

优质低估全国性房企， 关注旧改转化催化剂



香港股市 | 房地产

2019年7月12日

聚焦一二线核心城市，扎实完成全国布局

截止 18 年底，总权益土储达 1,292 万平方米：1) 43% 位于长三角。公司 18 年位列杭州市场权益销售第二；2) 23% 位于福州。福州是公司的的大本营，平均地价低、利润高；3) 通过旧改、收购，已完成在郑州、太原、西安、银川的布局，中西部核心省会有望成为中国房地产市场城市轮动的下一阶段重点。高质量的土储与战略性的全国布局将支撑公司继续提升销售规模。我们预计公司 19 年合约销售将达 1,400 亿以上，销售增速将由上半年的 3.9% 提至下半年的 23.7% 以上。

旧改储备进入收获期，估值提升可期

公司于 16 年前瞻性布局郑州、太原的旧改项目，今年开始进入收获期。在未来一年，我们预计公司可以确权约 600 万平方米建筑面积的旧改项目，6-7 月已在郑州以底价摘牌 75.3 万平方米的住宅用地；我们预计公司的总土地储备将上升至 19 年底的约 29.0 百万平方米。多元化的拿地能力是房企的核心竞争力之一，我们预计，随着公司操盘旧改的能力不断得到验证，公司估值有望获得显著提升。

预计 19 年净负债率降至 89.7%、核心净利润升至 39.1 亿元

我们预计公司的净负债率将下降至 19 年、20 年、21 年的 89.7%、85.8%、84.5%，核心股东应占净利润将由 18 年的 25 亿人民币增至 19 年、20 年、21 年的 39.1 亿、53.3 亿、64.9 亿，3 年 CAGR 37.5%。

首次覆盖，给予【买入】评级，目标价 15.60 港元

公司现价对应 4.0 倍的 19 年市盈率，低于相近规模同行 5.2 倍的均值；对应 7.4% 的 19 年股息率，高于同行的 6.7% 的均值。我们首次覆盖融信中国，因为看好公司扎实的全国布局，以及不断被验证的旧改操盘能力。我们给予公司 15.60 港币的目标价，对应 5.9 倍的 19 年预测市盈率。用 DCF 法交叉检验，得每股净资产 28.0 港币，对应给 44.2% 的净资产折让，目标价对应现价有 46.9% 的潜在升幅，我们给予【买入】评级。风险提示：地产调控加码；旧改转化慢于预期；汇率波动。

股票资料(更新至2019年7月12日)

| | | |
|-----------|------------|---------|
| 现价 | 10.62 | 港元 |
| 总市值 | 18,299.38 | 百万港元 |
| 流通股比例 | 35.37 | % |
| 已发行总股本 | 1723.11 | 百万股 |
| 52周价格区间 | 8.01-14.02 | 港元 |
| 3个月内日均成交额 | 29.89 | 百万港元 |
| 主要股东 | 欧宗洪 | 占64.47% |

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

主要财务数据 (百万人民币) (估值更新至2019年7月12日)

| 年结:12月31日 | 17 实际 | 18 实际 | 19 预测 | 20 预测 | 21 预测 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 30,341 | 34,367 | 53,831 | 73,104 | 82,456 |
| 增长率 | 166.8% | 13.3% | 56.6% | 35.8% | 12.8% |
| 股东核心净利润 | 1,158 | 2,500 | 3,919 | 5,333 | 6,493 |
| 增长率 | 21.9% | 115.9% | 56.8% | 36.1% | 21.8% |
| 每股盈利(人民币) | 0.84 | 1.59 | 2.33 | 3.12 | 3.80 |
| 市盈率 | 11.1x | 5.9x | 4.0x | 3.0x | 2.5x |
| 每股股息(人民币) | 0.00 | 0.32 | 0.69 | 0.94 | 1.14 |
| 股息率 | 0.0% | 3.4% | 7.4% | 10.0% | 12.2% |
| 每股净资产(人民币) | 6.8 | 8.0 | 9.8 | 11.9 | 14.6 |
| 市净率 | 1.4x | 1.2x | 1.0x | 0.8x | 0.6x |

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

公司简介

融信中国 2003 年起步海峡西岸经济区，目前总部位于上海。公司于 2016 年 1 月在香港联交所主板上市。公司主要业务为地产开发，专注中高端改善住宅。2018 年公司合约销售达 1,219 亿人民币。

分析师

刘洁琦 (Jieqi LIU)
Jieqi.liu@ztsc.com.hk

正文目录

| | |
|--|----------|
| 投资要点一：聚焦一二线核心城市 扎实完成全国布局 | 3 |
| 预计 19 年合约销售可达 1,400 亿，下半年销售增速显著提升 | 3 |
| 投资要点二：旧改储备进入收获期 估值提升可期 | 4 |
| 公司近期有望摘牌约 600 万平方米旧改项目 | 4 |
| 财务分析与盈利预测 | 5 |
| 预计净负债率将由 18 年底的 105.4% 下降至 19 年底的 89.7% | 5 |
| 预计核心股东应占净利润将由 18 年的 25 亿人民币增至 19 年、20 年、21 年的 39.2 亿、53.3 亿、64.9 亿元人民币 | 5 |
| 估值分析与投资建议 | 7 |
| 用相对估值法估值，订立 15.6 港币的目标价，给予“买入”评级 | 7 |
| 用净资产价值交叉检验，目标价对应 44.2% 的净资产折让 | 7 |
| 风险提示 | 8 |
| 房地产调控加码 | 8 |
| 旧改转化不及预期 | 8 |
| 人民币汇率波动 | 8 |

