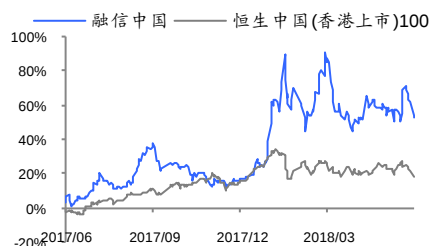


投资评级 优于大市 **首次覆盖**
股票数据

 06 月 22 日收盘价 (港元) 11.14
 52 周股价波动 (港元) 8.22-14.00
 总股本/流通 H 股 (百万股) 1598/1598
 总市值/流通市值 (百万港元) 17805/17805

市场表现


恒生中国 100 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.97	0.18	-18.92
相对涨幅 (%)	2.12	3.14	-12.64

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 涂力磊

Tel: (021) 23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

联系人: 杨凡

Tel: (021) 23219812

Email: yf11127@htsec.com

实力黑马踏准周期, 待规模和业绩双突破

投资要点:

- 踩对板块周期, 实现规模三连跳。**2015-2017 年公司房地产销售合约收入和资产规模复合增速超过 100%。销售规模的快速扩展得益于公司踩对了板块周期时点, 先于周期上行前重仓潜力长三角城市。根据公司 2015-2016 年报, 公司新增土储主要聚焦于杭州和福州。杭州和福州成交楼面均价近年涨幅明显。此外, 得益于公司产品定位和中高端品牌溢价, 公司在主力销售城市 (杭州和福州) 的成交均价稳定上升。
- 通过收购获取低价土地储备, 开启全国化布局。**截至 2017 年底, 公司总土地储备分布全国 33 个城市, 总建面约 2315 万平方米, 权益建面约 1267 万平方米, 平均楼面均价为 6568 元/平方米 (占 2017 年销售均价 2.1 万元/平方米的 31%), 其中通过收购获得的土地储备平均楼面均价为 4814 元/平方米。公司通过 2017 年底收购安徽和宁波海宁 55% 股权、2018 年 Q1 收购郑州清华园 100% 股权, 低成本获得中西部和郑州的布局, 初步完成了从区域到全国的转换。
- 战略调整财务, 加强安全边际。**公司在经历了快速扩张、初步完成全国化布局后, 适时调整财务策略, 加强公司财务安全边际。公司管理层在 2018 年 3 月的投资者会议上明确将: 1) 调整公司负债, 下调资产负债率和净负债率, 计划在 2018 年将净负债率调至 100%; 2) 提高公司流动性, 最低现金余额应保障足以满足未来 12 个月基础运营资金支付, 以保障充足的流动性。从运营层面上, 为了达到财务文件, 公司拟审慎通过招拍挂拿地、坚持“轻资产”合作模式减少资金压力和严格要求回款。
- 投资建议:**我们认为融信中国在 15-16 年踩对了长三角板块上行周期, 其改善性产品受益于品牌溢价在主力城市销售强劲, 公司正享规模快速增长。我们认为伴随着公司销售持续向好, 公司将有能力持续优化财务结构, 降低负债率并提高流动性。看好公司未来销售和财务业绩的双重改善。我们预测公司 2018-2019 年 EPS 分别为人民币 1.85、2.52 元。综合 PE 估值法和 RNAV 估值法, 我们给予融信中国 2018 年 6.5-8 倍 PE 估值。我们预测 2017-2019 年归母净利润复合增速约 54.8%, 对应 PEG 为 0.12-0.15 (可比公司平均 PEG 为 0.22), 对应市值为 236-290 亿港元, 对应合理价值区间为 14.75-18.15 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。(本文除特别说明外货币均为人民币计价, 港元:人民币=1:0.8166)
- 风险提示:** 房地产企业融资方面进一步收紧对公司资金方面造成压力; 公司新收购可能会因为收购费用、个别结算项目影响毛利率, 致使毛利率下滑。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11371.66	30341.40	38083.49	55026.78	71991.88
(+/-) YoY (%)	53.37%	166.82%	25.52%	44.49%	30.83%
净利润 (百万元)	1292.34	1679.53	2960.84	4023.72	5051.25
(+/-) YoY (%)	-9.80%	29.96%	76.29%	35.90%	25.54%
全面摊薄 EPS (元)	0.81	1.05	1.85	2.52	3.16
毛利率 (%)	20.24%	16.56%	21.00%	21.00%	21.00%
净资产收益率 (%)	5.60%	5.46%	7.71%	8.34%	8.46%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润。全面摊薄每股收益按公司最新配股后总股本 15.98 亿股计算。

目 录

1. 加码长三角，乘板块上行周期快速成长	5
2. 通过收购进入中西部地区，形成全国布局	7
3. 利润在 17 年基础上仍有修复空间	8
4. 产品聚焦中高端，匹配土储区位布局	11
5. 轻资产模式加强区位布局和减轻资金压力	12
6. 战略调整财务策略，提高安全边际	12
7. 盈利预测	14
8. 估值和投资建议	16
8.1 公司估值	16
8.2 投资建议	17
财务报表分析和预测	18

图目录

图 1	融信中国发展历程.....	5
图 2	2014-2017 年公司房地产合约销售金额.....	5
图 3	2014-2017 年公司总资产.....	5
图 4	2015-2016 年公司新增土地储备分布（万平方米）.....	6
图 5	2013-2017 年福州和杭州成交楼面均价（元每平方米）.....	6
图 6	2015-2017 年销售额分城市占比.....	6
图 7	2015-2017 年公司销售均价（元每平方米）.....	6
图 8	融信中国 2017 年 12 月-2018 年 5 月合约销售额和面积.....	6
图 9	融信中国 2017 年 12 月-2018 年 5 月合约销售均价.....	6
图 10	全国商品房销售额 1-4 月累计同比增长 9.0%.....	7
图 11	2018 年 1-5 月 TOP100 强房企销售保持高增长.....	7
图 12	2016-17 年公司新进入城市及项目数量（个）.....	8
图 13	2017 年土地储备区域分布（按面积）.....	8
图 14	融信中国截至 2017 年土地储备形成全国布局.....	8
图 15	截至 2017 年底公司土地储备中各年土储均价（元/平米）.....	10
图 16	2017 年土地储备各区域的销售均价和楼面均价.....	10
图 17	截至 2017 年底全口径项目总建面占比.....	10
图 18	截至 2017 年底公司权益未结转建面占比.....	10
图 19	公司 2016 年高价地销售均价和楼面均价以及项目权益占比.....	10
图 20	公司 2017 年高价地销售均价和楼面均价以及项目权益占比.....	11
图 21	公司六大住宅项目系列.....	11
图 22	轻资产合作模式.....	12
图 23	融信中国 2015 年-2017 年资产负债率.....	13
图 24	融信中国 2015 年-2017 年净负债率.....	13
图 25	融信中国 2015 年-2017 年流动比率.....	13
图 26	融信中国 2015 年-2017 年速动比率.....	13

