

核心业绩高增，去杠杆卓有成效 增持（维持）

2019年08月07日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	34,366.50	44,710.82	57,900.51	74,517.95
同比（%）	13.27%	30.10%	29.50%	28.70%
净利润（百万元）	2,149.66	3,014.34	3,946.81	5,239.99
同比（%）	27.99%	40.22%	30.93%	32.77%
每股收益（元/股）	1.38	1.75	2.29	3.04
P/E（倍）	6.94	4.95	3.78	2.85

事件

- **融信中国公布2019年半年报：**2019年上半年公司实现营业收入266.16亿元，同比增长86%；归母净利润19.79亿元，同比增长30%；核心归母净利润19.56亿元，同比增长26%，基本每股收益1.19元。

点评

- **核心归母净利润同比高增。**2019年上半年公司实现营业收入266.16亿元，同比增长86%；归母净利润19.79亿元，同比增长30%；核心归母净利润19.56亿元，同比增长26%。归母净利润增长靓丽，主要源于公司结算规模提升明显，公司销售毛利率23.90%，较18年末提升0.43个百分点，销售净利率13.15%，盈利能力仍有较大提升空间。
- **销售增长稳健，土储聚焦高能级城市。**2019年上半年公司销售金额达566.78亿元，同比增长4%；销售面积281.98万平米，同比增长11%；销售均价达20100元/平米。从区域布局看，杭州、福州、上海、南京、郑州分别贡献销售金额的35.8%、11.7%、11.0%、6.2%、4.0%。从土地储备看，截至2019年上半年，公司总土储建面达2654万平米，其中权益土储面积1414万平米，楼面均价6365元/平米，仅占同期销售均价的32%。从城市能级看，公司在二线城市土储货值占比超80%；从区域布局看，公司布局九大城市群，深耕长三角、海西区域，覆盖43个城市；按土储权益面积划分，长三角、海西、中原、西北区域土储面积分别占比41.8%、25.3%、20.2%、5.2%。
- **投资力度回暖，加强合作严控拿地均价。**2019年上半年公司新增23个土地项目，项目主要分布在苏州、杭州、温州、福州、重庆等核心城市，新增土地面积421万平米，同比增长69%；拿地总金额177亿元，同比增长65%，拿地金额权益比例为47%。公司投资力度有所提升，同时加大合作开发力度，严控拿地均价，2019年上半年公司新增项目楼面均价6451元/平米，占同期销售均价的32%。
- **降杠杆成效明显，融资成本持续改善。**2019年上半年公司净负债率77%，较2018年末同比降低28个百分点。公司债务结构持续优化，短债占总债务比例降至31%，短期偿债压力较小。在杠杆水平有所回落背景下，上半年公司融资成本仅6.9%，较2018年继续降低0.2个百分点。
- **投资建议：**融信中国坚持品质信仰，定位核心城市改善型需求。公司善于把握城市周期，践行城市深耕，销售规模持续高增，为公司未来业绩打下坚实基础。我们预计2019-2021年公司EPS分别1.75、2.29、3.04元人民币，对应PE分别为4.95、3.78、2.85倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	9.69
一年最低/最高价	7.73/13.55
市净率(倍)	0.98
港股流通市值(百万港元)	16708.77

基础数据

每股净资产(元)	8.86
资产负债率(%)	80.21
总股本(百万股)	1724.33
流通股本(百万股)	1724.33

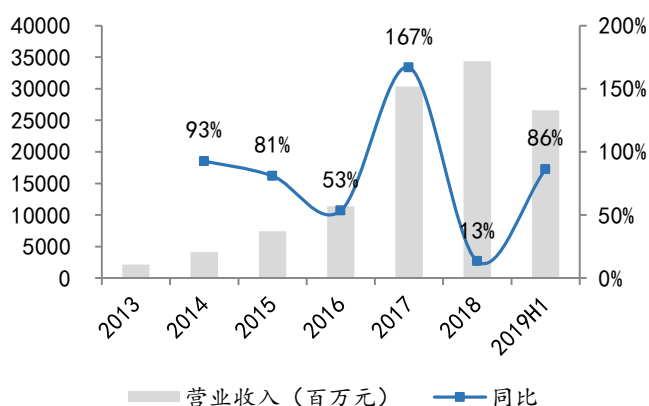
相关研究

- 1、《融信中国 (03301)：顺利完成全年1200亿元销售目标》2019-01-03
- 2、《融信中国 (03301)：前11月销售破千亿大关》2018-12-05
- 3、《融信中国 (03301)：坚定品质信仰，高效运营助力腾飞》2018-09-06

