域（含上海、苏州、南京等城市）、西南区域（含重庆、成都、南宁等城市）、东南区域（含杭州、合肥、宁波等城市）、广深区域（含广州、深圳、佛山等城市）、华中区域（含武汉、长沙、南昌等城市）及海南区域（含三亚、海口、琼海等城市），已基本覆盖全国一二线及环一线城市。

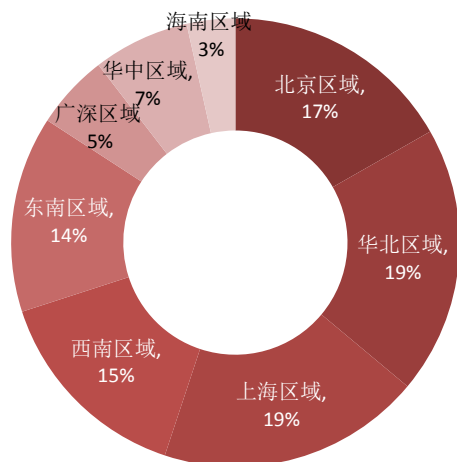
**图 17：公司已布局全国八大区域共计 83 个城市**



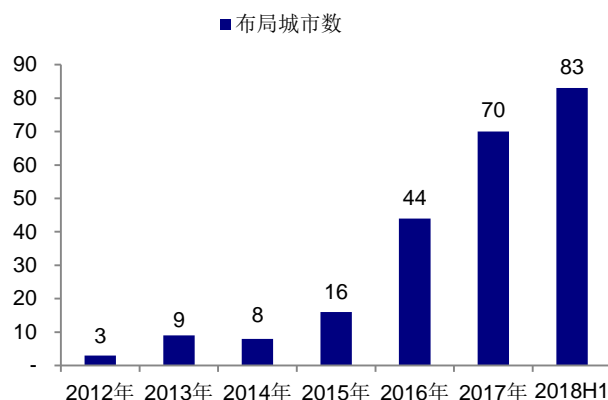
资料来源：公司年报、东方证券研究所

**上海、华北、北京区域销售贡献排名靠前。**按区域来看销售金额，上海区域（19%）、华北区域（19%）和北京区域（17%）排名位列前三，可以发现此三大区域中的核心城市都是融创进入时间最久的城市，例如华北区域的大本营天津、北京区域的北京和上海区域的上海和苏州。此外，东南区域和西南区域也分别贡献了 15% 和 14% 的销售。华中区域及广深区域由于进入年数普遍较短，因此仍有较大的提升空间。

**公司从 2015 年起加速城市布局，新进城市以二线和环一线城市为主。**公司在 2014 年时仅布局 8 个城市，2015 年起市场进入扩张周期，公司适时扩张，2015 年新进 8 城、2016 年新进 28 城、2017 年再新进 26 城，且新进城市以二线城市和环一线城市为主，仅用 4 年多时间就迅速完成了全国维度的城市布局。

**图 18：上海、华北、北京区域销售贡献排名前三**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**图 19：2012 年以来公司布局城市数量情况**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

我们选取 2017 年销售规模排名前五的龙头公司进行比较，发现融创的发展策略与万科较为接近，即做大做强单城规模。从布局城市数来看（截止至 2017 年底），融创与万科仅布局 70 个城市，保利次之的 92 个，碧桂园与恒大布局的城市都超过 200 个。但从单城平均销售金额来看，仅有万科（75.7 亿）和融创（51.7 亿）超过 50 亿元。此外从销售超百亿城市数指标来看也能得到相同的结论，万科和融创分别有 22 个和 12 个城市的销售规模超过百亿，在挖掘单城市市场潜力的能力上，融创与万科傲视群雄。

**表 6：公司 2017 年已有 12 个城市销售金额超过百亿**

公司	布局城市数	平均单城销售金额 (亿元)	销售超百亿城市数	合同销售金额 (亿元)
碧桂园	220	25.0	-	5508.0
万科	70	75.7	22	5298.8
中国恒大	228	22.0	-	5009.6
融创中国	70	51.7	12	3621.0
保利发展	92	33.6	9	3092.3

数据来源：公司资料，东方证券研究所

注：数据截止至 2017 年底

正如上文所述，公司在城市布局上的原则是宜深宜强不宜多。截止至 2017 年底，公司在北京、上海、天津、重庆、杭州、武汉等 27 个核心城市销售排名位列当地前十，其中近 20 个核心城市进入时间不超过 3 年。从市占率来看，公司在无锡的市占率超过 20%，在杭州、天津、西安、苏州的市占率也均超过 10%，在北京这样的一线城市中市占率也能达到 5%。

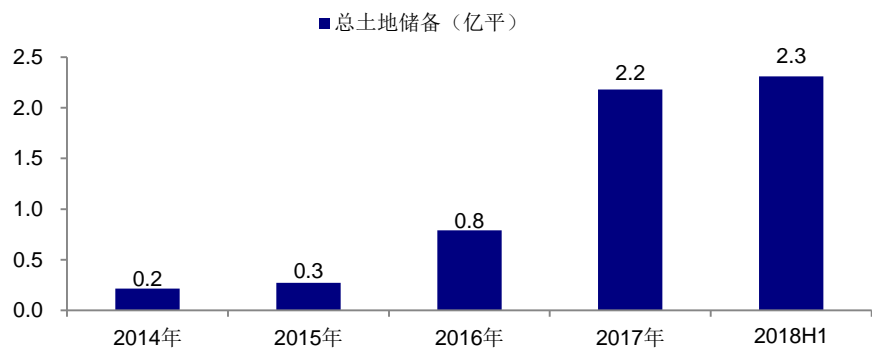
**表 7：公司 2017 年单城销售 TOP10 市占率情况**

城市	销售金额（亿元）	单城市市占率
杭州	310.2	17%
天津	283.4	13%
无锡	234.6	21%
重庆	230.1	8%
西安	206.2	12%
青岛	191.8	8%
武汉	169.5	7%
北京	152.8	5%
苏州	139.8	10%
济南	129.4	9%

数据来源：公司资料，中指院、东方证券研究所

### 2.3 土储总量充足分布合理，收并购能力领跑行业

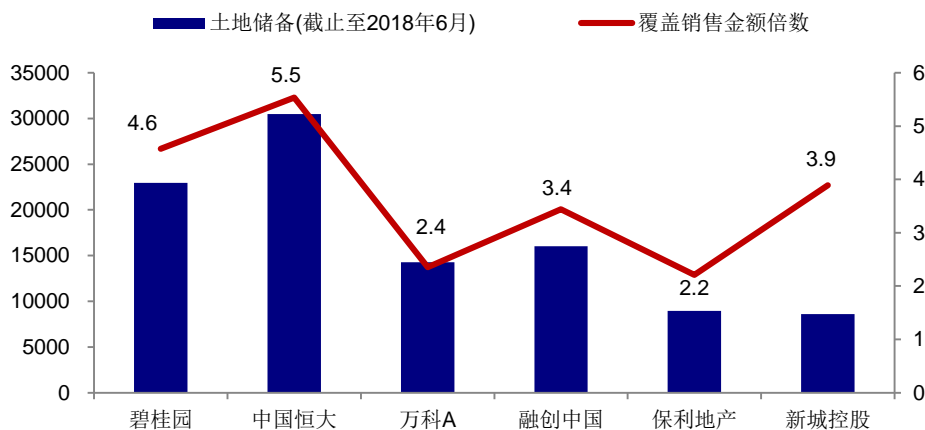
土地储备充沛，快速增长的同时权益占比维持在 70%。截止至 2018 年 6 月底，公司总土地储备高达 2.3 亿平，其中已确权的部分为 1.6 亿平，其余部分为通过一二级联动锁定的土地，将在未来转化为确权土储。随着 2015 年起公司布局城市的扩张，土地储备随之快速增长，尤其在 2017 年，公司通过与万达集团的合作获取了 13 个万达文旅城项目，合计建面超过 4000 万平，使总土储一举突破 2 亿平。更难得的是，公司土储的快速增长还是有质量的增长，新增土储及存量土储的权益占比一直控制在 70% 左右。截止至 2018 年 6 月底，公司 1.6 亿平土储中的权益部分为 1.1 亿平，权益占比为 70%。