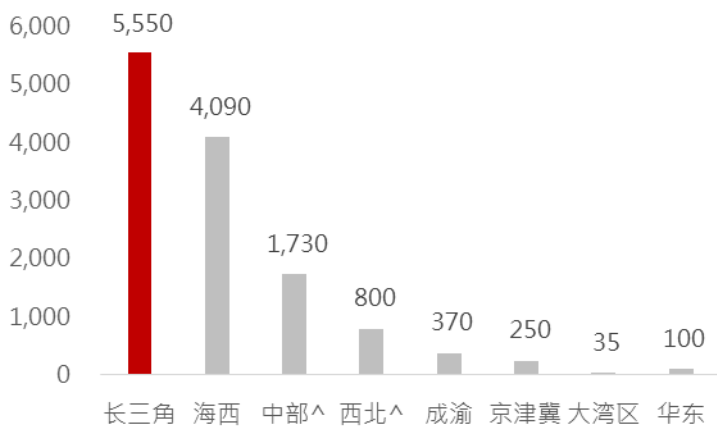
图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：融信中国：18 年底权益土储区域分布（单位：千平方米） | 3 |
| 图表 2：融信中国：18 年底权益土储城市分布 | 3 |
| 图表 3：融信中国：2019 年销售目标（单位：十亿人民币） | 3 |
| 图表 4：预计 19 年下半年销售增速显著加快（单位：十亿人民币） | 3 |
| 图表 5：郑州、太原城市更新项目（单位：百万平方米） | 4 |
| 图表 6：融信中国：19 年底土储储备预测（单位：百万平方米） | 4 |
| 图表 7：融信中国：19-20 年合约销售预测（单位：十亿人民币） | 4 |
| 图表 8：融信中国：19-21 年净负债率预测 | 5 |
| 图表 9：融信中国：归母核心净利润预测（百万人民币） | 5 |
| 图表 10：融信中国：19-21 年毛利率预测 | 5 |
| 图表 11：融信中国：19-21 年股息支出（百万人民币）预测 | 5 |
| 图表 12：财务摘要（百万人民币） | 6 |
| 图表 13：同业估值表（更新至 2019 年 7 月 11 日） | 7 |

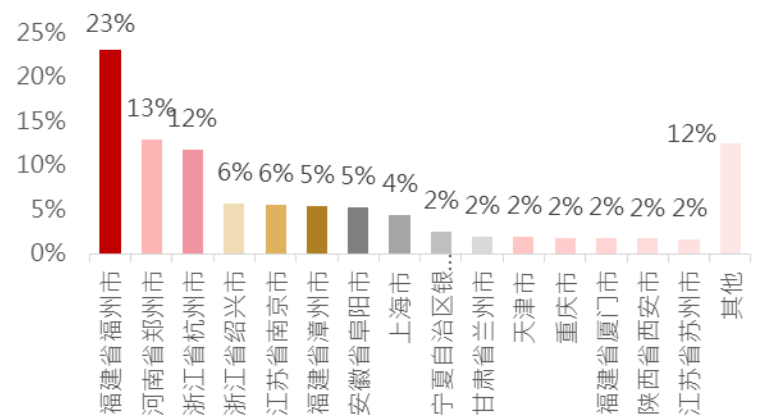
投资要点一：聚焦一二线核心城市 扎实完成全国布局

以深耕一二线城市为抓手，公司已扎实完成全国布局。截止 18 年底，公司于全国八大城市群共 39 个城市拥有 1,292 万平权益土储（图 1），其中 1）550 万平方米（43%）位于长三角。特别的，公司已在竞争激烈的浙江省杭州市获得龙头地位，18 年位列杭州市场权益销售第二，我们认为这体现了公司强大的产品竞争力；2）23% 的权益土储位于福建省福州市。福州是公司的大本营，平均地价低（约 4,500 元/平方米）、利润高（平均售价在 20,000 元/平方米）；3）通过旧改、收购，已完成在河南省郑州市、山西省太原市、陕西省西安市、宁夏回族自治区银川市布局，我们认为，中原地区及西部地区核心省会有望成为中国房地产市场城市轮动的下一阶段重点。截止 18 年底，公司的可售货值中 80% 位于一二线城市。我们认为，高质量的土地储备以及扎实的全国布局将支撑公司继续稳步扩大销售规模。公司总合约销售由 2015 年的 295.3 亿增至 2018 年的 1218.8 亿，年复合增长率 60.4%，我们保守估计公司的规模会在未来继续以 20% 左右的增速扩大销售规模。

