

克而瑞地产研究中报点评系列（03）

融信中国：降杠杆立竿见影，以静制动等待拿地时机

文 / 研究员 洪圣奇 叶茂 彭珊瑚

【合营项目协助公司快速铺开全国品牌知名度】2019年上半年融信中国实现全口径合约销售金额566.78亿元，权益销售额为345.4亿元。公司录得全口径销售增长而权益销售下滑，意味着上半年销售回笼的资金减少，然而更多合作项目可以协助公司减少资金压力，降低单项目销售风险，并快速提升公司在全国的品牌知名度，在去杠杆的前提下不失为性价比高的策略。

【以静制动，等待逆周期的拿地时机】公司近年拿地风格谨慎，相信主要受到核心城市限价政策的影响，要在高地价低售价的情况下有合理的盈利空间，对定位改善性需求的产品来说有一定难度。值得注意的是，公司力求以多渠道获取性价比高的土地，近年已有进展。位于郑州的其中6个项目为一二级联动所转化而成的，预计未来随着城市更新的进程公司将会获得更多郑州的土地储备，为公司提供优质低廉的货源补充。

【重质大于重量，降杠杆立竿见影】随着公司去年达成全口径千亿目标，其品牌知名度打响全国以后，融信中国开始积极关注自身的财务健康。自2018年12月以来公司共有5笔发行及增发的美元债券作再融资，以更低的融资成本替换境内境外债券，并完成4亿美元交换要约。2019年上半年，公司净负债率由2018年末的105%降至77%，短债占总债务比例降至31%，融资成本亦从年末的7.1%轻微下降至6.9%。公司透过境外再融资及配股优化了整体债务结构，相信在当前国内融资环境紧张的情况下属于不错的选择。

免责申明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

正文：

销售：推盘集中在下半年，合营项目抗衡市场风险

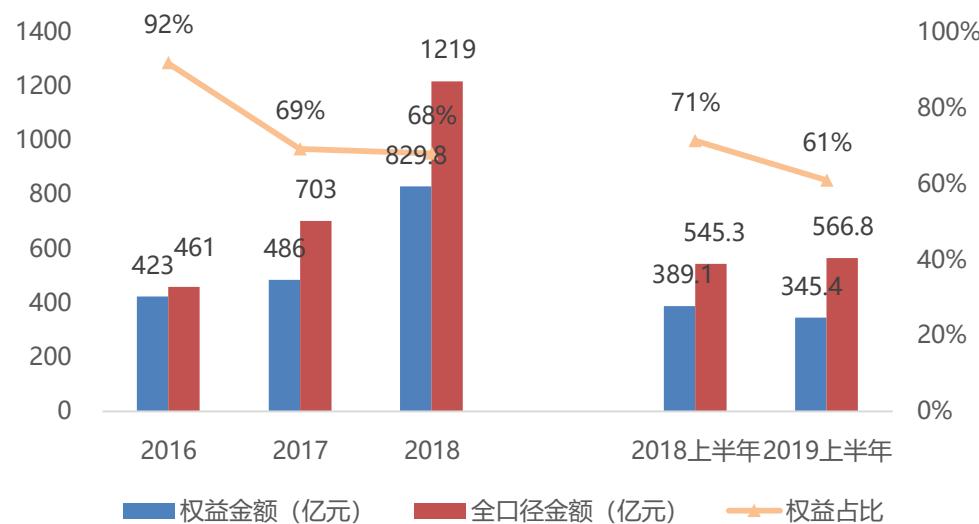
1

2019年上半年融信中国实现全口径合约销售额 566.78 亿元，合约销售面积 281.98 万平方米，同比增长分别为 3.94% 和 11.14%。根据 4:6 的全年推盘节奏来估算，公司下半年推盘货值约为 1200 亿元，按上半年去化率 70% 来计算则能如期达到目标。虽然去化率的假设相比同行略高，然而公司项目集中于一二线核心城市，加上往年执行力皆有不俗表现，相信达目标压力仍在可控范围。

上半年权益销售额为 345.4 亿元，同比下滑 11%，上半年全口径销售额稳定在行业 25 名，但权益销售金额却在排行榜中下滑至 32 名，权益销售额占比 60.94%，同比下降 9 个百分点，权益销售金额则同比下滑 4%。随着下半年推出更多公司操盘(权益比例大幅上升)的项目，预期全年权益销售额应于去年持平。

公司录得全口径销售增长而权益销售下滑，意味着销售回笼的现金同比区别不大，然而更多合作项目可以协助公司减少资金压力，降低单项目销售风险，并快速提升公司在全国的品牌知名度，在降杠杆的前提下不失为性价比高的策略。