**图 20：截止至 2018H1 公司总土储达 2.3 亿平**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

与行业其他龙头公司相比，融创的土地储备总量上仅次于碧桂园及中国恒大，略高于万科。此外，我们将土地储备/2018年销售金额的倍数称之为土储覆盖销售金额倍数，体现的是当前土储相对公司销售规模的充足情况，融创的覆盖倍数为 3.4 倍，同样低于碧桂园及中国恒大，同新城控股接近，高于万科和保利，处于行业中游位置。

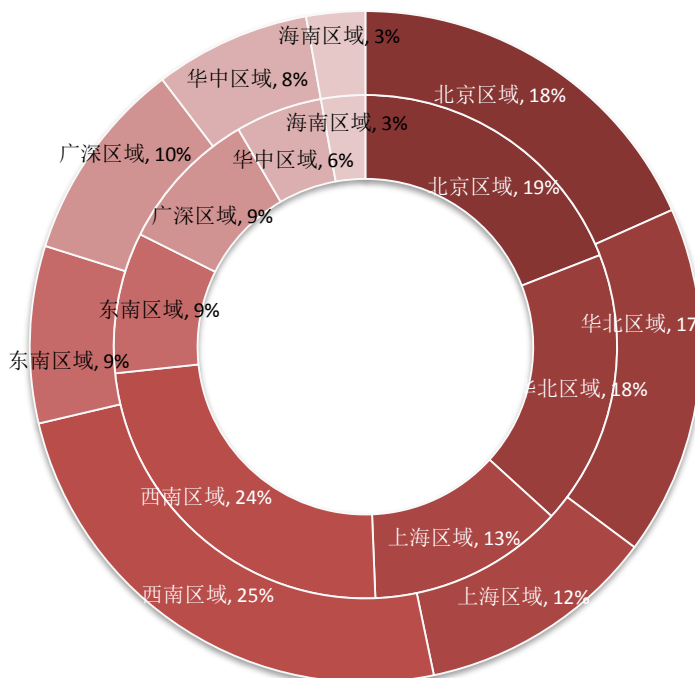
图 21：龙头地产公司土地储备及覆盖销售金额倍数情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

注：碧桂园土地储备及销售金额均为权益口径，其他公司均为全口径。

公司土储的区域分布，基本与各区域的销售占比情况接近。截止至 2018 年 6 月底数据，北京区域、华北区域和上海区域分别占比 19%、18%和 13%，分别对应 17%、19%、19%的销售占比。另外，西南区域的土储占比始终占据所有区域之首，2018 年虽然占比略有下降但仍有 24%，但其对应的销售金额占比为 15%，主要原因在于西南区域城市的销售均价相对较低。其余 4 大区域的土储占比均未超过 10%。

**图 22：公司土储区域分布情况（外圈为 2017 年，内圈为 2018H1）**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**重点布局城市土储充足，有利于维持市占率及行业地位。**分城市来看，公司土储总量排名前 10 位的城市分别为重庆、青岛、天津、济南、成都、西安、昆明、无锡、武汉和杭州，其中重庆和青岛两城的土储总量均超过 1000 万方，分别为 1617 万方和 1202 万方。对比上述 10 城 2017 年的销售情况可以发现，除了昆明外其余 9 城的合同销售金额均超过 100 亿元，其中还不乏杭州这种 300 亿城市和重庆、天津、西安、无锡等 200 亿城市。公司在上述城市的土地储备充足，有助于维持当地的市占率及行业地位，保障未来销售规模的持续增长。

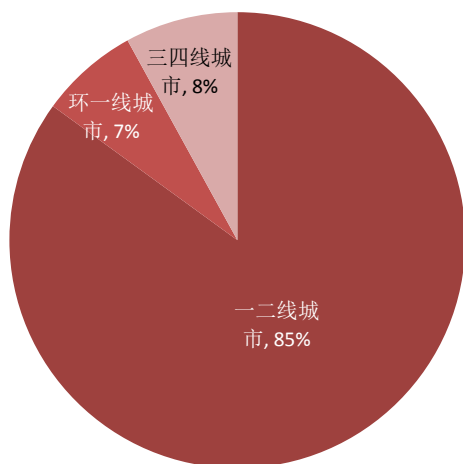
**表 8：公司土储总量 TOP10 城市**

排名	城市	土储总量 (万平)	2017 年合同销售金额 (亿元)
1	重庆	1617.3	230.1
2	青岛	1202.0	191.8
3	天津	990.5	283.4
4	济南	862.2	129.4
5	成都	588.7	136.5
6	西安	587.5	206.2
7	昆明	516.2	40.4
8	无锡	456.1	234.6
9	武汉	449.3	169.5
10	杭州	427.0	310.2

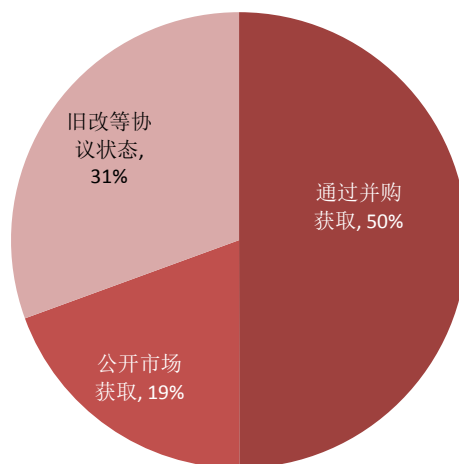
数据来源：公司年报、东方证券研究所

**坚持重点布局一二线城市，土储占比超过 8 成。**公司始终坚持布局重点一二线城市，哪怕在 2016 年起由棚改之风带动的低能级城市市场腾飞热潮中，对于三四线城市的扩张仍比较谨慎，这点从公司土地储备在各能级城市的分布上尤为明显。公司土储在一二线城市中的占比高达 85%，环一线城市占比为 7%，绝对的三四线城市占比仅为 8%。我们判断 2019 年房地产市场的重心将重回一二线城市，尤其是二线城市市场将有望迎来复苏，公司在一二线城市充足的土地储备和可推货值将确保其在 2019 年这样基本面持续下行的地产小年中维持销售规模。

**收并购能力领跑行业，通过收并购获取的土储占比达 50%。**融创在业界的一大标签就是“收并购之王”，公允的价格、规范成熟的操作团队及口碑，是公司通过收并购获取了大量优质廉价的土地储备。以截止至 2018 年 6 月底的土储数据来看，通过收并购获取的土地储备占比高达 50%，公开市场招拍挂获取的土储仅占 19%。如果不考虑旧改等协议状态的 31% 部分土储，通过收并购获取的土储在确权部分土储中的占比将会更高。通过收并购，帮助公司迅速扩大土储规模，同时也有效确保了项目的销售利润率，这部分将在第四章中详细论述。