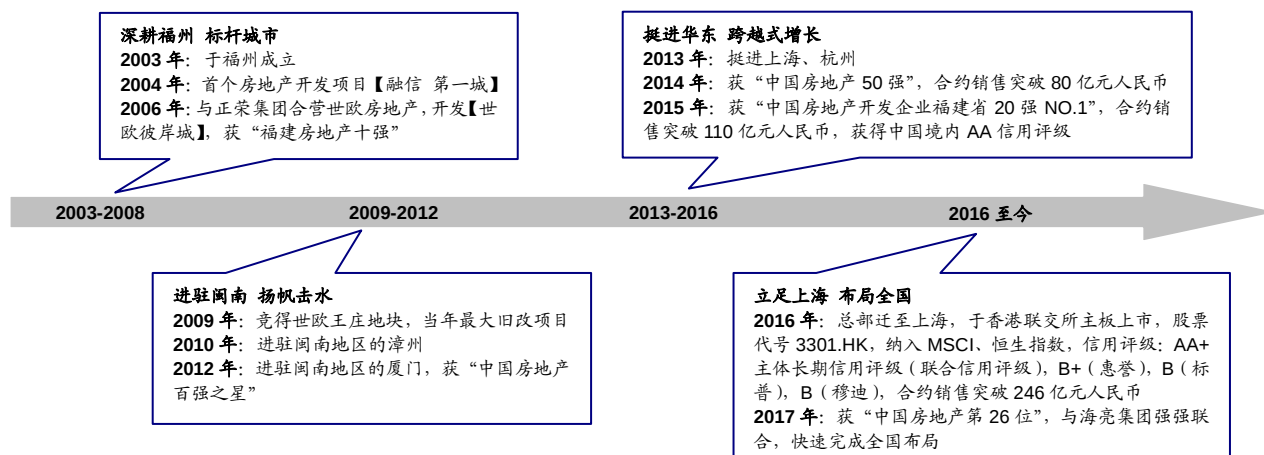
表目录

表 1	融信中国收购郑州清华园和海亮房地产公司项目	7
表 2	融信中国七大核心城市群布局	7
表 3	2017 年底土地储备中海亮项目成本和预计售价	9
表 4	融信中国 2017 年以来重大融资事件	13
表 5	融信中国分项业务预测	14
表 6	融信中国所得税预测	15
表 7	公司盈利预测表	15
表 8	毛利率变动对年度预测净利润影响的敏感性分析	15
表 9	可比公司估值表	16
表 10	融信中国 RNAV 估值	16

1. 加码长三角，乘板块上行周期快速成长

从福州走向全国，成长迅速。融信中国于 2003 年在福建省福州市创立。2003-2008 年深耕福州并辐射闽南地区，成为区域型龙头企业。因看中长三角发展潜力，公司于 2013 年进入上海和杭州，并开始长三角重点一二线城市布局土地储备。2016 年公司在港交所上市，并将总部搬到上海，开启了“以上海为中心，辐射全国一二线城市”的全国化布局。

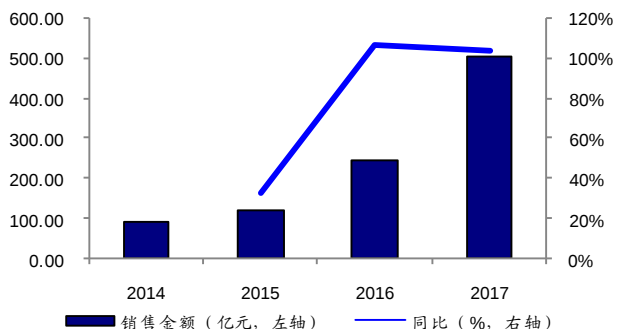
图1 融信中国发展历程



资料来源：融信中国官网，海通证券研究所

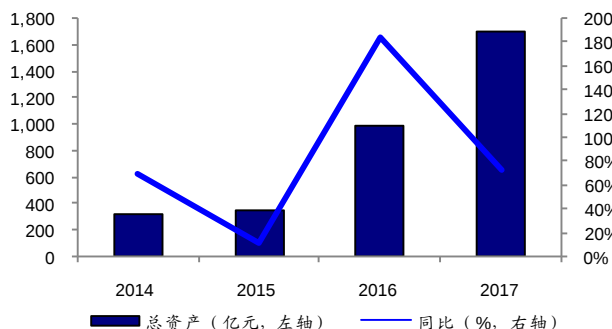
踩对板块周期，实现规模三连跳。2015-2017 年，公司房地产销售合约收入和资产规模复合增速超过 100%。公司销售和资产规模的快速增长得益于公司踩对了板块周期时点，先于周期上行前重仓潜力长三角城市。根据公司 2015-2016 年报上公开信息，公司新增土储主要聚焦于杭州和大本营福州。杭州和福州成交楼面均价近年涨幅明显，公司提前布局杭州和福州锁定较低成本土地。其次，杭州和福州在 2015-2017 年公司合约销售贡献最高，公司在这两个城市的成交平均房价稳定上升。

图2 2014-2017 年公司房地产合约销售金额



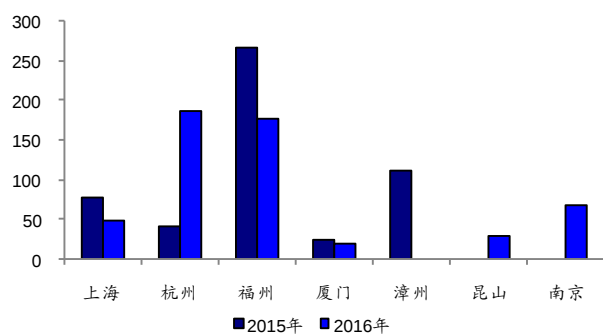
资料来源：融信中国 2015-2017 年报，海通证券研究所

图3 2014-2017 年公司总资产



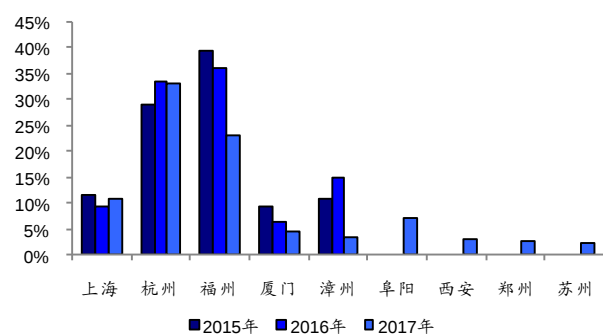
资料来源：融信中国 2015-2017 年报，海通证券研究所

图4 2015-2016 年公司新增土地储备分布 (万平方米)



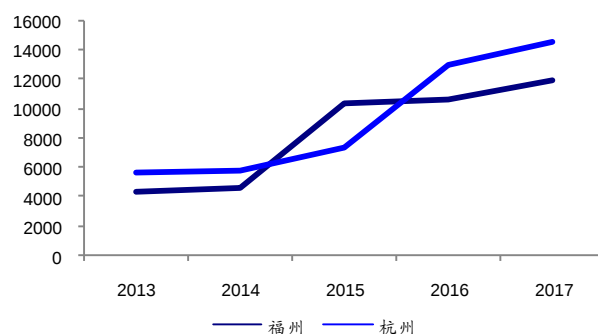
资料来源: 融信中国 2015-2016 年报, 海通证券研究所

图6 2015-2017 年销售额分城市占比



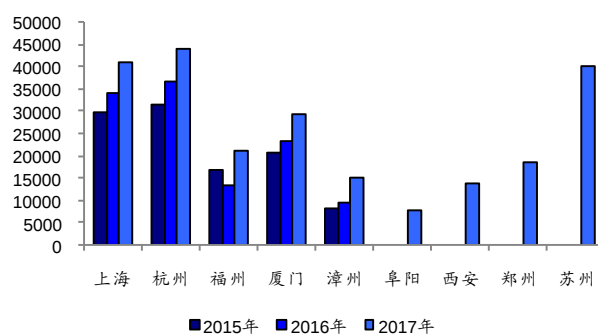
资料来源: 融信中国 2015-17 年报, 海通证券研究所

图5 2013-2017 年福州和杭州成交楼面均价 (元每平方米)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