图：融信中国 2016–2019 上半年销售完成情况

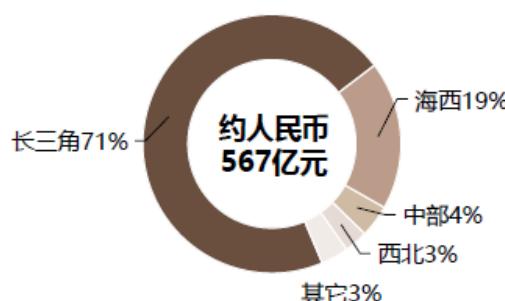


数据来源：企业业绩公告、CRIC

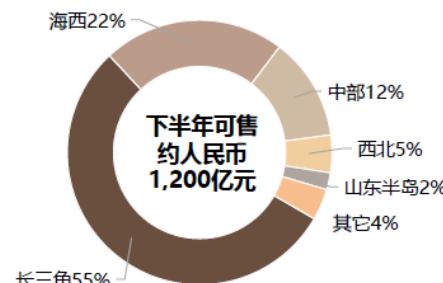
从销售分布来看，上半年来自一二线城市销售比例约 80%，贡献最多的区域是杭州和福州。上半年长三角、海西项目合同销售占比分别为 71% 和 19%，杭州和福州两城合同销售额占比 35.79% 和 11.74%，分别达到 202.88 亿元和 66.55 亿元，登顶 2019 半年度福州销售金额与面积榜，并在克而瑞《2019年上半年杭州房企 TOP20》

权益榜上位居第二。公司的改善型住宅在品牌房企云集的长三角地区占据一定市场吸引力，品牌溢价率跻身房企前列。下半年可售货值约 1200 亿元，长三角及海西货源占比分别为 55% 及 22%，占比对比上半年及去年都有不同程度的下降。这意味着公司的全国化进程有所进展，为未来深耕其他省份奠下基础。

图：2019 上半年合约销售额（按区域分）



图：2019 年下半可售货值分布（按地区分）



数据来源：企业业绩发布、CRIC

土储：以静制动，等待逆周期的拿地时机

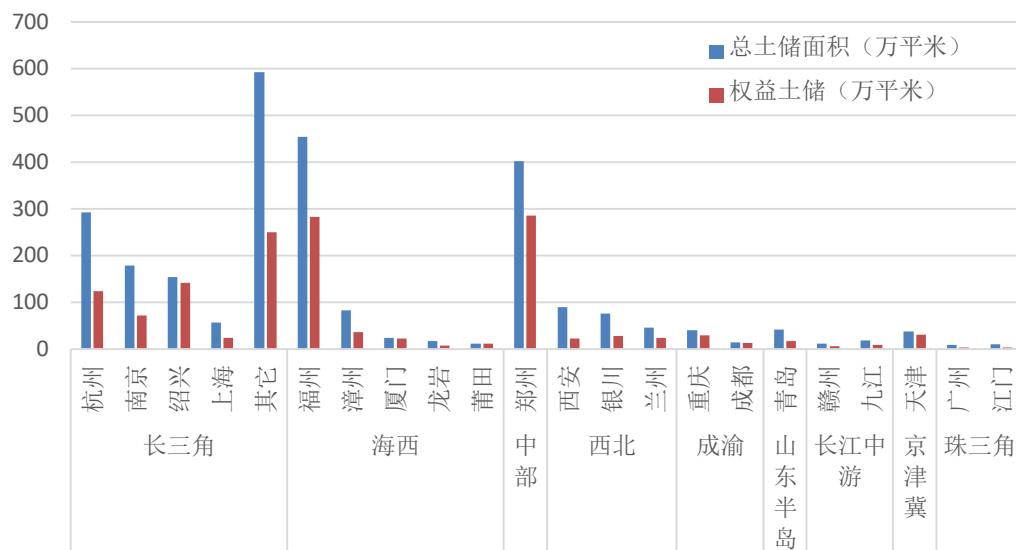
2

截止 2019 年 6 月 30 日，公司已在 43 个城市拥有土地储备总建筑面积 2654 万平方米，权益土地储备面积约 1,414 万平方米，其中长三角 102 个项目占 41.77%，海峡两岸 40 个项目占 25.27%，中原郑州 8 个项目占 20.19%。值得注意的是，公司力求以多渠道获取性价比高的土地，近年已有进展。位于郑州的其中 6 个项目为一二级联动所转化而成的，预计未来随着城市更新的进程公司将会获得更多郑州的土地储备，为公司提供优质低廉的货源补充。