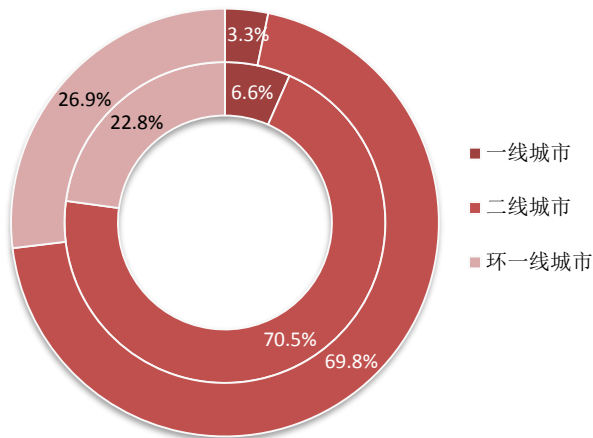
**图 23：公司一二线城市土地储备占比达 85%**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

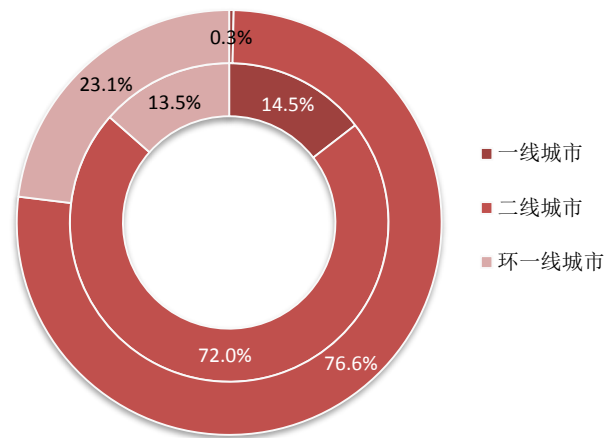
**图 24：公司 5 成土地储备通过并购获取**


资料来源：公司年报、东方证券研究所

**新增土储二线城市仍是主战场，环一线城市投资总量有限。**从新增土储的面积口径和投资额口径看，二线城市仍是公司的主要战场，2017 年公司新增土储面积、金额口径中二线城市的占比分别达到 70% 和 77%。虽然这几年新拓环一线和强三线城市数量较多，但受到其整体市场规模限制，在投入占比上虽有增长但总量仅维持在 25% 左右，面积和金额口径占比分别为 27% 和 23%。

**图 25: 2016-17 年新增土储面积口径情况 (外圈为 2017 年)**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

**图 26: 2016-17 年新增土储金额口径情况 (外圈为 2017 年)**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

**拿地均价持续下行，确保未来销售利润率。**截止至 2018 年 6 月底，公司总土地储备的平均土地成本为 4470 元/平，较 2017 年底的平均土地成本 4728 元/平下降 5.5%，主要是得益于 2018 年上半年新增土储的成本持续下行。2018 年上半年公司共获取土地总建筑面积 2920 万平方米，其中权益建筑面积 1545 万平方米，平均土地成本仅为 3620 元/平方米。在行业基本面下行阶段，公司提前收缩投资端，2018 年年初就提出谨慎投资的战略，提高新增项目的投资回报率要求，非高性价比的项目不拿，使得新增土储的拿地成本明显下降，也为后续几年的销售利润率留足了空间。

## 2.4 高品质住宅的行业标杆，销售溢价行业领先

**产品是维持行业领先地位的最好抓手，公司产品始终是高品质住宅的行业标杆。**公司对于产品品质的追求业界闻名，公司也始终认为对于产品品质的不断追求才能帮助公司保持行业竞争力。公司的壹号院系、府系、桃花源系等产品均是中国高品质住宅产品的引领者。2018 年 10 月，公司还发布了其中式产品谱系中的三个产品系——桃花源系、雅颂系和宜和系。桃花源系源于明清风格、雅颂系源于“中国审美造极之世”宋朝、宜和系则是对中国文化中创新基因的发挥。对产品系不断的更新迭代帮助公司在产品竞争力上保持领先，获得良好的市场口碑及客户粘性。

图 27：“壹号院”系代表项目上海滨江壹号院



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 28：“府”系代表项目杭州望江府



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 29：“桃花源”系代表项目苏州桃花源



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 30：天津复康路十一号项目

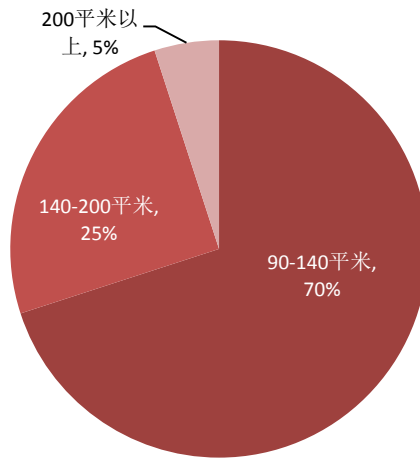


资料来源：公司官网、东方证券研究所

公司几大产品系精准切入所布局的一二线城市市场的供应痛点，聚焦改善需求市场。受万科等龙头公司的引领，一二线城市在 2012 年以后出现大批针对首置刚需的小户型产品，与此同时众多港资房企则聚集在高端豪宅领域，但置换需求市场却出现了供小于求的失衡，一二线城市的新房市场呈现出两头热中间冷的局面。公司正是看准这一战略机遇，推出的几大产品系均针对城市中产的置换需求，从公司可售货值的户面积可以看到，主打置换市场的 90-140 平方米段占比达到 70%。



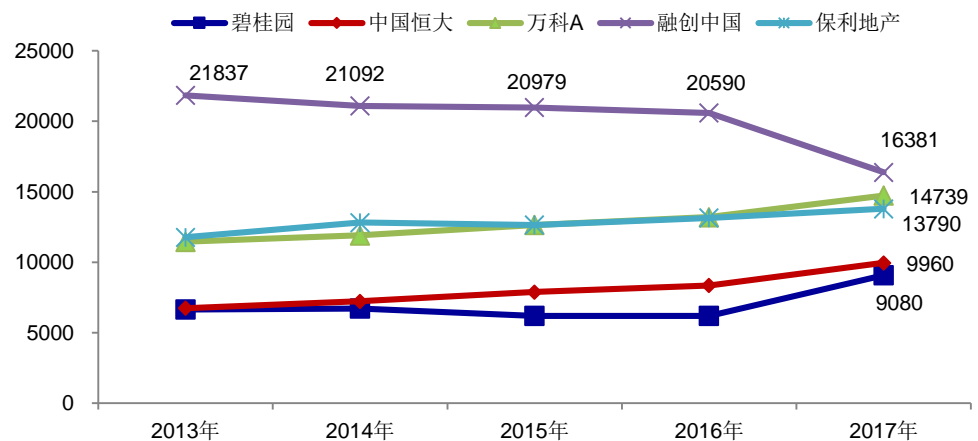
**图 31：公司可售货值中户面积 90-140 平占比达 70%，定位改善型需求**



资料来源：公司年报、东方证券研究所

产品上的精益求精和准确的市场定位，为公司带来持续的产品溢价。公司对产品品质的追求给公司带来了远超同行的销售溢价，从五大龙头房企历年销售均价情况来看，融创一枝独秀，在 2017 年之前的销售均价均大于 20000 元/平，同期保利及万科的销售均价保持在 13000 元/平左右，碧桂园和恒大的均价未超过 10000 元/平。2017 年融创推出了较多环一线的项目拉低了整体销售均价，但超过 16000 元/平的均价仍高于其他几家龙头公司，可见其产品溢价是受到市场认可的。