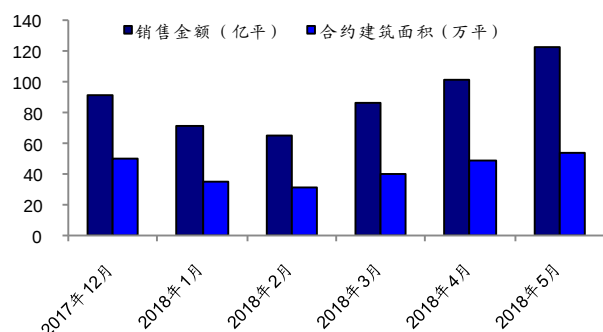
图7 2015-2017 年公司销售均价 (元每平方米)



资料来源: 融信中国 2015-2017 年报, 海通证券研究所

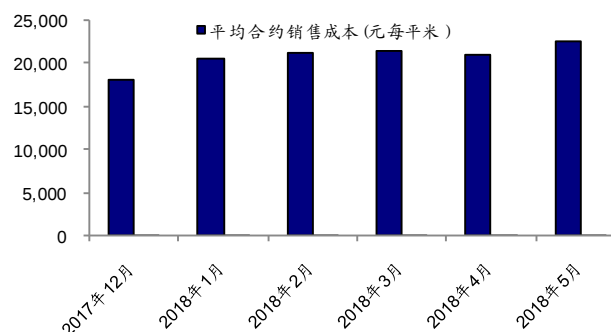
销售持续超预期, 2018 年 1-5 月累计销售额直逼 2017 年全年销售。融信中国 2018 年 1-5 月累计合约销售额达到 447 亿元, 同比增长 307%¹, 是公司 2017 年全年合约销售总额 502 亿元的 89%。公司 2018 年 1-5 月累计销售业绩大幅超过行业平均 (全国住宅销售额同比增速 9%) 以及大部分销售额排名前 50 的公司, 成为行业实力黑马。

图8 融信中国 2017 年 12 月-2018 年 5 月合约销售额和面积



资料来源: 融信中国 2017-2018 年月度经营简报, 海通证券研究所

图9 融信中国 2017 年 12 月-2018 年 5 月合约销售均价



资料来源: 融信中国 2017-2018 年月度经营简报, 海通证券研究所

¹ 根据克尔瑞经营销售数据

图10 全国商品房销售额 1-4 月累计同比增长 9.0%



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 2018 年 1-5 月 TOP100 强房企销售保持高增长

	销售金额 (亿元)	累计同比 (%)	权益销售 (亿元)	累计同比 (%)
1-10	15406	26.50%	12194	24.60%
11-20	5278	27.90%	4314	29.70%
21-30	4034	35.60%	3097	33.10%
31-50	4661	34.10%	3979	43.60%
51-100	5357	37.80%	4950	38.70%

资料来源：克尔瑞，海通证券研究所

2. 通过收购进入中西部地区，形成全国布局

通过收购进入中西部区域。2017 年 Q3 和 2018 年 Q1，公司分别收购宁波海亮 55% 股权、安徽海亮 55% 的股权，以及郑州清华园房地产公司 100% 股权。通过收购，公司获得郑州、成渝、西部（西安、兰州、西宁、银川）超过 530 万平方米土地储备。公司通过股权收购的方式，积极开拓中西部潜力城市，土地布局从东部沿海扩展到内陆。

表 1 融信中国收购郑州清华园和海亮房地产公司项目

	郑州收购	海亮收购
公告日期	2018 年 2 月 9 日	2017 年 7 月 27 日
并购公司	郑州清华园房地产开发有限公司	宁波海亮房地产投资有限公司及； 安徽海亮房地产有限公司
收购股权	100%	55%
交易价格	8.02 亿元	28.97 亿元
土地储备	29.53 万平方米	503 万平方米

资料来源：《须与披露交易-以收购目标公司股权的方式收购土地》，《主要交易-收购宁波海亮及安徽海亮股权》，海通证券研究所

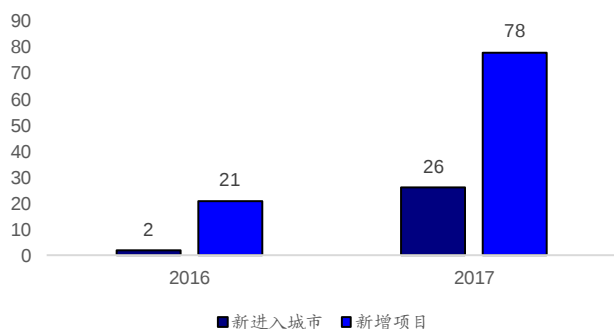
土储形成全国化布局，储备足够支持持续成长。截至 2017 年底，公司已实现了全国化的战略布局。公司土地储备聚焦七大核心城市群：长三角、海峡西岸、成渝、大湾区、中部、西部和京津冀城市群，布局广州、南京、天津、重庆等 33 个城市，合计 133 个项目，其中 80% 以上分布在长三角和海西区域。截至 2017 年 12 月 31 日，公司拥有的总土地储备面积达到 2315 万平方米，权益土地储备面积约 1267 万平方米。

表 2 融信中国七大核心城市群布局

城市群	城市（个）	项目数量（个）
长三角	19	75
海峡西岸	5	38
成渝	2	2
大湾区	1	1
中部	1	3
西部	4	12
京津冀	1	2
合计	33	133

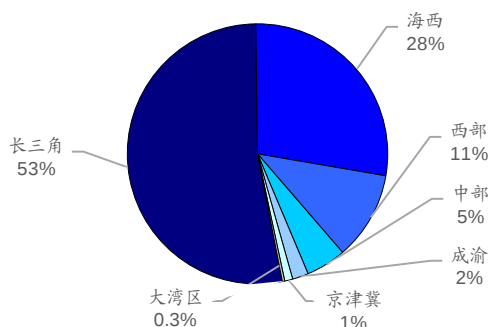
资料来源：融信中国 2017 年报，海通证券研究所

图12 2016-17 年公司新进入城市及项目数量 (个)



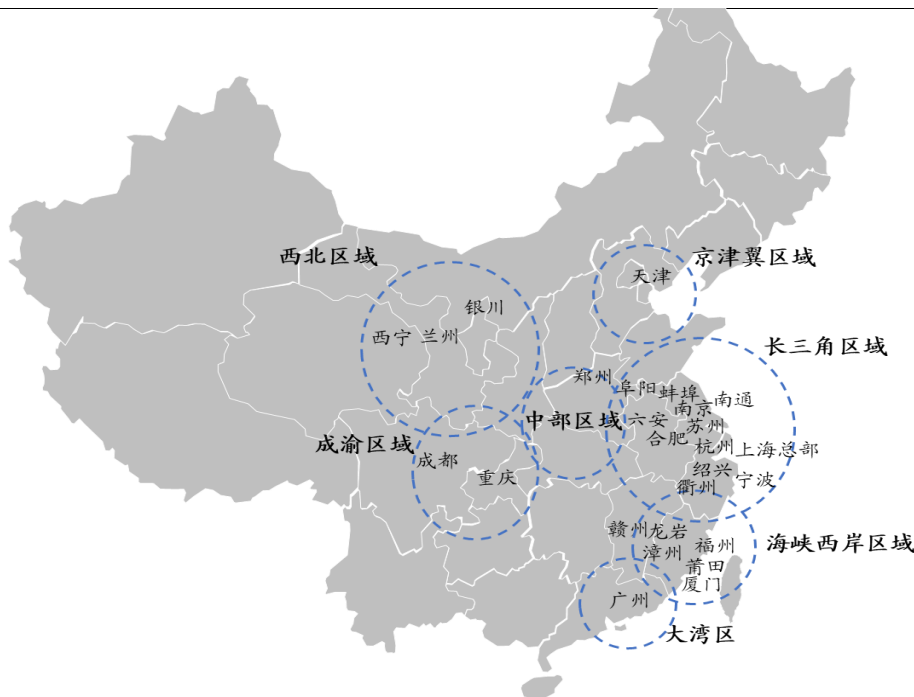
资料来源：融信中国 2016-17 年年报，海通证券研究所

图13 2017 年土地储备区域分布 (按面积)