公司近年拿地风格谨慎，相信主要受到核心城市限价政策的影响，要在高地价低售价的情况下有合理的盈利空间，对定位改善性需求的产品来说有一定难度，这也是近年公司毛利率波动较厉害的主要原因。2019 年上半年公司新增土地建筑面积 420.81 万平方米，同比上升 69.8%；权益 229.80 万平方米，同比上升 105%。拿地销售金额比为 0.30，同比下降 0.03，稍低于同规模房企平均值 0.39。虽然从同比增幅来看公司新增建面录得较大的升幅，然而拿地规模远低于 2017 年，拿地销售比亦低于同规模房企。

公司预期下半年融资收紧，全年预计销售回款 30%-50% 用于拿地，按销售回款 620 亿元估算，全年土地款约 180 亿至 310 亿，扣除上半年的 84 亿元拿地款，预期下半年有充足的现金逆市购地。

图：融信中国全口径及权益土储建面分布（单位：万平方米）



数据来源：企业业绩公告、CRIC

财务表现：重质大于重量，降杠杆立竿见影

4

财务结构大幅优化，偿债能力显著加强

随着公司达成全口径千亿目标，其品牌知名度打响全国以后，融信中国开始积极关注财务结构。2019年上半年，融信中国将工作放在了去杠杆，优化债务结构。公司净负债率由2018年末的105%降至77%，短债占总债务比例降至31%，融资成本亦从年末的7.1%轻微下降至6.9%。

由于在2019年有大量即将到期的境内债券，公司自2018年12月以来共有5笔发行及增发的美元债券作再融资，并曾于2月作出要约以新债交换旧债，总金额达到13.4亿美元。值得留意的是，公司4月份发行的2亿美元8.75%的优先票据，到期日为2022年，是公司上市以来发行的年期最长，利率最低的美元债，在市场上亦获得了不错的口碑。股权融资方面，公司亦在4月通过配股净筹资约11.8亿港元以增厚股本。公司透过境外再融资及配股优化了整体债务结构，相信在当前国内融资环境紧张的情况下属于不错的选择。

表：2017-2019年上半年企业财务指标

指标分类	指标体系	2017	2018	2018上半年	2019上半年
规模性指标	营业收入 (万元)	3,034,140	3,436,650	1,428,753	2,661,633

	销售收入(万元)	2,958,853	3,340,652	1,400,171	2,621,246
	净资产(万元)	3,076,105	3,561,836	3,308,539	3,978,121
	总资产(万元)	17,019,628	20,344,388	18,628,533	20,098,068
	总负债(万元)	13,943,522	16,782,552	15,319,994	16,119,946
	土地储备 (万平方米/建筑面积)	2315	2540	2,520	2650
	平均成本(元/平方米)	6,568	6,356	6,463	6,365
	新增土地储备 (万平方米/建筑面积)	1482	478	249	421
	平均成本(元/平方米)	4,814	5,183	5,383	6,451
营利性指标	毛利润(万元)	502,485	806,494	418,589	636,140
	净利润(万元)	264,625	347,152	225,359	350,988
	核心净利润(万元)	167,952	250,001	152,391	197,862
	毛利率	16.56%	23.47%	29.30%	23.90%
	净利率	8.72%	10.10%	15.77%	13.19%
	核心净利率	5.54%	7.27%	10.67%	7.43%
	每股基本盈利(分)	122.00	138.00	102.00	119.00
	股息(分)	NA	32.00	NA	NA
	派息率	NA	23%	NA	NA
抗风险指标	现金(万元)	2,051,714	2,499,566	2,499,566	3,189,441
	现金短债比	0.94	1.01	1.19	1.66
	长短期债务比	2.18	1.52	2.16	2.25
	EBITDA/总利息支出	1.1x	1.2x	1.1x	1.9x
	资本负债比率	1.59	1.05	1.40	0.77
	净债务/总资本*	31%	22%	28%	25%
	融资成本	6.90%	7.10%	7.10%	6.90%
运营效率指标	总资产周转率	17%	18%	7%	14%
	销售成本(万元)	2,025,493	2,025,493	2,025,493	2,025,493
	存货(万元)	90,900,267	11,669,207	10,424,627	109,129,115
	销售费用/操盘销售	1.16%	0.93%	0.79%	0.97%
	管理费用/操盘销售	1.25%	1.02%	1.14%	1.31%

备注:股东净利润(核心)= 股东净利润-(资产重估增值+出售资产收益+兑汇损失+其它重大调整)*0.75

营销及管理费用率: 2019年按操盘销售金额计算

数据来源: 企业业绩报、CRIC 研究中心整理