**图 32：公司历年销售均价显著高于其他龙头房企**



资料来源：公司年报、东方证券研究所

### 3 抢占文旅产业高地，战略布局存量市场

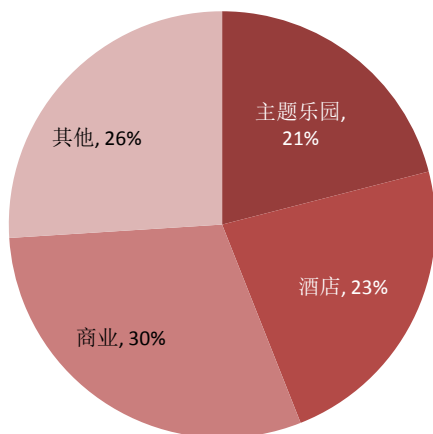
#### 3.1 抢占文旅产业高地，未来增长潜力可期

**收购万达文旅资产，抢占文旅产业高地。**2017年7月，融创与万达集团达成协议，公司以总代价438.4亿元的价格收购万达集团旗下位于中国的13个文化旅游项目公司91%的权益。2018年10月29日，融创公告以总代价62.8亿元收购万达文化管理100%股权，将为13个文旅项目提供服务的万达文化管理公司及人员收入麾下，完成了文旅产业的布局，一举成为文旅领域的龙头之一。

根据融创与万达之间达成的协议，收购交易完成后万达城项目人员除部分人员外全部并入融创新近成立的文旅事业部，继续负责自持物业的运营和管理，融创无需再向万达支付每年5000万元的品牌使用许可费。而万达文旅城的销售物业将由融创团队负责。

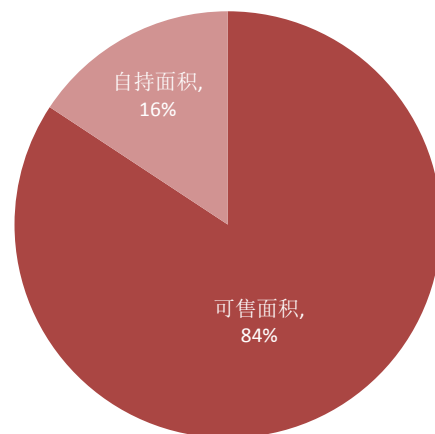
**可售面积超过八成，自持部分以酒店及商业为主。**截止至2018年3月数据，13个万达城项目合计建筑面积4802万方，其中可售面积3627万方，可售面积占比达到84%。从自持部分的物业类型来看，13个文旅城项目包括酒店、配套商业项目、主题乐园和其他物业（包括影视产业园、学校、医院、办公楼和展示中心等），其中商业占比最高达30%左右，酒店、主题乐园和其他物业占比分别为23%、21%和26%。

图 33：万达城物业类型占比情况



资料来源：公司年报、东方证券研究所

图 34：万达城项目可售面积达 84%



资料来源：公司年报、东方证券研究所

**营收占比仍低，未来增长潜力可期。**从2017年年报数据来看，公司文旅板块营业收入为24.0亿元，占总收入比3.6%。目前，文旅板块仍处于培育期，公司给予文旅集团的长期目标是成为中国最具行业竞争力文旅地产运营商之一。考虑到目前文旅项目的开业面积仅占总面积的30%左右，未来随着剩余部分的逐步开业以及运营团队的不断磨合，文旅板块在运营及盈利能力上的潜力值得期待，文旅板块也有望成为公司业绩新的增长点。

## 3.2 战略入股链家金科，充分计提乐视系投资减值损失

**战略入股链家及自如，提前布局房地产存量市场。**2017年1月9日公司发布公告，融创房地产与北京链家及北京链家的经营股东订立增资协议，融创以人民币26亿元通过增资获得北京链家6.25%的股权，同时将有权向其委任一名董事，北京链家将成为公司的联营公司。2018年1月16日，融创参与了链家旗下长租公寓品牌“自如”的A轮融资，跟投5000万美元，投后占股约1.56%，是参与本轮投资的唯一一家房地产公司。对于链家及自如的投资，是公司在房地产存量市场领域的重要布局和探索。

**战略投资金科股份。**2016年9月21日，融创公告通过天津聚金以40亿元认购9.1亿股，占金科股份扩大后总份额的16.96%，成为其第二大股东。之后公司通过天津润鼎和天津润泽在二级市场继续增持金科股份，根据金科股份2019年1月4日最新公告，天津聚金、天津润鼎和天津润泽（三者为一致行动人）合计持有金科股份29.26%股份。金科股份的实际控制人黄红云与前妻陶虹退以及两人100%控股的重庆市金科投资控股(集团)有限责任公司三者系一致行动人，加上黄红云女儿黄斯诗、侄子黄伟，五者合计持有金科股份31.66%的股权，持股比例高于融创方。

截止至2018年中报，金科股份实现合同销售金额约581亿元，同比增长约118%，可售面积约3600万平方米，在西南区域优势明显。此外，金科股份历年分红比例稳定，融创作为战略投资者能够获得稳定的分红收入。

**乐视相关投资减值已充分计提，未来对业绩影响有限。**2017年1月，融创通过天津嘉睿汇鑫企业管理有限公司以150.4亿元收购乐视网、乐融致新和乐视影业部分股权。其中，分别以60.4、79.5及10.5亿元收购乐视网8.6%、乐融致新33.5%及乐视影业15.0%的股权。2018年9月22日，融创以7.7亿元的起拍价获得乐视控股持有的乐融致新18.4%及乐视影业21.8%的股权。至此，融创对乐融致新和乐视影业的持股比分别达到46.1%和42.8%，均成为第一大股东及实际控制人。考虑到乐视系财务及债务情况持续恶化，公司基于谨慎性原则，分别计提应收账款坏账准备、投资及债务担保减值准备、按权益法入账的投资损失21.0亿元、99.8亿元和44.8亿元。至此公司已充分计提对乐视相关投资的损失，预计2018年起乐视系相关投资的减值对公司整体业绩造成的影响将相对较小。

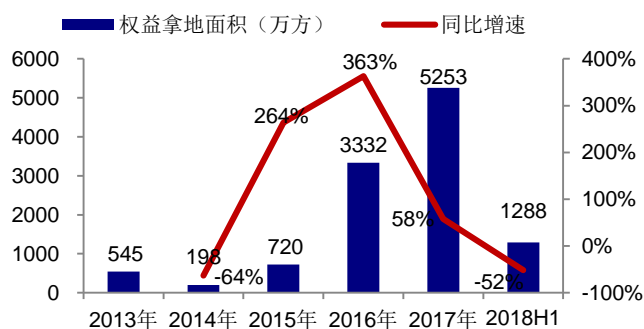
## 4 探寻实现跨越式发展的秘密

### 4.1 把握市场周期合理扩张，逆周期加减杠杆

公司用短短5年时间即实现了销售排名上的跨越式发展，坐稳行业第4的地位，最关键的原因就在于公司对于行业周期的精准把握，在行业周期底部时敢于加杠杆，在行业接近周期顶部时果断减缓投资降杠杆释放利润，一张一合同实现销售规模和利润水平的双跃升。