资料来源：融信中国 2017 年报，海通证券研究所

图14 融信中国截至 2017 年土地储备形成全国布局



资料来源：融信中国官网，海通证券研究所

3. 利润在 17 年基础上仍有修复空间

2017 年毛利率受收购影响较低，未来结转有提升空间。我们认为公司毛利率由 2016 年的 20.24% 下降至 2017 年 16.56%，主要因①个别收购项目在 2017H2 交付和结转且利润较低；②这些项目在财务处理上以收购日的公允价值作为初始成本，因此对毛利率有负面影响（公司 2017 年报 P40）。若剔除收购项目的公允价值影响，我们认为公司 2017 年实际毛利率可调整到约 23%。实际上，公司收购安徽和宁波海亮各 55% 股权，获得的总土地储备的综合毛利率是比较可观的。我们根据公司 2017 年披露的新增土地储备表，单独罗列了带有“海亮”名字的项目（如表 3）。根据公司年报披露的楼面均价以及我们预估的销售均价，我们认为公司收购的大部分项目土地成本占销售均价在 30% 以下或者更低。我们认为，公司此次收购海亮的大部分项目在未来销售完进入结转期时会提升公司毛利率而不是进一步降低。

表 3 2017 年底土地储备中海亮项目成本和预计售价

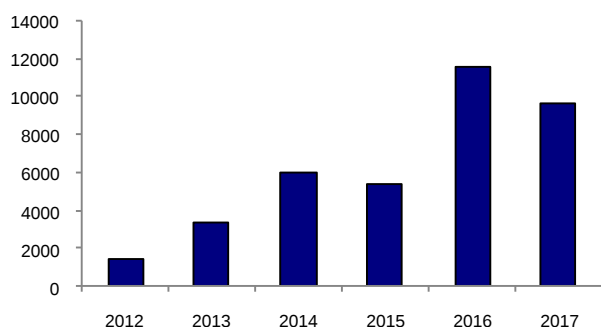
项目名称	城市	权益 (%)	公司楼面均价 (元每平方米)	预计销售均价 (元每平方米)	公司楼面均价/预计销售均价 (元每平方米)
海亮·珑园	阜阳	55%	2321	6000	39%
融信海亮·江湾城	六安	55%	1984	7000	28%
海亮·德文郡	西安	35%	2546	18000	14%
海亮·江湾城	阜阳	55%	1662	18000	9%
海亮·唐宁府	西安	25%	1960	11000	18%
海亮明珠	蚌埠	55%	1010	7000	14%
海亮天御	蚌埠	55%	1680	7000	24%
海亮官邸	六安	55%	2033	7000	29%
海亮天御	宣城	55%	1094	9800	11%
海亮时代 ONE	郑州	55%	3284	20000	16%
海亮·新英里	西安	52%	3136	18000	17%
海亮·幸福里	阜阳	44%	1658	7000	24%
海亮大都汇	西宁	55%	1198	17845	7%
海亮天城	赣州	55%	3602	29323	12%
海亮·星城	阜阳	42%	1934	29323	7%
海亮熙悦	西安	33%	446	18000	2%
海亮·悦府	阜阳	55%	990	7000	14%
海亮·华府	阜阳	55%	5654	7000	81%
海亮·御府	阜阳	55%	682	7000	10%
海亮熙园	蚌埠	55%	1691	7000	24%
海亮和园	兰州	52%	5257	8000	66%
海亮国际社区	银川	55%	67	7000	1%
平均					21%

资料来源：融信中国 2017 年报，海通证券研究所

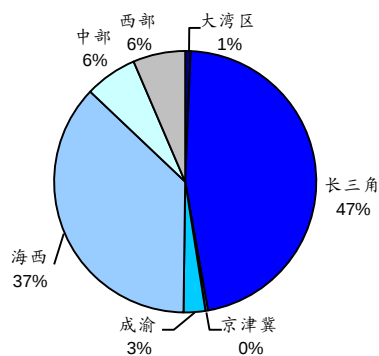
总土地储备的平均成本低于售价。2017 年公司加大拿地力度，土地储备规模大幅增长。2017 年，公司新增共 78 块地块，新增土地储备面积 1482 万平方米，同比增加约 181%；新增权益土地储备约 746 万平方米，同比增加约 186%。从公司截止到 2017 年年底整体的土地储备平均成本来看，包括 2016-2017 年获取的地价较高项目，公司土地储备的平均楼面均价为 6568 元每平方米，占 2017 年平均销售均价 2.1 万元每平方米约 31%。

2016 年和 2017 年的高价地权益占比不高。截止到 2017 年的土地储备中，楼面均价较高的是公司在 2016 年和 2017 年获取的土地。这些较贵的项目多在大湾区、长三角、京津冀三大都市圈。我们参照房天下网站给予的公司在售楼盘价格信息和未售楼盘周边均价信息赋予公司所有土地储备中项目预估售价（见图 16）。根据我们对公司项目的预估售价，公司在大湾区、长三角、京津冀三大地区平均楼面均价占销售均价约 42-45%，成渝和海西约 20-22%，中西部地价较便宜约 7-13%。

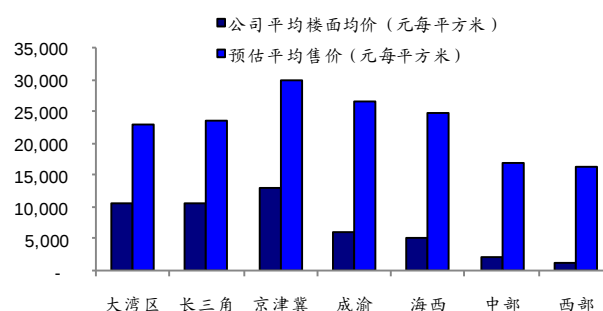
分城市来看，我们将公司在 2016 年和 2017 年获取的地块单独列出来，以 2017 年周边中高端楼盘售价作为参考预测销售均价（假设限价政策不放松），以公司楼面均价/预估销售均价作为衡量地价高低的指标，并由高到底排列（图 19、20），可以看到：2016-2017 年楼面均价超过现售价的项目有四个（上海静安项目和三块 2017 年获得的杭州项目）。这些楼面均价超过售价的项目权益比例不高，可售权益建面占 2017 年总土地储备可售权益建面仅为 2.6%。

图15 截至 2017 年底公司土地储备中各年土储均价 (元/平方米)