图表 1：融信中国：18 年底权益土储区域分布（单位：千平方米）



图表 2：融信中国：18 年底权益土储城市分布



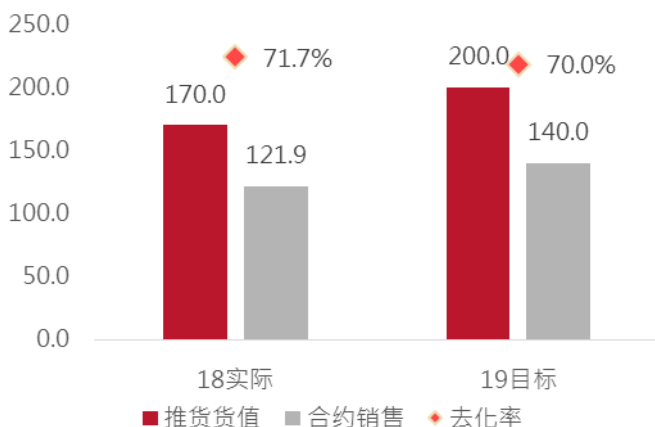
来源：公司资料，中泰国际研究部。^中部包括郑州、阜阳；西北包括西安、兰州、银川

来源：公司资料，中泰国际研究部

预计 19 年合约销售可达 1,400 亿，下半年销售增速显著提升

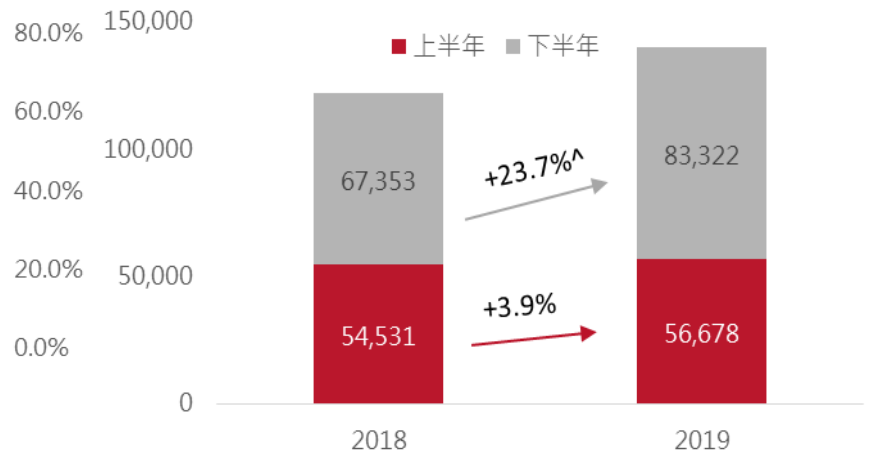
公司 18 年推盘货值 1,700 亿，实现销售 1,219 亿，去化率 71.7%；19 年预计货值 2,000 亿，销售目标 1,400 亿，对应去化率 70%（图 3），此目标相对保守，我们对公司实现目标很有信心。上半年合约销售 567 亿，同比增 3.9%，我们预计下半年销售增速会提升至 23.7% 以上，有望提振市场信心（图 4）。

图表 3：融信中国：2019 年销售目标（单位：十亿人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 4：预计 19 年下半年销售增速显著加快（单位：十亿人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部。^19 年下半年销售及增速为中泰国际预测

投资要点二：旧改储备进入收获期 估值提升可期

早于 16 年，公司开始布局郑州、太原的旧改项目。我们认为，对郑州、太原这两座老城，因为 1) 城市更新均为重点工作，2) 积极推进符合各方诉求，3) 转化模式也已运行成熟，我们判断郑州、太原的旧改项目转化速度或许会给市场带来惊喜。

公司近期有望摘牌约 600 万平方米旧改项目

目前旧改项目推进进度良好：1) 6 月 5 日与 7 月 10 日，公司在郑州市的公开土地出让中，分别以 2,660 元/平方米与 2,982 元/平方米的底价连续摘牌总建面 57.4 万方及 17.5 万方的住宅用地（图 5）；2) 公司在太原的项目已进行公示（《杏花岭区谷旦村、南窰村、柏杨树村城中村改造用地控制性详细规划方案》）。公司正逐渐证明其操盘旧改的能力。19-20 年，我们预计公司能完成约 600 万方建面的旧改项目确权。我们预计公司的总土地储备将上升至 19 年底的 29.0 百万平方米（图 6）。

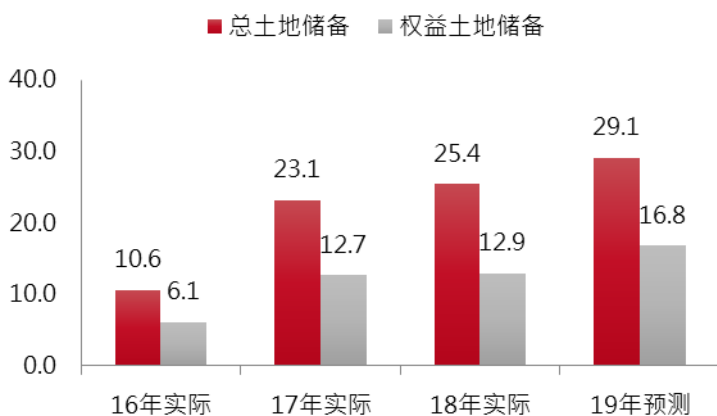
随着中国房地产市场的发展进入新的阶段，公开土地市场竞争愈加激烈，多元化的拿地能力将成为决定房企发展前景的核心竞争力之一。2019 上半年大部分时间，土地市场持续升温，在此阶段，公司仅通过公开招拍挂市场拿地约 160 万平，总地价预计约 130 亿，没有拿贵地，我们认为，充实的旧改储备和符合预期的推进节奏是支持公司保持审慎的主要原因。我们相信，随着公司操盘旧改的能力不断被验证，公司估值有望进一步提升。