1. 核心归母净利润同比高增

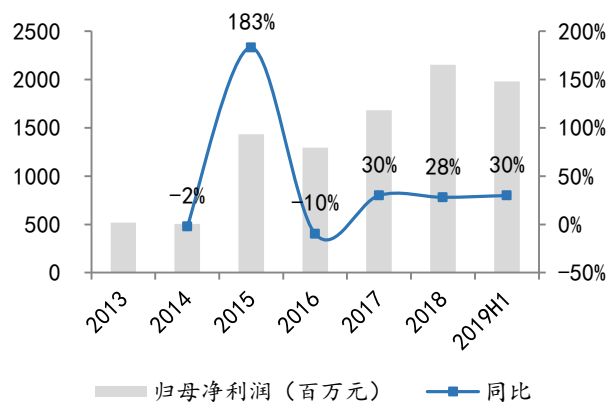
核心归母净利润同比高增。2019年上半年公司实现营业收入266.16亿元，同比增长86%；归母净利润19.79亿元，同比增长30%；核心归母净利润19.56亿元，同比增长26%。归母净利润增长靓丽，主要源于公司结算规模提升明显，公司销售毛利率23.90%，较18年末提升0.43个百分点，销售净利率13.15%，盈利能力仍有较大提升空间。

图1：融信中国营业收入（百万元）及增速



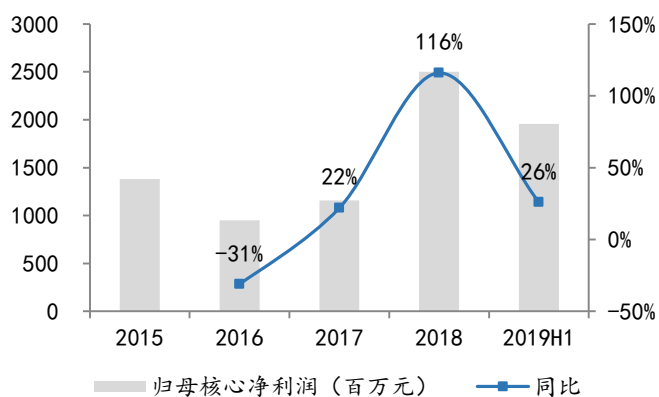
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：融信中国归母净利润（百万元）及增速



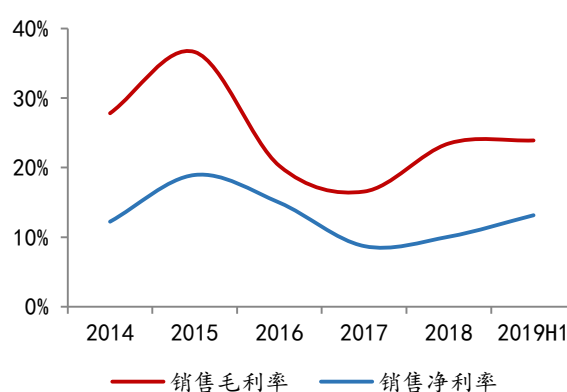
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：融信中国归母核心净利润（百万元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：融信中国销售毛利率及净利率走势