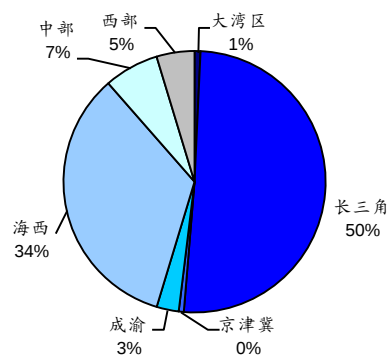
资料来源: 融信中国 2017 年报, 海通证券研究所

图17 截至 2017 年底全口径项目总建面占比


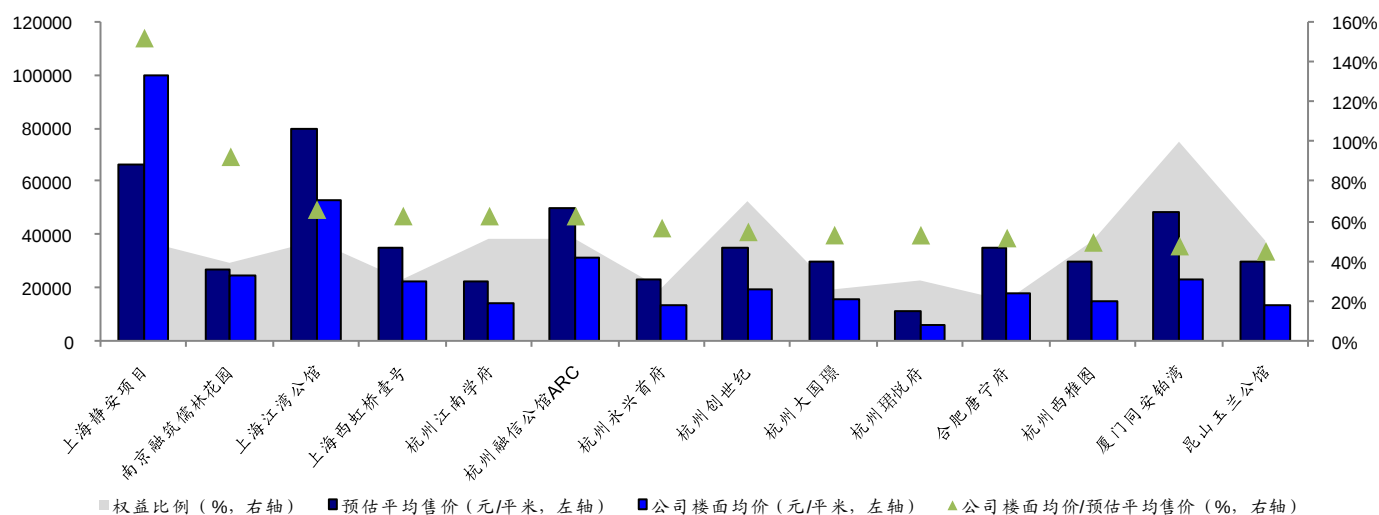
资料来源: 融信中国 2017 年报, 海通证券研究所

图16 2017 年土地储备各区域的销售均价和楼面均价


资料来源: 融信中国 2017 年报, 售价查自房天下, 海通证券研究所

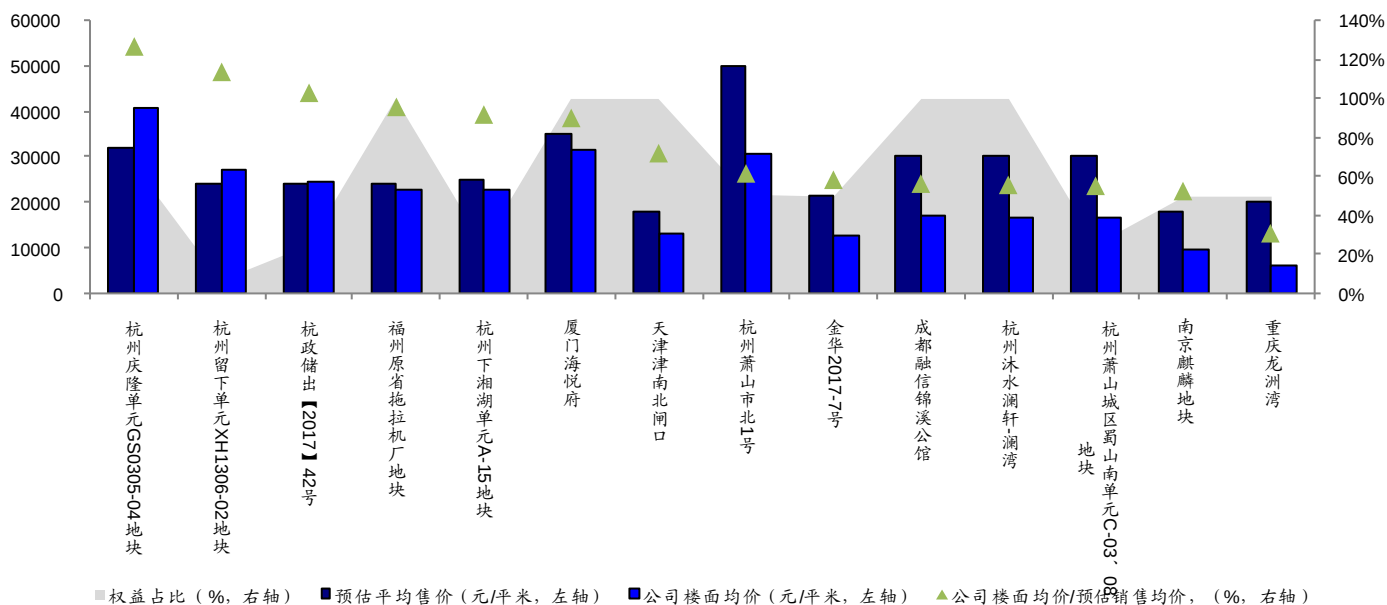
图18 截至 2017 年底公司权益未结转建面占比


资料来源: 融信中国 2017 年报, 海通证券研究所

图19 公司 2016 年高价地销售均价和楼面均价以及项目权益占比


资料来源: 融信中国 2016-2017 年报, 售价查自房天下, 海通证券研究所

图20 公司 2017 年高价地销售均价和楼面均价以及项目权益占比



资料来源：融信中国 2016-2017 年报，售价查自房天下，海通证券研究所

4. 产品聚焦中高端，匹配土储区位优势

聚焦中高端改善型住宅，提升客户居住体验。公司的住宅产品定位中高端，针对三大客群提供六大产品系：1) 针对高净值客群量身打造的顶级豪宅系；2) 针对高净值客群的高端住宅设计的公馆系和世纪系；3) 针对刚需及改善型客群的中端及中高端住宅设计的府系、澜系和城系。在公司主力销售城市主要为福州和杭州，人们随着消费升级对高品质的改善性住宅需求越来越多。公司为中高端客群分层打造的高质量产品和服务抓住并满足了当地主力客群需求。公司在收获良好口碑的同时获得品牌溢价能力，进一步促进后续销售。