图表 5：郑州、太原城市更新项目（单位：百万平方米）

| 城市 | 项目名称 | 项目位置 | 权益比例 | 占地面积 | 总建筑面积 | 何时进入一级开发 | 土地摘牌情况 |
|----|------|--------|-------|------|-------|----------|---------------------------|
| 郑州 | 奥体世纪 | 中原区西四环 | 67.0% | 0.4 | 1.3 | 2017 年 | 19 年 7 月 10 日摘牌 17.5 万平方米 |
| 郑州 | 江湾城 | 荥阳 | 87.9% | 0.9 | 1.3 | 2018 年 | |
| 郑州 | 学院府 | 高新区 | 51.0% | 0.7 | 2.4 | 2016 年 | 19 年 6 月 4 日摘牌 57.4 万平方米 |
| 太原 | 时光之城 | 杏花岭 | 80.1% | 0.8 | 2.7 | 2016 年 | 预计 19 年下半年开始逐步确权 |
| 总和 | | | | | 7.7 | | |

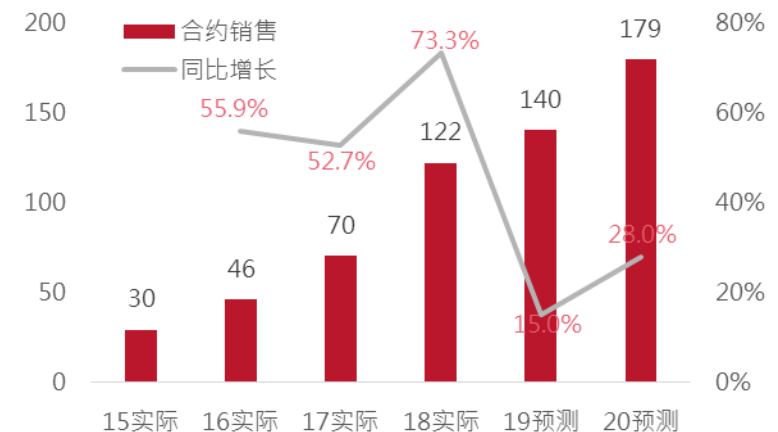
来源：公司资料，郑州市公共资源交易中心，中泰国际研究部。

图表 6：融信中国：19 年底土地储备预测（单位：百万平方米）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 7：融信中国：19-20 年合约销售预测（单位：十亿人民币）



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

财务分析与盈利预测

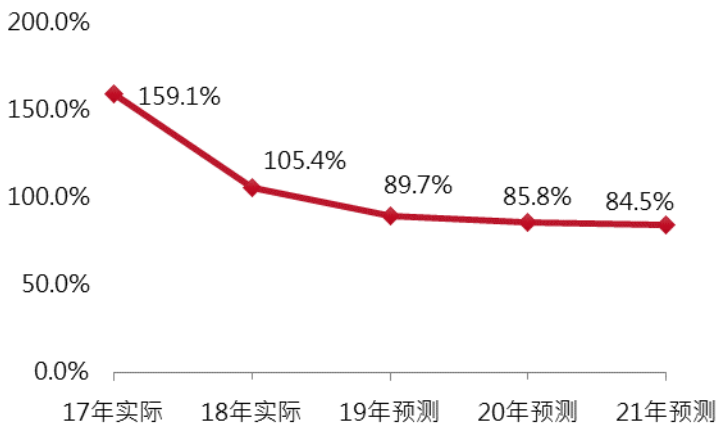
预计净负债率将由 18 年底的 105.4% 下降至 19 年底的 89.7%

随着利润释放以及公司放慢公开市场拿地节奏，公司的净负债率由 17 年底的 159% 下降至 18 年底的 105%。进入 19 年，稳降杠杆仍为公司的主要战略之一，我们预计公司的净负债率将于 19 年底下降至 90% 左右，并大致维持在这一水平（图 8）。我们预计公司的主要偿债指标也将显著改善，公司进入资产负债表风险稳步下降的通道，债项评级进一步调升可期。