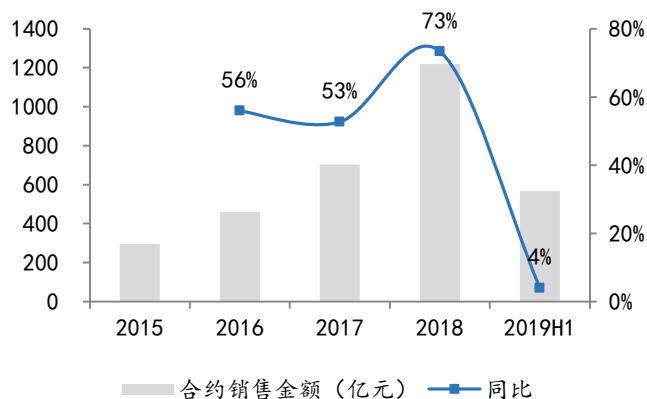


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售增长稳健，土储聚焦高能级城市

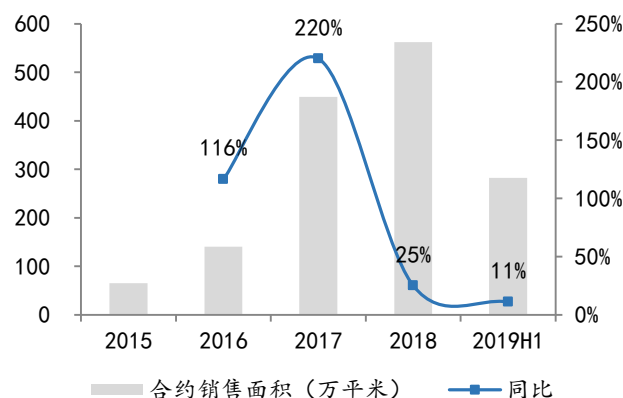
销售增长稳健，土储聚焦高能级城市。2019年上半年公司销售金额达566.78亿元，同比增长4%；销售面积281.98万平方米，同比增长11%；销售均价达20100元/平米。从区域布局看，杭州、福州、上海、南京、郑州分别贡献销售金额的35.8%、11.7%、11.0%、6.2%、4.0%。从土地储备看，截至2019年上半年，公司总土储建面达2654万平方米，其中权益土储面积1414万平方米，楼面均价仅6365元/平米，仅占同期销售均价的32%。从城市能级看，公司在一二线城市土储货值占比超80%；从区域布局看，公司布局九大城市群，深耕长三角、海西区域，覆盖43个城市；按土储权益面积划分，长三角、海西、中原、西北区域土储面积分别占比41.8%、25.3%、20.2%、5.2%。

图5：融信中国销售金额（亿元）及增速



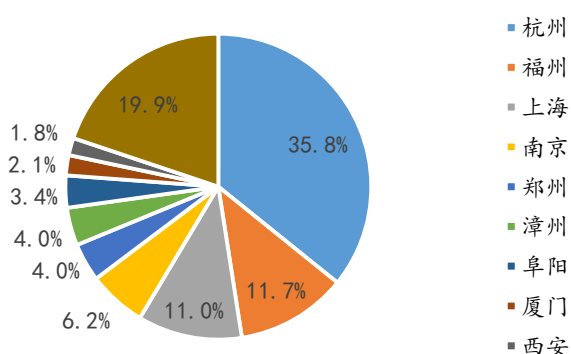
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：融信中国销售面积（万平方米）及增速



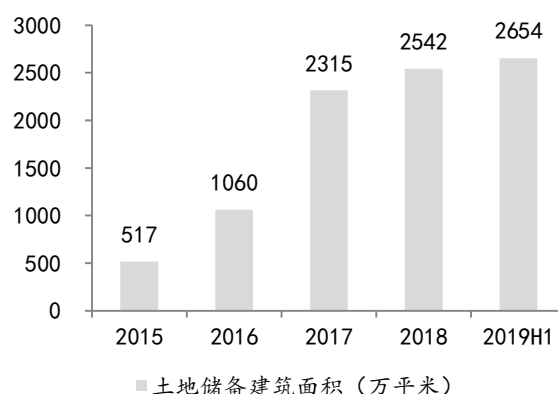
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：融信中国2019H1销售金额城市分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：融信中国土地储备（万平方米）