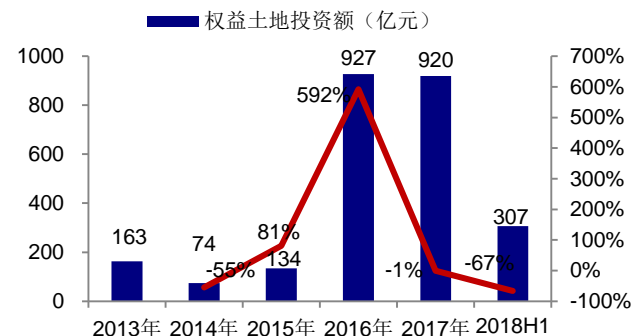
**土地投资端逆周期操作，合理获取优质土地储备。**观察公司历年的土地投资可以发现，逆周期操作的节奏把握的非常好，例如 2015 年行业开始复苏，但土地市场仍处于周期底部，公司开始逐步增加投资强度，2015 年权益拿地面积同比增长 264%，权益土地投资额同比也增长 81%，证明公司在当年获取了大量优质的土地储备。2016 年大部分城市市场开始好转，公司也大举增加投资，当年拿地面积和拿地金额增速同比分别增长 363% 和 592%，大批优质土储在后续 2~3 年时间转化为销售业绩，且毛利率水平不断上扬。而到了 2018 年市场降温趋势隐现，但土地市场依旧火热，而公司从年初即开始放缓土地投资，2018 年上半年拿地面积及金额均出现同比负增长，避免接盘高价项目的同时也将更多现金留存，使公司得以平稳应对 2018 年的融资压力。

图 35: 2013~2018H1 公司权益拿地面积情况 (单位: 万方)



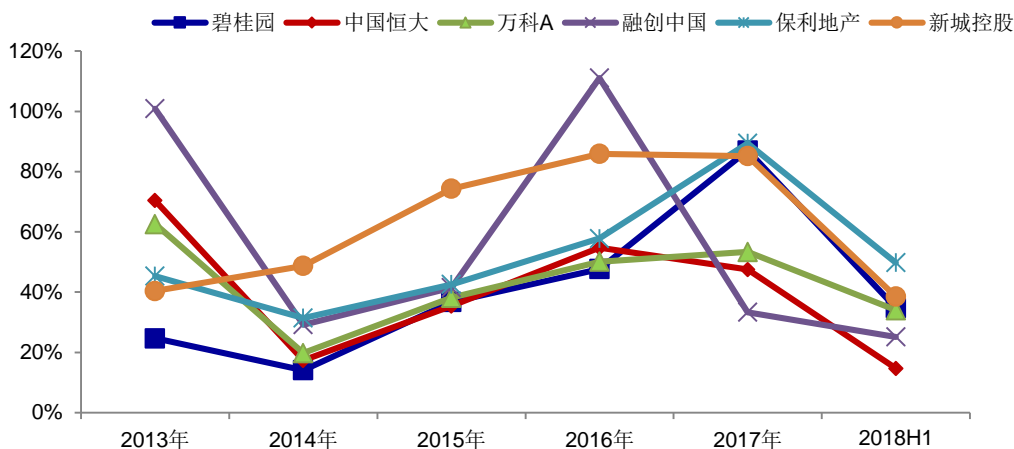
资料来源: 公司资料、东方证券研究所

图 36: 2013~2018H1 公司权益拿地金额情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司资料、东方证券研究所

**公司在战略执行上的果敢与坚决从投资强度这一指标上表现的非常明显。**从主流龙头房企的投资强度情况来看，融创的逆周期投资策略表现的比较突出。2016 年房地产市场大幅回暖，主流龙头房企投资强度均出现温和上升，但融创当年的投资强度快速上升至 111%，较 2015 年上升 70pct，投资强度领跑一众龙头房企，带来土地储备大幅增长。而进入 2017 年后，部分龙头公司开始增加土地投资强度，而融创反而先知先觉地将土地投资强度放缓至 33%，2018 年上半年进一步下降至 25%。面对逐步降温的房地产市场和依旧亢奋的土地市场，融创选择在 2017 年及 2018 年大幅增加了收并购项目的占比，既规避了错拿贵地，又保证了合理的补库存需求。

**图 37：公司 2016 年投资强度明显高于其他主流房企**


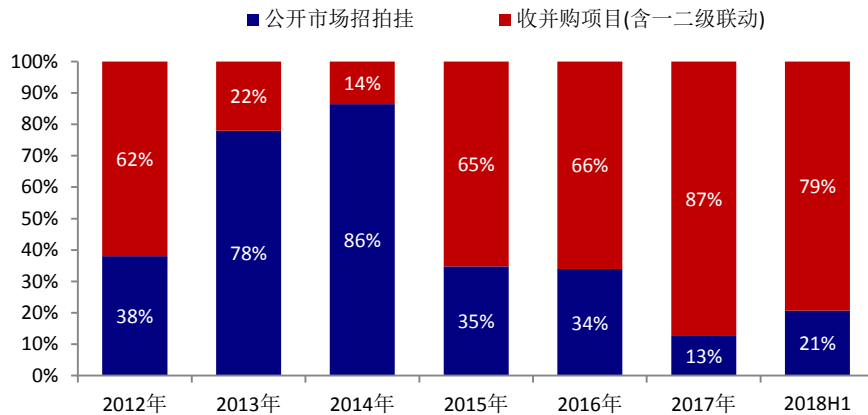
资料来源：各公司年报/公告、东方证券研究所

**把握市场周期合理扩张，提前收缩增强抵御风险能力。**回顾公司过去 5 年的投资策略，就不难理解为何公司能够穿越周期并实现跨越式的发展。在行业整体低迷同行纷纷减缓投资时，公司通过收购获取大量优质廉价项目储备；在行业高度繁荣全行业积极补库存之际，反而坚定去杠杆收缩投资。就 2018 年的情况而言，公司又一次提前布局，抢占先机，于 2018 年初即提出放缓土地投资的战略，加快销售和回款，提升公司在行业下行过程中抵御风险的能力。

## 4.2 并购拿地占比逐年提升，带动土地成本不断下行

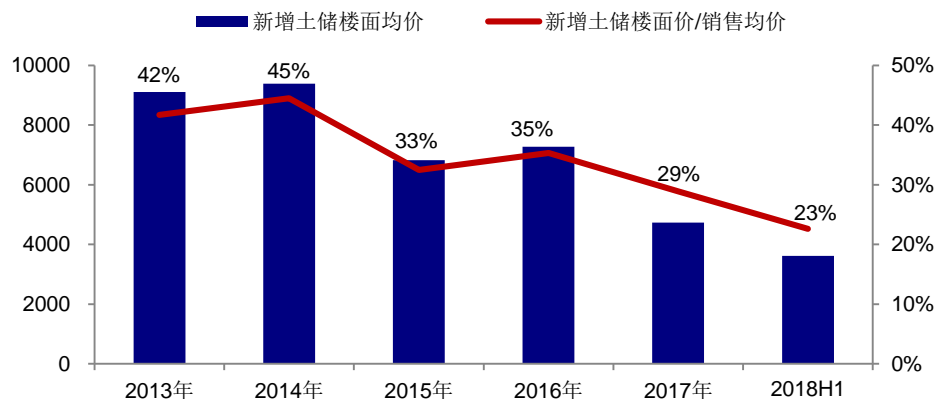
公司发展至今，收并购已成为融创的一个独特标签。收并购给公司带来优质的项目储备，不断下降的土地成本以及抵御行业周期的能力。中国房地产行业进入集中度提升的新阶段，大量中小房企以及主业并非为房地产开发的公司缺乏龙头房企的操盘能力、融资渠道以及品牌溢价等资源，已逐渐丧失完成开发在手项目的的能力，因此寻找合适的房企接手或合作开发已成为其最优选择。但收并购项目涉及历史问题多，税收财务问题复杂，需要专业的团队操刀。融创在收并购市场拥有良好的口碑和成熟的运营开发团队，叠加几单大型收并购项目的示范效应，其在收并购市场拥有比较明显的优势。