预计核心股东应占净利润将由 18 年的 25 亿人民币增至 19 年、20 年、21 年的 39.2 亿、53.3 亿、64.9 亿元人民币

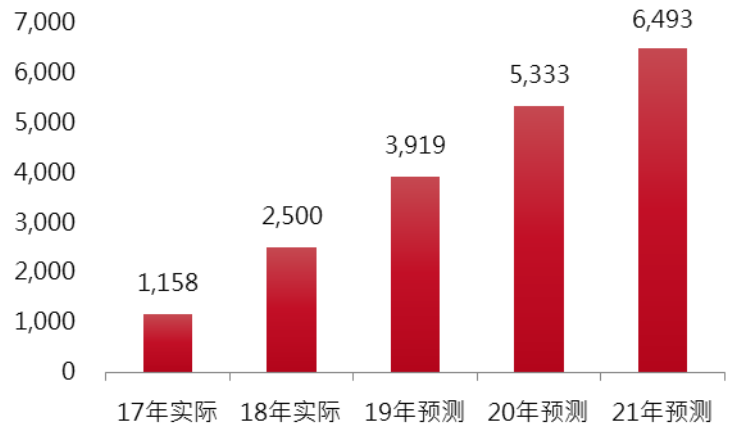
我们假设 1) 0-4 年的交付节奏；2) FY19-21 合约销售可以保持 15-30% 的同比增长；3) 公司维持 55% 左右的销售权益比，我们预计核心股东应占净利润将由 18 年的 25 亿人民币增至 19 年、20 年、21 年的 39.1 亿、53.3 亿、64.9 亿，3 年 CAGR 37.5%。我们预计公司的总股息支出将由 18 年的 5.1 亿人民币上升至 19 年、20 年、21 年的 11.8 亿、16.0 亿和 19.5 亿。

图表 8：融信中国：19-21 年净负债率预测



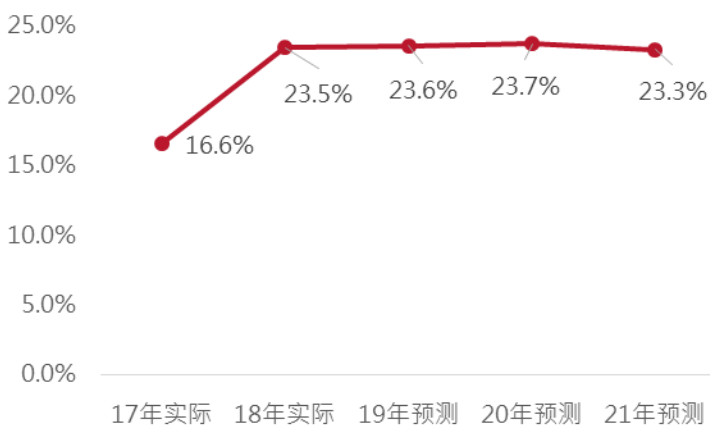
来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 9：融信中国：归母核心净利润预测（百万人民币）



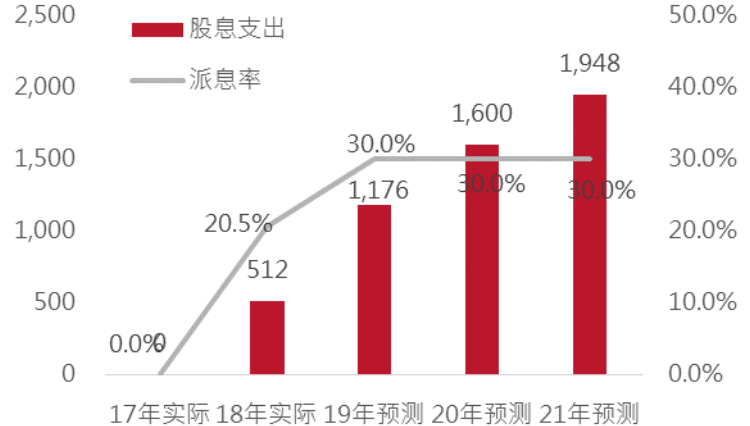
来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 10：融信中国：19-21 年毛利率预测



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 11：融信中国：19-21 年股息支出（百万人民币）预测



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 12：财务摘要 (百万人民币)