图21 公司六大住宅项目系列



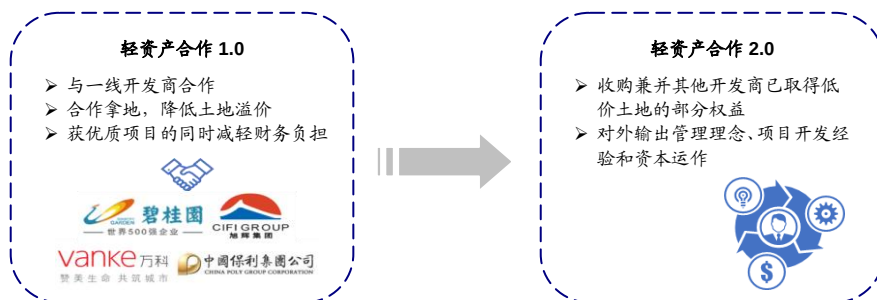
资料来源：融信中国官网，海通证券研究所

5. 轻资产模式加强区位优势布局和减轻资金压力

与巨头合作，加强区位优势布局。从土地获取方面，公司除了传统招拍挂和择机收购土地以外，还通过轻资产的模式和规模房企合作。公司合作的开发商包括保利地产、绿地集团、万科、碧桂园等。和规模房企共同拿地的优势在于 1) 融信中国可以借靠规模房企为项目获得更多的融资优势；2) 股权合作减轻了公司的资金压力；3) 强强联合，充分发挥品牌效应，加强销售；4) 通过合作学习研发和操盘中高端楼盘；5) 增加土地储备，拓展区位优势布局。

顺势升级至 2.0 模式，开始对外输出管理。在和大开发商联手合作多次后，融信中国的产品线、品牌知名度和开发操盘能力逐渐成熟。公司开始从轻资产 1.0 模式转变成为 2.0 模式，即对外输出管理理念和开发经验。从公司 2017 年 Q3 和 2018 年 Q1 的两次收购来看，公司正逐渐转向收购 1) 被低估的小房企；和 2) 一二级联动项目。公司已经从和行业巨头合作逐渐转向，开始对外输出品牌和管理。

图22 轻资产合作模式



资料来源：融信中国官网，海通证券研究所

6. 战略调整财务策略，提高安全边际

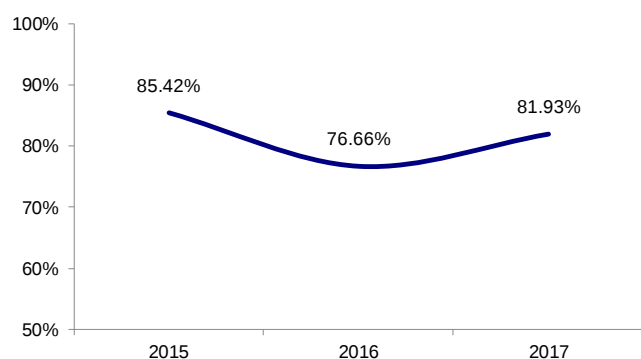
主动降杠杆，保障流动性。公司 2017 年资产负债率和净负债率均有所上升：资产负债率上升至 81.93%，同比增加 5.27 个百分点；净负债率上升至 159%，同比增加 61 个百分点。公司 2017 年的流动比率和速动比率也分别同比下滑。与此同时，公司主力布局城市调控政策暂未出现明显放松。在此背景下，融信中国管理层在 2018 年 3 月的投资者会议上明确要提高公司的财务安全边际：1) 调整公司负债，下调资产负债率和净负债率，计划在 2018 年将净负债率调至 100%；2) 提高公司流动性，最低现金余额应保障足以满足未来 12 个月基础运营资金支付，以保障充足的流动性²。

就具体提高公司流动性而言，公司拟坚持“轻资产”合作发展策略，保持财务健康平衡发展，收购土地时严谨参照内部测算(回款金额 50%)，平衡整体利润率及流动性充裕度，审慎拍地、并通过合作开发减少资金压力。

我们认为公司调整财务策略是管理层具有较强前瞻性的表现。公司抢在周期前加杠杆扩张土地储备后主动提高公司财务安全边际、降低经营风险，使公司快速扩张后步入稳健发展。

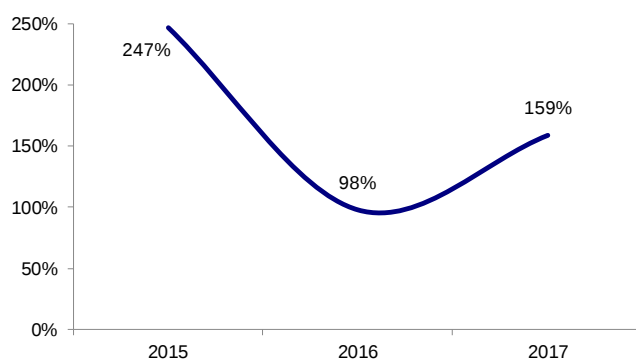
² 搜狐新闻&亿翰智库: http://www.sohu.com/a/226438602_179625

图23 融信中国 2015 年-2017 年资产负债率



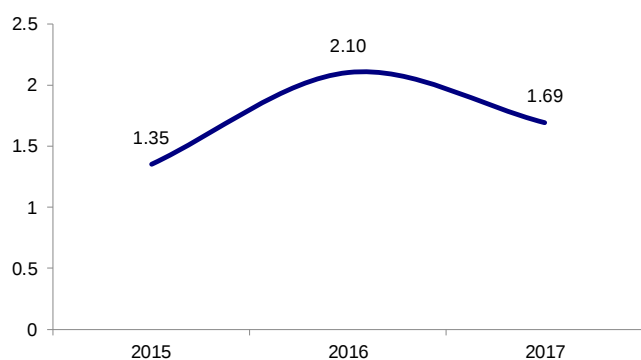
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 融信中国 2015 年-2017 年净负债率



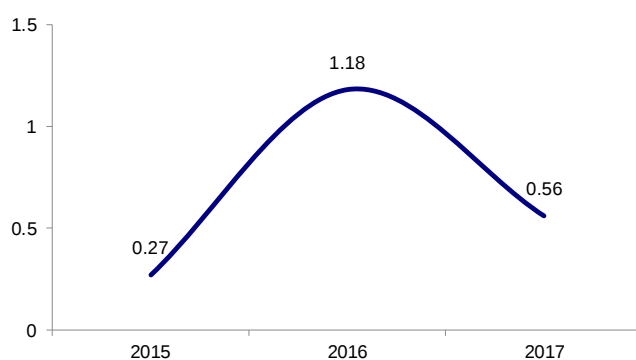
资料来源: 2015-2017 公司年报, 海通证券研究所

图25 融信中国 2015 年-2017 年流动比率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图26 融信中国 2015 年-2017 年速动比率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

多元化融资渠道。2017 年公司通过发行优先票据和股权配售的方式, 拓宽融资渠道、替代高成本的信托贷款, 降低了融资成本。公司 2017 年加权平均融资成本为 6.9%, 比 2016 年上升 0.1% 左右。融资结构方面, 2017 年融资 694 亿, 其中 67% 左右为银行类开发贷, 20% 为境内外直接融资, 7% 左右为信托。为了进一步加强公司融资能力, 公司在 2018 年投资者交流会上表示将重点拓展 ABS 融资, 丰富融资渠道, 进一步优化融资结构。

表 4 融信中国 2017 年以来重大融资事件

时间	融资方式	融资金额	融资成本
2017 年 2 月	三年期优先票据	4 亿美元	6.95%
2017 年 10 月	股权配售	12 亿港元	8.52 港元/股
2018 年 1-2 月	三年期优先票据	4.25 亿美元	8.25%

资料来源: 公司 2017 年年报, 公司配售股份公告, 海通证券研究所

7. 盈利预测

融信中国的主要收入来源于物业销售、有关建设安置房而与中国地方政府订立若干建设合约，租赁投资物业所得租金收入及其他。物业销售、建筑和租金收入分别占 2017 年营业总收入的 97.52%、1.84%、0.64%。我们对公司未来三年财务预测的主要假设如下：

1) 物业销售部分，我们假设重点一二线城市的限制政策维持不变，新房销售价格在 2018-2020 年内保守估计几乎无涨幅。与此同时，我们假设公司的开发销售节奏无变化，土地储备陆续在 2018-2021 年销售和结转完毕。

