

基本面持续向好，优质土储助力增长新阶段

融信中国 03301.HK 信用深度分析

基础数据 (CNY)

| | |
|------------|---------|
| 现金及等价物 (亿) | 343.1 |
| 总资产 (亿) | 2,142.1 |
| 总负债 (亿) | 1,729.2 |
| 所有者权益 (亿) | 412.9 |
| 净债务 (亿) | 1,386.1 |

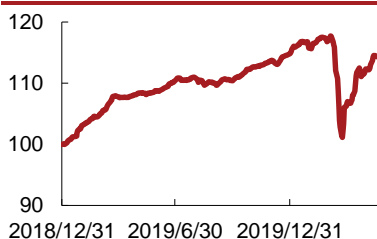
核心观点

- **公司评级：**2019 年 4 月 9 日，穆迪予以公司主体 B1 评级；2019 年 8 月 9 日，标准普尔予以公司主体 B+ 评级；2019 年 8 月 18 日，惠誉予以公司主体 BB- 评级；三家评级机构对与公司主体的长期展望皆为稳定。
- **境外发债比例较高，票面利率稳定，风险溢价略高。**美元债方面，穆迪给予 8.75% 票息的优先票据 B2 评级；惠誉给予剩余 7 只优先票据 BB- 评级。人民币债方面，中诚信给予 2018 年以来发行的 7 只公司债 AAA 评级。融信中国美元债的加权平均票面利率为 9.21%，低于行业相同主体评级公司 2018 年 1 月 1 日后发行美元债的平均票息 9.9%。
- **合约销售稳健增长，土地储备布局于全国主要城市群的中心城市，土地成本较低，利润空间可期。**2019 年公司销售金额与销售面积稳中有升，分别至 1413.2 亿元及 654.8 万 m²，同比增速下降至 16% 左右，在 2018 年高基数的基础上仍属较好水平；销售均价至 21583 元/m²，基本保持 2018 年同期水平。至 2019 年底公司的总土地储备约为 2700 万 m²，权益土地储备为 1331.8 万 m²，主要集中于长三角、海西与中原城市群的二、三线城市，平均土地成本为 6897 元/m²。
- **营收增加，盈利水平上升，财务风险稳中略降。**公司少数股东权益占所有者权益比例同比下降 3.9 个百分点，公司对外合作态度积极。三费占营收比改善，管理水平较稳定。权益乘数保持稳定，周转率上升。
- **负债结构较为合理，偿债安全边际较高。**2019 年公司现金流趋势不变，关联方款项对公司资金的影响不大。若 2020 年销售扣掉各类费用支出后，只考虑偿还公司短债，2019 年 7-12 月合同销售规模对今年同期销售需求的覆盖比率为 2.7 倍；若进一步考虑土地款支出，公司偿还短债后余下的金额仍能支撑其与 2019 年相近的拿地规模。公司的资金压力总体来说不高。偿债指标有所提升，融资成本稳中有降，或然负债风险较小。资产抵押获款率降低 24 个百分点至 59.5%，作为抵押品的资产规模下降 14.1 个百分点；作为抵押的存货及投资物业比例分别下降 1.3 及 8.3 个百分点，至 29.6% 及 38.8%。
- **综上所述我们认为公司的信用安全边际较高。**
- **风险提示：**政策风险，融资风险，信用风险，销售业绩未完成风险（详见报告末页风险提示）

近一年股价走势图



克而瑞中国地产债券领先指数走势图



数据来源：Bloomberg，克而瑞证券

相关报告

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 吴浩宗

852-25105555

wuhaozong@cric.com

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 7414.6 | 11371.7 | 30341.4 | 34366.5 | 51462.5 |
| 净利润 | 1405.9 | 1702.9 | 2646.2 | 3471.5 | 5893.8 |
| EBITDA Margin (%) | 33.6% | 21.7% | 16.0% | 20.6% | 21.8% |
| 自由现金流量 | 32.3 | -175.6 | -150.9 | 166.3 | 48.6 |
| 扣除合约负债的资产负债率 (%) | 79.5% | 70.4% | 76.1% | 74.5% | 73.2% |
| 资本负债率 (%) | 76.3% | 63.1% | 69.3% | 63.7% | 60.5% |
| net debt/EBITDA | 5.47 | 11.33 | 10.53 | 5.62 | 2.87 |