| 利润表 | 17A | 18A | 19E | 20E | 21E | 现金流量表 | 17A | 18A | 19E | 20E | 21E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 30,341 | 34,367 | 53,831 | 73,104 | 82,456 | 税前利润 | 4,990 | 6,658 | 10,526 | 14,419 | 16,207 |
| - 物业开发 | 29,589 | 33,407 | 52,679 | 71,721 | 80,798 | 加：财务支出 (净) | -223 | 292 | -190 | -237 | -293 |
| - 建筑合同 | 560 | 651 | 781 | 937 | 1,124 | 减：投资物业公允价值收益净额 | -1,108 | -337 | 0 | 0 | 0 |
| - 物业投资 | 193 | 309 | 371 | 445 | 535 | 减：应占联营及合营公司损益 | -283 | -903 | -1,400 | -1,828 | -2,061 |
| 销售成本 | (25,317) | (26,302) | (41,127) | (55,778) | (63,244) | 加：折旧及摊销 | 75 | 131 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利 | 5,025 | 8,065 | 12,704 | 17,326 | 19,212 | 营运资金变动及其他 | -11,910 | 14,359 | 1,915 | 3,260 | 2,006 |
| 投资物业公允价值收益净额 | 1,108 | 337 | 0 | 0 | 0 | 已付所得税及增值税 | -1,912 | -2,385 | -4,928 | -6,597 | -6,725 |
| 其他收入及收益 | 46 | 123 | 0 | 0 | 0 | 经营业务现金净额 | -10,372 | 17,815 | 5,924 | 9,017 | 9,134 |
| 销售、管理费用 | (1,695) | (2,478) | (3,768) | (4,971) | (5,360) | 购买投资物业、投资厂房 | -4,716 | -1,187 | 0 | 0 | 0 |
| 财务收入 | 248 | 243 | 292 | 350 | 420 | 向合营及联营公司注资 | -3,239 | -56 | 0 | 0 | 0 |
| 财务支出 | (25) | (535) | (101) | (113) | (127) | 净向关联方垫资 | -3,882 | -4,388 | 0 | -5,000 | -7,000 |
| 应占联营及合营公司损益 | 283 | 903 | 1,400 | 1,828 | 2,061 | 定期存款减少/(增加) | 4,206 | -778 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前利润 | 4,990 | 6,658 | 10,526 | 14,419 | 16,207 | 其他 | 850 | -438 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税开支 | (2,343) | (3,186) | (4,928) | (6,597) | (6,725) | 投资活动现金净额 | -6,781 | -6,847 | 0 | -5,000 | -7,000 |
| 净利润 | 2,646 | 3,472 | 5,598 | 7,822 | 9,482 | 净新增借款 | 26,025 | -9,149 | 4,237 | 9,583 | 7,730 |
| - 股东应占净利润 | 1,680 | 2,150 | 3,919 | 5,333 | 6,493 | 净关联方垫款 | -253 | 4,038 | 0 | 0 | 0 |
| - 有关高级永续证券的分派 | 232 | 164 | 72 | 0 | 0 | 发行股票所得款项 | 1,020 | 893 | 1,183 | 0 | 0 |
| - 非控股权益 | 734 | 1,158 | 1,607 | 2,489 | 2,989 | 股息分派 | 0 | | -512 | -1,176 | -1,600 |
| EBITDA 注1 | 4,841 | 7,081 | 10,336 | 14,182 | 15,914 | 利息开支 | -3,934 | -5,085 | -5,060 | -5,636 | -6,331 |
| 股东应占核心净利润 注2 | 1,158 | 2,500 | 3,919 | 5,333 | 6,493 | 其他 | 1,306 | 1,711 | -72 | 0 | 0 |
| 股息支出 | 0 | 512 | 1,176 | 1,600 | 1,948 | 融资活动现金净额 | 24,165 | -7,593 | -225 | 2,771 | -201 |
| 每股基本盈利 (人民币) | 0.84 | 1.59 | 2.33 | 3.12 | 3.80 | 年初现金及现金等价物 | 11,526 | 18,473 | 21,849 | 27,547 | 34,334 |
| 每股股息 (人民币) | 0.00 | 0.32 | 0.69 | 0.94 | 1.14 | 现金及现金等价物之增加净额 | 7,013 | 3,376 | 5,698 | 6,788 | 1,933 |
| 每股净资产 (人民币) | 6.8 | 8.0 | 9.8 | 11.9 | 14.6 | 汇率变动对现金的影响 | -65 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 期末现金及现金等价物 | 18,473 | 21,849 | 27,547 | 34,334 | 36,267 |