**2012 年至今公司历年新增土地储备的获取来源情况，收并购拿地占比逐年提升。**2012 年公司收并购项目占比达 62% 主要系由于当年收购长三角绿城项目所致。2013 年及 2014 年，房地产市场处于收缩期，收并购市场较为低迷，收并购项目占比下降到 22%、14%。随着市场热度回升，公司收并购项目占比迅速提升至 65% 和 66%，并在 2017 年达到峰值的 87%，2018 年上半年此比例也维持在 79%，即公司已鲜少参与公开市场的招拍挂拿地。

**图 38：公司新增土地储备中收并购项目占比接近 8 成**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

优质收并购项目带来土地成本的下降。收并购项目最大的优势即在于平均楼面地价往往低于同区位的招拍挂地块，因此随着公司收并购项目占比的提升，近年来公司新增土储楼面价格及总土储平均成本均不断下行。以万达文旅城项目为例，13 个文旅城的平均土地成本除合肥项目外均不高于 8000 元/平，其中桂林万达城项目折合楼面均价仅 1129 元/平、成都万达城项目折合楼面均价仅 2373 元/平。上文中已分析公司近年来新增土储楼面均价不断下行，截止至 2018 年上半年已下降至 3620 元/平，较 2013 年的 9106 元/平下降 60%。同时新增土储楼面价/销售均价比值亦不断下行，截止至 2018 年上半年已下降至 23%，较 2013 年下降 19pct。

**图 39：收并购项目占比提升带来新增土储均价/销售均价一路走低至 23%**


资料来源：公司资料、东方证券研究所

收并购模式的优势还体现在能够规避土地市场周期和减少现金流压力两方面。

从行业历史周期情况来看，土地市场的周期往往滞后与市场周期，市场进入繁荣周期中后期后，销售情况较好将导致开发商或主动或被动进行补库存，而此时土地市场价格往往已到高位，溢价率走高地王项目频出，而这些项目往往会在下行周期中拖累房企整体利润率。反观收并购项目，其价格受多方面因素制约，价格的周期波动弱于招拍挂项目，因此收并购项目可以使公司避开非理性竞争的公开市场，拿到低成本的项目。

收并购项目在拿地时需要支付土地价格，通常来说其拿地价格会远低于同区位招拍挂项目的土地价格，项目最后竣工结算时补缴的增值税以原始土地价格作为基准计算，增值税部分会高于招拍挂项目。因此对于公司而言在项目伊始需要支付的现金会少于招拍挂项目，这无疑大大减缓了公司现金流的压力。在行业上行时，可以利用此优势进一步增加杠杆进行扩张；在行业收缩时，又可以利用此优势延缓现金支出，收并购项目能够给公司在资金层面带来更大闪转腾挪的空间。

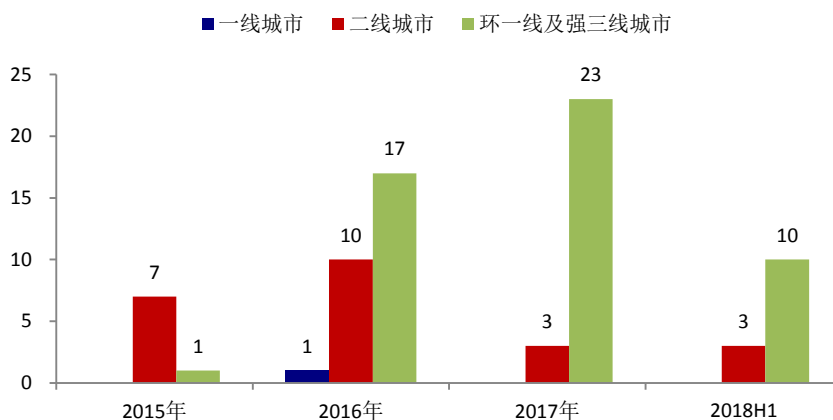
### 4.3 踩准城市能级投资节奏，快速占领新拓城市市场份额

**踩准不同能级城市的投资节奏，快速完成全国化布局。**回顾 2015 年开启的这轮房地产上升周期，房价上涨始于核心一线城市，进而辐射至核心二线城市和其他二线城市，最后在棚改货币化安置的推动下全面向三四线城市扩散。而公司 2015 年起对于各线城市布局的把握节奏与本轮周期高度重合。2015 年之前，公司布局以核心一二线城市为主，2015 年起开始前瞻布局其他二线城市，伴随着这些二线城市市场的复苏，公司在这些城市的销售金额和市场占有率迅速上升，其中产生了一批以西安、济南、青岛、武汉为代表的百亿销售规模的城市。

**表 9：公司 2016 年起加大环一线城市布局力度**

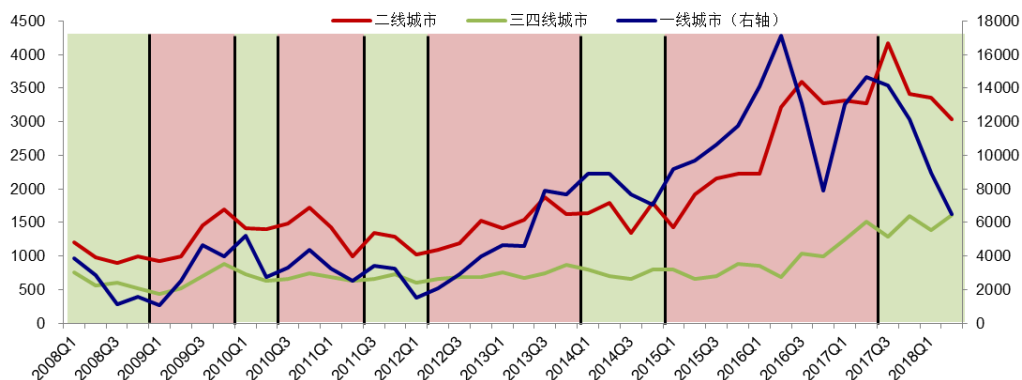
新进入城市 分布情况	一线城市		二线城市		环一线及强三线城市		合计
	城市	数量	城市	数量	城市	数量	
2015 年	无	0	济南、西安、成都、南京、 合肥、武汉、三亚	7	宜兴	1	8
2016 年	深圳	1	沈阳、大连、青岛、郑州、 宁波、长沙、南昌、厦门、 广州、昆明	10	张家口、廊坊、烟台、太原、 南通、江阴、绍兴、惠州、 佛山、江门、中山、珠海、 东莞、南宁、琼海、万宁、 景德镇	17	28
2017 年	无	0	石家庄、哈尔滨、海口	3	承德、大庆、镇江、扬州、 徐州、盐城、泰州、芜湖、 马鞍山、桂林、贵阳、柳州、 北海、西双版纳、嘉兴、湖 州、泉州、莆田、舟山、台 州、温州、清远、肇庆	23	26
2018H1	无	0	兰州、长春、乌鲁木齐	3	德州、滁州、枣庄、南充、 绵阳、金华、湛江、宜昌、 安定、文昌	10	13