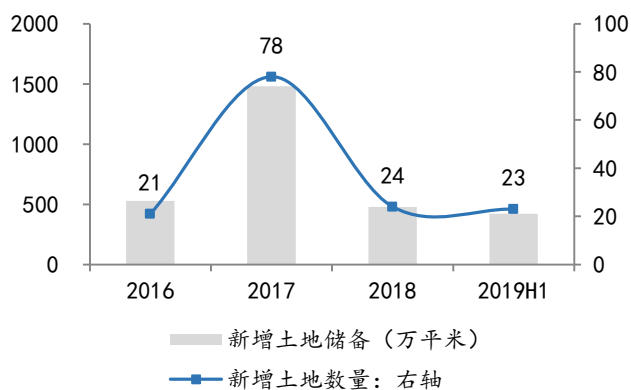


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 投资力度回暖，加强合作严控拿地均价

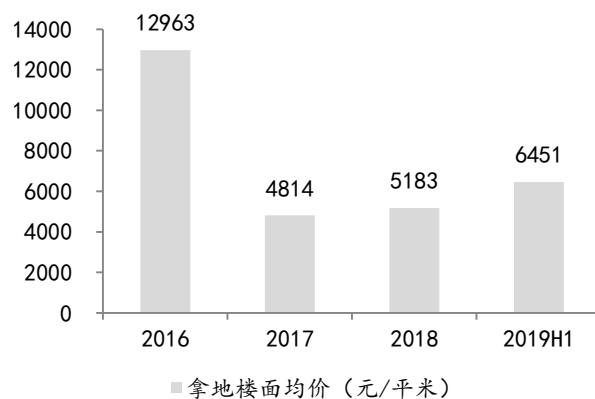
投资力度回暖，加强合作严控拿地均价。2019年上半年公司新增23个土地项目，项目主要分布在苏州、杭州、温州、福州、重庆等核心城市，新增土地面积421万平方米，同比增长69%；拿地总金额177亿元，同比增长65%，拿地金额权益比例为47%。公司投资力度有所提升，同时加大合作开发力度，严控拿地均价，2019年上半年公司新增项目楼面均价6451元/平米，占同期销售均价的32%。

图9：融信中国新增土储建面（万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：融信中国新增土储楼面均价（元/平米）

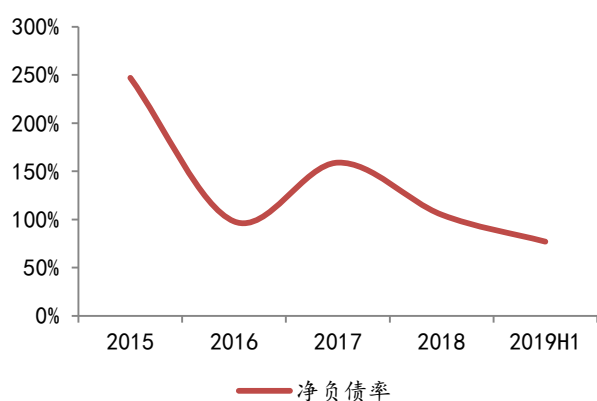


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 降杠杆成效明显，融资成本持续改善

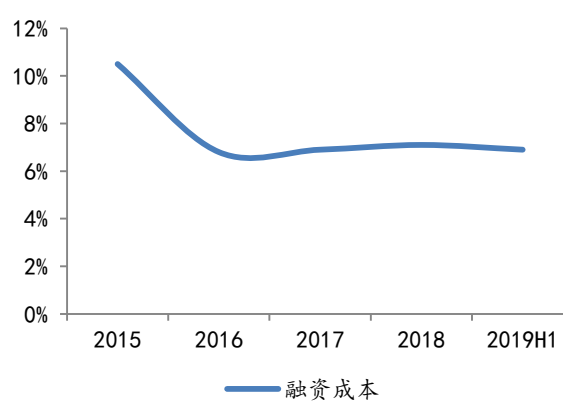
降杠杆成效明显，融资成本持续改善。2019年上半年公司净负债率77%，较2018年末同比降低28个百分点。公司债务结构持续优化，短债占总债务比例降至31%，短期偿债压力较小。在杠杆水平有所回落背景下，上半年公司融资成本仅6.9%，较2018年继续降低0.2个百分点。