| 资产负债表 | Dec 17 | Dec 18 | Dec 19 | Dec 20 | Dec 21 | 重要指标 | 17A | 18A | 19E | 20E | 21E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 150,349 | 180,469 | 204,053 | 231,973 | 243,108 | 增长率： | | | | | |
| 发展中物业及可售已建成物业 | 100,377 | 125,498 | 143,385 | 164,517 | 173,719 | - 总收入 | 166.8% | 13.3% | 56.6% | 35.8% | 12.8% |
| 应收账款 | 23,720 | 18,482 | 18,482 | 18,482 | 18,482 | - 毛利 | 118.3% | 60.5% | 57.5% | 36.4% | 10.9% |
| 货币资金 | 18,473 | 21,849 | 27,547 | 34,334 | 36,267 | - EBITDA | 179.9% | 46.3% | 46.0% | 37.2% | 12.2% |
| 受限制现金 | 1,934 | 2,258 | 2,258 | 2,258 | 2,258 | - 股东应占核心净利润 | 21.9% | 115.9% | 56.8% | 36.1% | 21.8% |
| 定期存款 | 111 | 889 | 889 | 889 | 889 | 盈利能力： | | | | | |
| 其他流动资产 | 5,734 | 11,492 | 11,492 | 11,492 | 11,492 | - 毛利率 | 16.6% | 23.5% | 23.6% | 23.7% | 23.3% |
| 非流动资产 | 19,848 | 22,975 | 24,375 | 31,203 | 40,264 | - EBITDA利润率 | 16.0% | 20.6% | 19.2% | 19.4% | 19.3% |
| 投资性房地产 | 10,465 | 12,032 | 12,032 | 12,032 | 12,032 | - 经调整净利润率 | 7.8% | 7.5% | 7.8% | 8.2% | 9.0% |
| 于合营联营公司之权益 | 6,744 | 7,698 | 9,098 | 15,925 | 24,987 | - 股东应占净利润率 | 3.8% | 7.3% | 7.3% | 7.3% | 7.9% |
| 其他非流动资产 | 2,638 | 3,246 | 3,246 | 3,246 | 3,246 | 回报率： | | | | | |
| 总资产 | 170,196 | 203,444 | 228,428 | 263,176 | 283,372 | - 资产回报率 | 0.9% | 1.3% | 1.8% | 2.2% | 2.4% |
| 流动负债 | 88,784 | 127,670 | 141,913 | 164,434 | 172,108 | - 股东资金回报率 | 4.3% | 7.5% | 10.3% | 12.2% | 12.9% |
| 合同负债 | 41,244 | 63,963 | 65,527 | 78,941 | 88,513 | 负债率： | | | | | |
| 应付款项 | 22,949 | 33,817 | 47,467 | 52,996 | 48,355 | - 净负债权益比 | 159.1% | 105.4% | 89.7% | 85.8% | 84.5% |
| 短期借款 | 21,844 | 24,823 | 23,851 | 27,429 | 30,172 | 其他关键财务指标： | | | | | |
| 其他流动负债 | 2,747 | 5,068 | 5,068 | 5,068 | 5,068 | - SG&A对收入比例 | -5.6% | -7.2% | -7.0% | -6.8% | -6.5% |
| 非流动负债 | 50,651 | 40,155 | 45,812 | 52,317 | 57,304 | - 现金对短债覆盖率 | 0.9 | 1.0 | 1.3 | 1.4 | 1.3 |
| 长期借款 | 47,610 | 37,710 | 43,366 | 49,871 | 54,858 | - EBITDA对利息覆盖率 | 1.2 | 1.4 | 2.0 | 2.5 | 2.5 |
| 递延税项负债 | 3,041 | 2,445 | 2,445 | 2,445 | 2,445 | - 派息率 | 0.0% | 20.5% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 总负债 | 139,435 | 167,826 | 187,725 | 216,750 | 229,412 | | | | | | |
| 权益 | 30,761 | 35,618 | 40,703 | 46,425 | 53,960 | | | | | | |
| 股东权益 | 10,224 | 12,755 | 16,681 | 20,414 | 24,959 | | | | | | |
| 非控股权益 | 17,795 | 21,915 | 23,522 | 26,011 | 29,001 | | | | | | |
| 永续 | 2,742 | 948 | 500 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债+权益 | 170,196 | 203,444 | 228,428 | 263,176 | 283,372 | | | | | | |

来源：公司资料，中泰国际研究部预测。注1：EBITDA=所得税前利润+财务成本/(收入)净额+折旧+无形资产摊销。注2：归母核心净利润=归母净利润-除递延所得税后投资物业公允价值+汇兑损失-重新计量合营企业转子公司的公允价值收益+以股权结算购股权开支

估值分析与投资建议

用相对估值法估值，订立 15.6 港币的目标价，给予“买入”评级

我们认为在未来的 3-5 年，行业集中度将持续提升，大中型房企将进一步提高销售规模；同时，15-18 年的快速销售增长可以支撑大中型房企在 19-21 年释放利润。考虑以上趋势，我们判断每股盈利的上升仍是股价的主要驱动力之一。故我们使用相对估值法。

我们选取 4 家与融信规模相近的中型全国性开发商以及深耕郑州的建业地产 (832 HK)，与公司作同业比较。公司现价 10.62 港币，对应 4.0 倍的 2019 年预测市盈率，低于可比同业的 5.2 倍的平均值；对应 7.4% 的 19 年预测股息率，高于于可比同业 6.7% 的平均值 (图 13)。

我们认为，1) 上半年销售增长较慢；2) 市场担忧个别高地价项目影响利润率 为公司估值低于同业的主要原因。如前文所述，1) 我们对公司完成销售销售目标很有信心，销售增速预计将于下半年提升至 20% 以上；2) 公司整体土储结构良好，同时，我们预计旧改项目转化有助于提升利润率。综上，我们认为压低估值的因素逆转在即。

展望未来，公开土地市场竞争将愈加激烈，多元化的拿地途径将成为房地产企业的核心竞争力之一，我们非常看好公司在旧改的储备及经验。我们给与公司 15.60 港币的目标价，对应 5.9 倍的 19 年预测市盈率，略高于同业平均，体现我们对市场情绪恢复的预期以及对公司竞争力的认可。目标价相对现价有 46.9% 的升幅，我们给予“买入”评级。