数据来源：公司年报、东方证券研究所

**图 40：公司 2015 年起新拓展城市及能级情况**


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2017 年起，全国三四线城市房价开始普涨，在棚改货币化安置的推动下繁荣一直持续至 2018 年下半年。而 2016 及 2017 年，公司集中进入 40 个环一线及强三线城市，以环核心一二线城市周边城市和旅游资源丰富的城市为主，踏上这些城市房地产市场上升浪，迅速完成全国化布局的同时也收获了销售规模的快速增长。

**图 41：三四线城市土地出让均价 2017 年起明显上扬（单位：元/平）**


资料来源：中指院、东方证券研究所

**收并购合作开发引路，多种开发模式全面出击，迅速完成新城市的扩张。**融创在新拓城市时有一套独有的策略，其中武汉可谓是教科书级的一个范例。首先公司会寻找拥有优质项目的当地中小型开发商谋求收购，2015 年 8 月融创通过收购武汉美联地产所持有的项目进入武汉市场，推出首个公园壹号产品。而后在 2016 年 1 月和 6 月分别通过合作开发和收购的模式迅速推出“公馆”系和“壹



号院”系产品，在当地市场获得不俗的销售业绩后，2016年8月首次通过公开市场获取项目。短短1年时间，多种开发模式轮番上阵，成功获得了武汉当地市场消费者的认可。

**表 10：融创通过收购与合作开发迅速开拓武汉市场**

时间	项目	开发模式	合作方	拿地时间
2015/8	融创公园壹号	收购	武汉美联地产	-
2016/1	融创融公馆	合作开发	湖北星海集团	2010年
2016/6	融创中心壹号院	收购	武汉尚文地产	2010年
2016/8	融创观澜府	公开市场	-	2016年

数据来源：公司资料，互联网、东方证券研究所

**图 42：融创武汉项目布局情况**



资料来源：互联网、东方证券研究所

融创模式即通过收并购及合作开发项目，跳过外来房企水土不服的阶段快速打开当地市场，后续在公开市场及收并购同时出击，迅速抢占市场份额。从2015年8月正式进入武汉市场至今，区区3年多时间，融创在武汉的销售规模已经做到第二位，2017年销售规模达到169.5亿元，市占率超过7%。对市场的精准判断和对消费者需求的敏锐洞悉带来的精准产品定位，迅捷的项目开发建设是融创在武汉取得优异成绩的重要因素。

#### 4.4 核心管理团队稳定，股权激励制度完善

**核心管理团队稳定，任职年数均在 10 年以上。**公司拥有行业内不多见的稳定管理团队，董事会成员均已在公司任职 10 年以上，任职最短的年限也已达 11 年，稳定的核心管理团队确保公司战略拥有强大的执行力。同时，公司 8 大战略布局的区域负责人均为拥有多年房地产销售及管理经验的老兵，在执行公司总部战略的同时，对区域、城市的机会也有更精准的把握，确保公司不错过城市层级的发展机会。

**表 11：公司核心管理团队稳定，任职年数均在 10 年以上**

高管姓名	职务	融创任职年数
孙宏斌	董事会主席、执行董事	15（成立至今）
汪孟德	总裁、执行董事	12
迟迅	执行董事	14
荆宏	执行董事	11
商羽	执行董事	15（成立至今）
黄书平	执行董事、执行总裁	11
曹鸿玲	财务总监	11
高曦	董事会秘书	11

数据来源：Wind、东方证券研究所

**股权激励制度完善薪酬体系，激发员工积极性。**公司自 2010 年起共实施过三批期权激励计划，分别是在上市前 5108 万股、2011 年 9990 万股、2014 年 1.7 亿股。截止至目前已经全部授出。2018 年 5 月 8 日公司公告，将激励制度由期权方式调整为限制性股票。相比期权，限制性股票可享受分红，因此对于管理团队的激励性更强；同时，公司需从公开市场购入现有股份，因此有利于增强市场信心，公司可购买的股份数上限为不超过总股本数的 5%，即 2.2 亿股。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入的增长主要来自物业销售业务。由于公司 2016-17 年销售规模迅速扩大，预收款的结算将带动物业销售业务收入的增长，预计房地产销售业务 2018-20 年同比增长 96%、49%、32%。
- 2) 公司物业管理及文旅业务收入增长主要源于销售面积的增长带动管理面积的增长以及文旅板块自持物业新增的开业面积，预计 2018-20 年物业管理及文旅业务收入同比增长 20%、20%、10%，毛利率维持在 40%。
- 3) 公司 2018-20 年销售费用率为 3.5%，管理费用率为 5.3%。
- 4) 公司 2018-20 年的所得税率维持 25%。

**收入分类预测表**

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>物业销售</b>					
销售收入 (百万元)	34611	62569	122594	182929	240551
增长率	53.8%	80.8%	95.9%	49.2%	31.5%
毛利率	13.5%	19.4%	27.0%	27.3%	27.0%
<b>物业管理及文旅业务</b>					
销售收入 (百万元)	733	3304	3965	4758	5234
增长率	46.6%	351.1%	20.0%	20.0%	10.0%
毛利率	21.8%	44.3%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>合计</b>					
销售收入 (百万元)	35343	65874	126559	187687	245785
增长率	53.6%	86.4%	92.1%	48.3%	31.0%
毛利率	13.7%	20.7%	27.4%	27.6%	27.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议：给予买入评级，目标价 37.45 港元

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 37.45 港元。我们预测公司 2018-2020 年核心净利润每股收益为 3.43/5.43/7.20 元。我们选取传统地产开发商龙头（碧桂园、中国恒大、万科 A、保利地产、招商蛇口、绿地控股）；选取城市布局与公司接近的中型房地产开发商（阳光城）作为公司的可比公司进行估值。根据可比公司 2019 年 6X 的 PE 估值，首次覆盖给予公司买入评级，目标价 32.58 元，折合 37.45 港元（汇率 0.87）。

注：核心净利润=归母净利润-汇兑损益-金融资产公允价值变动-投资物业公允价值变动。

**表 12：可比公司估值**

公司	代码	最新价格(元) 2019/1/24	每股收益 (元)				市盈率			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
碧桂园	2007.HK	9.74	1.22	1.62	2.12	2.53	8	6	5	4
中国恒大	3333.HK	22.85	1.79	3.97	4.74	5.65	13	6	5	4
万科 A	000002.SZ	25.41	2.54	3.22	4.01	4.92	10	8	6	5
保利地产	600048.SH	11.94	1.32	1.68	2.01	2.47	9	7	6	5
绿地控股	600606.SH	6.44	1.01	0.92	1.13	1.38	6	7	6	5
阳光城	000671.SZ	5.19	0.51	0.78	1.09	1.43	10	7	5	4
		最大值					10	7	6	5
		最小值					6	7	5	4
		平均数					9	7	5	4
		调整后平均					10	7	6	5

数据来源：Wind，东方证券研究所

**RNAV 估值：**我们用 RNAV 法对公司进行估值，公司每股净资产为 35.14 港元。当前市价较 RNAV 值折价 23%。

**表 13：RNAV 估值，公司每股净资产为 35.14 港元**

RNAV	
开发项目净现值（亿元）	902
归属于母公司净资产（亿元）	438
重估净资产合计（亿元）	1340
总股本（亿股）	44.06
<b>每股净资产值(港元/股)</b>	<b>35.14</b>
<b>股价 2019/1/24</b>	<b>27.05</b>
<b>P/RNAV</b>	<b>77%</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**房地产销售规模不及预期。**公司业绩的快速增长主要依赖于销售规模的不断扩大，若公司销售规模无法维持稳定增长的趋势，公司业绩将受到较大影响。此外销售回款放缓将影响公司的现金流情况。