图 11：融信中国净负债率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：融信中国融资成本走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 投资建议

融信中国坚持品质信仰，定位核心城市改善型需求。公司善于把握城市周期，践行城市深耕，销售规模持续高增，为公司未来业绩打下坚实基础。我们预计2019-2021年公司EPS分别1.75、2.29、3.04元人民币，对应PE分别为4.95、3.78、2.85倍。维持“增持”评级。

6. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。

融信中国三大财务预测表 (人民币百万元)

资产负债表					利润表				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产:	180,469	230,918	292,825	357,657	营业收入	34,367	44,711	57,901	74,518
现金	24,996	37,292	55,387	74,186	营业成本	26,302	33,757	43,946	56,745
应收款项	29,444	36,206	40,785	47,582	销售费用	1,137	1,516	1,963	2,526
存货	125,498	156,873	196,091	235,309	管理费用	1,341	1,638	2,122	2,731
其他	531	546	563	580	其他	460	632	868	1,195
非流动资产:	22,975	23,757	24,773	25,826	营业利润	6,047	8,432	10,738	13,711
固定资产净值	1,448	1,592	1,752	1,927	财务收入/(费用)	(292)	295	695	1,077
权益性投资	7,698	8,083	8,487	8,911	净额				
其他	13,830	14,082	14,535	14,988	除税前溢利	6,658	9,240	11,968	15,347
资产总计	203,444	254,675	317,599	383,483	所得税及相关税	3,186	4,422	5,692	7,060
流动负债:	127,670	161,421	203,833	244,089	收				
短期借款	24,823	27,305	30,036	33,039	净利润	3,472	4,818	6,276	8,287
应付款项	9,488	12,743	16,047	21,006	少数股东权益	1,158	1,607	2,093	2,764
其他	93,359	121,372	157,751	190,044	优先股利及其他	164	197	236	284
非流动负债合计	40,155	47,942	54,998	63,100	调整项				
长期借贷	37,710	45,252	52,040	59,845	归属母公司股东	2,150	3,014	3,947	5,240
其他	2,445	2,690	2,959	3,255	的净利润	2,500	3,500	4,620	5,914
负债总计	167,826	209,362	258,831	307,189	归母核心净利润	2,500	3,500	4,620	5,914
少数股东权益	22,864	29,086	37,723	48,973	重要财务与估值				
归属母公司股东权益	12,755	16,226	21,044	27,321	指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债和所有者权益合计	203,444	254,675	317,599	383,483	每股收益(元)	1.38	1.75	2.29	3.04
					每股净资产(元)	7.97	9.41	12.20	15.84
					发行在外股份(百万股)	1,601	1,724	1,724	1,724
					毛利率(%)	23.47%	24.50%	24.10%	23.85%
					销售净利率(%)	10.07%	10.78%	10.84%	11.12%
					资产负债率(%)	82.49%	82.21%	81.50%	80.10%
					收入增长率(%)	13.27%	30.10%	29.50%	28.70%
					净利润增长率(%)	31.19%	38.79%	30.26%	32.04%
					归母净利润增长率(%)	27.99%	40.22%	30.93%	32.77%
					P/E	6.94	4.95	3.78	2.85
					P/B	1.17	0.92	0.71	0.55
现金流量表	2018E	2019E	2020E	2021E					
(百万元)									
经营活动现金流	17,815	(5,567)	(2,679)	(6,896)					
投资活动现金流	(6,847)	3,349	(3,696)	(11,757)					
筹资活动现金流	(7,593)	14,594	24,556	37,548					
汇率变动的影响	0	(79)	(87)	(96)					
现金净增加额	3,376	12,297	18,094	18,800					
折旧与摊销	131	108	129	155					

数据来源: Wind 资讯, 上市公司公告, 东吴证券研究所

备注: 港币对人民币汇率取 1 港币=0.8931 元人民币

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