图表 13：同业估值表 (更新至2019年7月12日)

| | 代码 | 股价 港元 | 市值 十亿 港元 | 年结 | 市盈率 | | | 市净率 | | | 股息率 (%) | | | 净负债率 2018年12 月31日 |
|-------------|----------------|--------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------------|
| | | | | | 年度 ₀ | 年度 ₁ | 年度 ₂ | 年度 ₀ | 年度 ₁ | 年度 ₂ | 年度 ₀ | 年度 ₁ | 年度 ₂ | |
| 美的置业 | 3990 HK | 21.00 | 25.0 | 12/2018 | 6.0 | 5.1 | 3.8 | 1.4 | 1.1 | 1.0 | 5.8 | 7.9 | 10.6 | 139.1% |
| 正荣地产 | 6158 HK | 5.06 | 20.9 | 12/2018 | 8.5 | 5.5 | 4.0 | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 3.0 | 4.9 | 6.7 | 94.3% |
| 宝龙地产 | 1238 HK | 4.72 | 18.9 | 12/2018 | 5.8 | 4.8 | 3.8 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 6.4 | 8.0 | 10.1 | 103.6% |
| 中骏集团控股 | 1966 HK | 4.07 | 16.8 | 12/2018 | 4.1 | 4.6 | 3.6 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 5.2 | 6.9 | 8.9 | 77.6% |
| 建业地产 | 832 HK | 3.84 | 10.5 | 12/2018 | 7.6 | 6.2 | 4.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 3.7 | 5.9 | 7.9 | 54.2% |
| 可比同业平均值 | | | | | 6.4 | 5.2 | 3.8 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 4.8 | 6.7 | 8.8 | 93.8% |
| 可比同业中位数 | | | | | 6.0 | 5.1 | 3.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 5.2 | 6.9 | 8.9 | 94.3% |
| 融信中国 | 3301 HK | 10.62 | 18.3 | 12/2018 | 5.9 | 4.0 | 3.0 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 3.4 | 7.4 | 10.0 | 105.4% |

来源：公司资料，彭博，中泰国际研究部预测 (融信中国)。净负债率 = (总借款 - 现金) / (总权益)

用净资产价值交叉检验，目标价对应 44.2% 的净资产折让

基于 DCF 模型，我们得出公司的 2019 年底预测净资产价值 (NAV) 为 28.0 港元，15.60 港币的目标价对应 44.2% 的净资产折让。考虑公司的规模、成长速度以及财务，我们认为这个折让幅度属于合理区间。

风险提示

房地产调控加码

房住不炒、一城一策为近期中国房地产市场调控的主基调。公司约 80%的货值位于一二线城市。如果房地产调控进一步加码，特别是限价政策进一步收紧，将对公司的销售产生负面影响。然而，我们认为政策在一二线城市进一步收紧的空间非常有限。

旧改转化不及预期

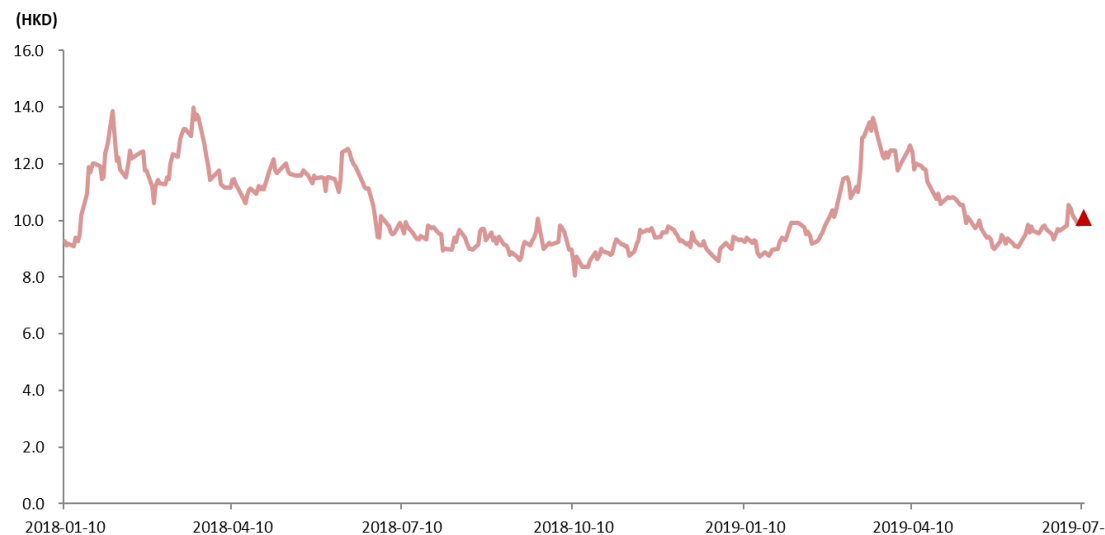
旧改项目转化涉较多政府审批，如果转化不及预期，将影响公司补充土储及货值的节奏。然而，如我们前文所述，郑州、太原旧改复合多方利益诉求，我们预计推进速度将会比较积极，风险可控。

人民币汇率波动

公司业务位于中国，人民币汇率贬值将对公司的净利润以及股票估值产生负面影响。

历史建议和目标价

融信中国 (3301 HK) 股价表现及评级时间表



来源：中泰国际研究部·彭博

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

| | 日期 | 收市价 | 评级变动 | 目标价 |
|---|------------|------|------------|-----------|
| 1 | 2019-07-11 | 10.1 | 【买入】(首次覆盖) | HK\$15.60 |

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。