**布局城市调控政策力度超预期。**若重点布局城市调控政策持续加码，尤其是严格的限价政策将影响公司项目的销售情况，进而影响业绩。

**土地储备的拓展不及预期。**若公司无法维持土储规模及质量，将影响其房地产开发业务。土地拓展还有另一个极端，若盲目追求土地拓展规模造成土地成本上升，项目利润率下滑，同时推升债务水平，增加财务费用。

**其他收入及收益等非经常性损益的大幅波动。**公司收并购项目的资产重估的收益会计入其他收入及收益科目，例如 2017 年公司的其他收入及收益中包含了 251 亿元的业务并购收益。但收并购项目的不确定性较大，由此带来其他收入及收益等非经常性损益的波动将较大，继而影响业绩情况。

**多元化扩展、投资可能产生亏损。**若公司在多元化的扩展和投资上发展不利（例如对于乐视的投资），则可能会对公司业绩产生影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
货币资金	69,813	96,719	145,543	215,840	282,653	营业收入	35,343	65,874	126,559	187,687	245,785
应收账款	46,336	78,994	92,708	146,380	179,888	营业成本	(30,495)	(52,246)	(91,892)	(135,814)	(178,851)
预付账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0	0
存货	130,621	313,768	357,599	392,505	384,576	营业费用	(916)	(3,419)	(4,345)	(5,214)	(5,996)
其他	5,928	10,119	15,187	20,646	24,579	管理费用	(1,339)	(5,559)	(6,646)	(9,856)	(12,907)
<b>流动资产合计</b>	<b>252,698</b>	<b>499,601</b>	<b>611,037</b>	<b>775,370</b>	<b>871,696</b>	财务费用	(2,798)	(4,523)	(5,130)	(6,084)	(6,558)
长期股权投资	34,553	58,613	58,613	58,613	58,613	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	547	39,263	39,458	39,649	39,835	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	0	投资净收益	1,357	(1,994)	1,624	2,376	3,062
无形资产	421	3,637	3,637	3,637	3,637	<b>其他</b>	<b>3,258</b>	<b>17,227</b>	<b>3,258</b>	<b>3,258</b>	<b>3,258</b>
其他	5,386	25,625	25,625	25,625	25,625	<b>营业利润</b>	<b>4,409</b>	<b>15,359</b>	<b>23,427</b>	<b>36,352</b>	<b>47,792</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>40,485</b>	<b>123,501</b>	<b>123,697</b>	<b>123,888</b>	<b>124,074</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>293,183</b>	<b>623,102</b>	<b>734,734</b>	<b>899,258</b>	<b>995,770</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	32,644	78,673	109,238	162,399	156,751	<b>利润总额</b>	<b>4,409</b>	<b>15,359</b>	<b>23,427</b>	<b>36,352</b>	<b>47,792</b>
应付账款	93,084	160,736	178,613	228,418	268,939	所得税	(1,470)	(3,695)	(5,857)	(9,088)	(11,948)
其他	42,865	146,299	181,999	215,516	245,682	<b>净利润</b>	<b>2,938</b>	<b>11,664</b>	<b>17,570</b>	<b>27,264</b>	<b>35,844</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>168,594</b>	<b>385,708</b>	<b>469,850</b>	<b>606,333</b>	<b>671,372</b>	少数股东损益	(157)	19	(1,581)	(2,454)	(3,226)
长期借款	80,200	140,597	155,597	163,177	169,137	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,478</b>	<b>11,004</b>	<b>15,310</b>	<b>24,131</b>	<b>31,939</b>
应付债券	188	1,660	1,660	1,660	1,660	每股收益 (元)	0.71	2.76	3.48	5.48	7.25
其他	8,790	34,498	34,498	34,498	34,498						
<b>非流动负债合计</b>	<b>89,178</b>	<b>176,756</b>	<b>191,756</b>	<b>199,336</b>	<b>205,296</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>257,772</b>	<b>562,464</b>	<b>661,606</b>	<b>805,669</b>	<b>876,668</b>	成长能力					
少数股东权益	2,185	7,548	9,129	11,583	14,809	营业收入	53.8%	80.8%	95.9%	49.2%	31.5%
股本	331	378	378	378	378	营业利润	69.7%	181.1%	154.4%	49.6%	29.0%
资本公积	6,737	16,649	16,649	16,649	16,649	归属于母公司净利润	-24.8%	344.0%	39.1%	57.6%	32.4%
留存收益	16,201	26,775	37,684	55,691	77,977	获利能力					
其他	9,957	9,288	9,288	9,288	9,288	毛利率	13.7%	20.7%	27.4%	27.6%	27.2%
<b>股东权益合计</b>	<b>35,411</b>	<b>60,638</b>	<b>73,129</b>	<b>93,589</b>	<b>119,102</b>	净利率	7.0%	16.7%	12.1%	12.9%	13.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>293,183</b>	<b>623,102</b>	<b>734,734</b>	<b>899,258</b>	<b>995,770</b>	ROE	11.7%	32.8%	31.1%	37.9%	38.1%
现金流量表						ROIC					
单位:百万元						偿债能力					
净利润	2,478	11,004	15,310	24,131	31,939	资产负债率	87.9%	90.3%	90.0%	89.6%	88.0%
折旧摊销	35	339	294	299	304	净负债率	122.0%	204.8%	165.4%	119.0%	0.0%
财务费用	3,191	5,259	6,026	7,498	8,509	流动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
投资损失	(1,458)	2,193	0	0	0	速动比率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
营运资金变动	4,658	76,677	(12,390)	(25,997)	26,651	营运能力					
其它	(4,288)	(20,373)	686	1,040	1,275	应收账款周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,616</b>	<b>75,099</b>	<b>9,926</b>	<b>6,971</b>	<b>68,677</b>	存货周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6
资本支出	(20,785)	(40,938)	(490)	(490)	(490)	总资产周转率	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
长期投资	(13,534)	(76,483)	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	(160)	(2,747)	0	0	0	每股收益	0.7	2.8	3.5	5.5	7.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>(34,479)</b>	<b>(120,169)</b>	<b>(490)</b>	<b>(490)</b>	<b>(490)</b>	每股经营现金流	1.3	18.2	2.3	1.6	15.6
债权融资	28,823	333	15,000	7,580	5,960	每股净资产	6.4	10.6	12.4	16.5	21.6
股权融资	2,462	10,280	0	0	0	估值比率					
其他	25,628	47,524	(9,532)	(12,208)	(16,210)	市盈率	9.0	10.8	7.5	4.7	3.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>56,913</b>	<b>58,137</b>	<b>5,469</b>	<b>(4,628)</b>	<b>(10,250)</b>	市净率	1.0	3.0	2.1	1.6	1.2
汇率变动影响	31	53	0	0	0	EV/EBITDA	53.8%	80.8%	96.1%	49.3%	31.6%
<b>现金净增加额</b>	<b>27,082</b>	<b>13,120</b>	<b>14,905</b>	<b>1,853</b>	<b>57,937</b>	EV/EBIT	69.7%	181.1%	155.3%	49.8%	29.3%

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