2) 建筑合约收入 2015 年同比负增长约 15%、2016 年同比增长约 1 倍、2017 年同比增长约 2 倍。此部分收入增速历史波动较大，近年呈现快速增长趋势，受合约签订多少影响较大但占总收入比重较小。我们保守假设未来三年 2018-2020 年公司建筑合约额跑赢通胀，给予 5% 增速。

3) 投资物业的租金收入占总收入比重小，公司发战略和重心以物业销售为主，我们保守假设公司现有投资物业的租金以 3.5% 增长，和通胀持平。

4) 关于所得税率，公司的所得税由企业所得税和土地增值税两部分组成。香港平均企业所得税约为 16.5%、内地企业所得税约为 25%（公司 2017 年报 P168）。根据公司 2016-2017 年年报显示公司企业所得税率（企业所得税/除税前利润）为 16-22%，我们保守假设未来三年企业税税率保持在 20%。公司土地增值税和公司新增土储相关，我们认为公司在快速拓展规模后会将拿地战略调整为谨慎拿地、减少拿高价地、保持流动性。因此我们降低了未来需要支付的土地增值税。总体来说，所得税方面我们预测企业所得税占总所得税的 59%，土地增值税占 41%。因此，我们假设的公司 2018-2020 年所得税率较 2017 年有所下降，下降至 34%。

综合以上几点，我们预测公司未来三年 2018-2020 年收入保持稳增长，我们预计公司 2018 年毛利率会有所改善，净利率和每股收益在 2018 年将有较大增速。公司 2018 年 6 月 6 日公告以 10.62 港元每股（8.67 元人民币每股），配股 1.035 亿股。此次配股后，公司总股本将增加至 15.98 亿股。以最新股本计算公司 EPS，我们预测公司 2018 年 EPS 为 1.85 元每股。财务详细预测详见表 5、6、7。

表 5 融信中国分项业务预测

	2017	2018E	2019E	2020E
物业销售				
销售收入（百万元）	29588.53	37295.87	54202.78	71129.79
同比增长/减少（YoY%）	166.23%	26.05%	45.33%	31.23%
建筑合同				
租金收入（百万元）	559.57	587.55	616.93	647.77
同比增长/减少（YoY%）	213.85%	5.00%	5.00%	5.00%
租金收入				
租金收入（百万元）	193.304	200.07	207.07	214.32
同比增长/减少（YoY%）	143.14%	3.50%	3.50%	3.50%
总计				
总收入（百万元）	30341.40	38083.49	55026.78	71991.88
同比增长/减少（YoY%）	166.82%	25.52%	44.49%	30.83%
毛利率（%）	16.56%	21.00%	21.00%	21.00%

资料来源：公司 2017 年报，海通证券研究所

表 6 融信中国所得税预测

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税（百万元）	1058	867	2343	2421	3343	4266
所得税率（%）	43%	34%	47%	34%	34%	34%
企业所得税（百万元）	395	449	1085	1424	1967	2509
占税前利润比（%）	37%	52%	46%	59%	59%	59%
占所得税比重（%）	16%	17%	22%	20%	20%	20%
土地增值税（百万元）	663	418	1258	997	1377	1757
占所得税比重（%）	63%	48%	54%	41%	41%	41%

资料来源：公司 2017 年报，海通证券研究所

表 7 公司盈利预测表

	2017	2018E	2019E
一、营业总收入（百万元）	30341.40	38083.49	55026.78
二、营业成本（百万元）	25316.55	30085.96	43471.16
三、营业利润（百万元）	4989.74	7120.82	9833.13
加：营业外收支（百万元）	0.00	0.00	0.00
四、利润总和（百万元）	4989.74	7120.82	9833.13
五、净利润（百万元）	2646.25	4699.74	6489.87
减：少数股东损益（百万元）	966.72	1738.90	2466.15
六、归属母公司所有者净利润（百万元）	1679.53	2960.84	4023.72
股本（百万股，配股后）	1598.30	1598.30	1598.30
每股收益（元/股）	1.05	1.85	2.52

备注：用配股后 15.98 亿股计算公司每股指标。

资料来源：公司 2017 年报，海通证券研究所

考虑到毛利率对公司净利润有较大影响，我们对公司 2018 年-2020 年毛利率变动对净利润影响做了敏感性分析（见表 8）。假设 2018 年以基准毛利率 21%上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 1.58 亿元；假设 2019 年以基准毛利率 21%上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 2.25 亿元；假设 2020 年以基准毛利率 21%上下波动 1%，对应归母净利润上涨或下降约 2.90 亿元。

表 8 毛利率变动对年度预测净利润影响的敏感性分析

		归属母公司所有者的净利润（百万元）		
		2018E	2019E	2020E
毛 利 率 （%）	19.50	2723	3686	4616
	20.00	2802	3799	4761
	20.50	2882	3911	4906
	21.00	2961	4024	5051
	21.50	3040	4136	5196
	22.00	3119	4249	5341
	22.50	3198	4361	5486

资料来源：Wind，海通证券研究所

8. 估值和投资建议

8.1 公司估值

关于公司估值,我们使用目前市场较常见的两类估值方法:PE 估值法和 RNAV 估值法。两种估值方法各具优势。

1) PE 估值法

我们认为在房地产公司快速拓张规模的时候,使用 PE 估值法能更好的反应公司规模扩张带来的业绩快速增长。按照公司 2018 年 6 月 22 日收盘价计算,我们预测公司 2018 年 EPS 对应的 PE 值仅为 4.9, PEG (分母为 2017-2019 年净利润复合增速) 为 0.09。公司业绩弹性较可比公司更高但 2018 年的 PE 倍数相对较低。我们认为,考虑到公司正值享受踩对周期带来的销售规模和收购带来的利润双重上升红利,公司应当在 2018 年享有更高 PE 估值。我们给予公司融信中国 2018 年 6.5 - 8 倍 PE 估值,对应市值为 236-290 亿港元,对应合理价值区间为 14.75-18.15 港元。

表 9 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PEG (2018) 2018PE/(2017-19 年净利润复合增速)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
03333.HK	中国恒大	2853	2.38	3.21	3.79	7.43	5.51	4.66	0.21
02007.HK	碧桂园	3400	0.91	1.55	2.05	14.03	8.24	6.23	0.16
03333.HK	华润置地	1909	3.28	3.87	4.61	6.86	5.81	4.88	0.31
00884.HK	旭辉控股	453	0.66	0.76	0.98	7.28	6.32	4.90	0.29
01813.HK	合景泰富	353	1.17	1.60	2.05	7.80	5.71	4.45	0.18
01628.HK	禹洲地产	213	0.69	0.92	1.26	6.01	4.51	3.29	0.13
	均值		1.52	1.99	2.46	8.24	6.02	4.74	0.22
03301.HK	融信中国	178	1.05	1.85	2.52	8.66	4.91	3.61	0.09

注: 收盘价为 2018 年 6 月 22 日价格, 除融信中国为海通预测外其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

2) RNAV 估值法

RNAV 计算公司所有现有开发项目和投资物业的价值。根据我们对公司未来项目的销售和结转预测,我们计算公司 RNAV 价值为每股 21.62 元每股 (26.47 港元每股)。公司 6 月 22 日的收盘价为 11.14 港元每股,折价 RNAV 约 58%,折让幅度超过一半。我们认为公司被低估。

表 10 融信中国 RNAV 估值

指标	数值
WACC	8.5%
加: 地产开发业务权益增加值 (百万元)	45916
加: 其他业务权益增加值 (百万元)	8857
减: 2017 年净负债	-50981
加: 2017 年净资产账面价值 (百万元)	30761
NAV (百万元)	34554
股本 (百万股)	1598
每股 RNAV (元/股)	21.62
每股 RNAV (港元/股)	26.47

资料来源: Wind, 海通证券研究所

8.2 投资建议

我们认为在政策持续调控且房地产企业之间的竞争逐渐激烈的环境下，融信中国具备脱颖而出的黑马实力，主要原因有以下几点：

- 1) 公司踩对区域地产板块上行周期，提早布局长三角，享受地价房价双重上涨的红利；
- 2) 聚焦中高端改善型住宅，具备良好口碑和品牌溢价，在改善性需求日渐旺盛的一二线城市中具备竞争力；
- 3) 采用轻资产合作战略，对外输出管理，降低土地溢价，减轻项目成本，缓解限价机制下的利润下滑问题；
- 4) 主动降杠杆，优化流动性，降低公司财务风险。

综上所述，我们看好公司未来销售和财务业绩的双重改善。我们预测公司 2018-2019 年 EPS 分别为人民币 1.85、2.52 元。综合 PE 估值法和 RNAV 估值法，我们给予融信中国 2018 年 6.5-8 倍 PE 估值。我们预测 2017-2019 年归母净利润复合增速约 54.8%，对应 PEG 为 0.12-0.15（可比公司平均 PEG 为 0.22），对应市值为 236-290 亿港元，对应合理价值区间为 14.75-18.15 港元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示： 房地产企业融资方面进一步收紧对公司资金方面造成压力；公司新收购可能会因为收购费用、个别结算项目影响毛利率，致使毛利率下滑。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	30341.40	38083.49	55026.78	71991.88
每股收益	1.05	1.85	2.52	3.16	营业成本	25316.55	30085.96	43471.16	56873.59
每股净资产	6.40	10.10	14.71	19.87	毛利率%	16.56%	21.00%	21.00%	21.00%
每股经营现金流	-6.49	-11.93	-7.63	-8.14	营业费用	818.51	1332.92	1925.94	2519.72
每股股利	0.00	0.37	0.63	0.95	营业费用率%	2.70%	3.50%	3.50%	3.50%
价值评估 (倍)					管理费用	876.35	1332.92	1925.94	2519.72
P/E	8.66	4.91	3.61	2.88	管理费用率%	2.89%	3.50%	3.50%	3.50%
P/B	1.42	0.90	0.62	0.46	EBIT	3375.51	5371.69	7748.75	10123.86
P/S	0.48	0.38	0.26	0.20	财务费用	223.03	285.63	412.70	539.94
EV/EBITDA	5.31	4.33	3.38	2.85	财务费用率%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%
盈利能力指标 (%)					资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	16.56%	21.00%	21.00%	21.00%	投资收益	283.10	300.00	450.00	600.00
净利率	5.54%	7.77%	7.31%	7.02%	营业利润	4989.74	7120.82	9833.13	12546.57
净资产收益率	5.46%	7.71%	8.34%	8.46%	营业外收支	0.00	0.00	0.00	0.00
资产回报率	0.99%	1.47%	1.71%	1.84%	利润总额	4989.74	7120.82	9833.13	12546.57
投资回报率	1.68%	3.50%	4.30%	4.78%	EBITDA	3375.51	5816.69	8198.75	10578.86
盈利增长 (%)					所得税	2343.49	2421.08	3343.26	4265.83
营业收入增长率	166.82%	25.52%	44.49%	30.83%	有效所得税率%	46.97%	34.00%	34.00%	34.00%
EBIT 增长率	147.80%	59.14%	44.25%	30.65%	少数股东损益	966.72	1738.90	2466.15	3229.49
净利润增长率	29.96%	76.29%	35.90%	25.54%	归属母公司所有者净利润	1679.53	2960.84	4023.72	5051.25
偿债能力指标									
资产负债率	81.93%	80.94%	79.52%	78.19%	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动比率	1.69	1.83	1.95	2.07	货币资金	18472.63	14207.59	14706.70	15184.01
速动比率	0.25	0.20	0.20	0.21	应收款项	27832.77	36518.42	45227.49	59171.41
现金比率	0.21	0.15	0.14	0.13	存货	100377.40	122176.26	139841.67	156212.61
经营效率指标 (%)					其它流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转天数	368.02	350.00	300.00	300.00	流动资产合计	150348.61	177896.88	206604.26	239472.72
存货周转天数	1,006.08	1,350.00	1,100.00	950.00	长期股权投资	17344.04	20644.27	25429.53	30247.71
总资产周转率	0.21	0.15	0.14	0.13	固定资产	1518.14	2018.14	2518.14	3018.14
固定资产周转率	17.08	16.95	15.04	14.03	在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	8.48	13.48	18.48	23.48
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	非流动资产合计	19847.68	23675.89	29016.15	34394.33
净利润	1679.53	2960.84	4023.72	5051.25	资产总计	170196.29	201572.77	235620.41	273867.05
折旧摊销	67.03	80.00	100.00	120.00	短期借款	21843.62	24843.62	27843.62	30843.62
营运资金变动	-12045.63	-25985.65	-21718.40	-25138.94	应付账款	22949.41	24096.88	25301.72	26566.81
经营活动现金流	-10371.74	-19065.45	-12189.97	-13002.32	预收账款	41244.15	45368.57	49905.42	54895.96
固定资产投资	-4711.31	-500.00	-500.00	-500.00	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	-3.76	-5.00	-5.00	-5.00	流动负债合计	88783.83	97193.05	106078.95	115485.99
投资活动现金流	-6780.48	-3505.00	-4305.00	-5005.00	长期借款	47609.99	62609.99	77609.99	94609.99
债务变化	26525.09	18000.00	18000.00	20000.00	其它长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00
股票发行	2911.54	897.58	0.00	0.00	非流动负债合计	50651.39	65955.53	81290.08	98658.09
融资活动现金流	24164.76	18305.41	16994.07	18484.63	负债总计	139435.22	163148.58	187369.03	214144.08
现金净流量	7012.54	-4265.04	499.10	477.31	普通股股东权益	10224.30	16148.52	23509.56	31751.66
公司自由现金流	21934.12	35417.65	35101.32	42469.56	少数股东权益	20536.77	22275.67	24741.82	27971.31
					负债和所有者权益合计	170196.29	201572.77	235620.41	273867.05

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 22 日, 用配股后 15.98 亿股计算公司每股指标。

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海航基础,黑牡丹,光大嘉宝,中国恒大,中国国贸,华侨城 A,浦东金桥,新湖中宝,*ST 松江,国创高新,南山控股,格力地产,中华企业,天健集团,福星股份,光明地产,金科股份,粤泰股份,莱茵体育,三湘印象,龙湖地产,旭辉控股集团,万业企业,招商蛇口,融创中国,蓝光发展,华发股份,北京城建,金融街,中国海外发展,融信中国

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pli10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
薛 涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
联系人
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
联系人
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
范国钦(021)23154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
联系人
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
 石 坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 联系人
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 联系人
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 联系人
 李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 d x12222@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
 刘 璇 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜伟伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 z xj12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

张恒晖 zhx10170@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 联系人
 林加力(021)23154923 lj112245@htsec.com
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 宗 亮 zl11886@htsec.com
 巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 吴 尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜 飞 df12021@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 何 嘉 hj12311@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com