数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

公司财务数据

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 7414.6 | 11371.7 | 30341.4 | 34366.5 | 51462.5 |
| 营业成本 | 4700.4 | 9069.8 | 25316.6 | 26301.6 | 38987.3 |
| 毛利 | 2714.2 | 2301.8 | 5024.9 | 8064.9 | 12475.2 |
| 销售费用 | 395.8 | 473.4 | 818.5 | 1137.0 | 1199.0 |
| 管理费用 | 273.0 | 477.9 | 876.4 | 1341.2 | 1479.2 |
| 财务费用 | 11.2 | -125.4 | -223.0 | 291.9 | 379.6 |
| 其他费用/(-收入) | 429.9 | 1093.9 | 1436.7 | 1362.8 | 1243.5 |
| 除税前溢利 | 2464.0 | 2569.8 | 4989.7 | 6657.6 | 10660.8 |
| 所得税费用 | 1058.1 | 866.9 | 2343.5 | 3186.1 | 4767.0 |
| 净利润 | 1405.9 | 1702.9 | 2646.2 | 3471.5 | 5893.8 |
| 少数股东损益 | -26.9 | 410.5 | 966.7 | 1321.9 | 2739.7 |
| 归属于母公司净利润 | 1432.8 | 1292.3 | 1679.5 | 2149.7 | 3154.1 |

| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------|------|------|------|------|------|
|------|------|------|------|------|------|

盈利能力

| | | | | | |
|----------|--------|-------|--------|-------|-------|
| ROE | 53.8% | 22.0% | 19.0% | 18.7% | 21.6% |
| 毛利率 | 36.6% | 20.2% | 16.6% | 23.5% | 24.2% |
| 除税前利润率 | 33.2% | 22.6% | 16.4% | 19.4% | 20.7% |
| 销售净利率 | 18.9% | 15.0% | 8.7% | 10.1% | 11.5% |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 80.9% | 53.4% | 166.8% | 13.3% | 49.7% |
| 除税前溢利增长率 | 195.6% | 4.3% | 94.2% | 33.4% | 60.1% |
| 净利润增长率 | 180.3% | 21.1% | 55.4% | 31.2% | 69.8% |

偿债能力

| | | | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 85.4% | 76.7% | 81.9% | 82.5% | 80.7% |
| 流动比率 | 1.35 | 2.10 | 1.69 | 1.41 | 1.51 |
| 速动比率 | 0.27 | 1.18 | 0.56 | 0.43 | 0.54 |

| 每股指标与估值 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------|------|------|------|------|------|
|---------|------|------|------|------|------|

| | | | | | |
|------|------|------|------|------|------|
| 每股指标 | | | | | |
| EPS | 1.42 | 0.96 | 1.22 | 1.38 | 1.87 |
| BVPS | - | 5.52 | 6.84 | 7.97 | 9.56 |
| 估值 | | | | | |
| P/E | 7.97 | 9.44 | 6.79 | 5.56 | 3.87 |
| P/B | 2.66 | 1.63 | 1.12 | 0.94 | 0.74 |
| P/S | 1.54 | 1.07 | 0.38 | 0.35 | 0.24 |

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 现金及现金等价物 | 2742.5 | 11525.6 | 18472.6 | 22737.5 | 31016.6 |
| 应收账款及其他应收款项 | 2217.4 | 34094.0 | 29437.1 | 29444.0 | 33209.3 |
| 存货 | 24640.3 | 39187.5 | 100377.4 | 125498.4 | 122972.5 |
| 其他流动资产 | 1137.3 | 4608.2 | 2061.5 | 2788.7 | 4291.6 |
| 流动资产合计 | 30737.5 | 89415.3 | 150348.6 | 180468.6 | 191490.0 |
| 固定资产及在建工程 | 840.8 | 1321.1 | 1518.1 | 1447.6 | 1567.6 |
| 长期股权投资 | 2534.7 | 2695.5 | 6743.9 | 7698.0 | 6256.5 |
| 无形资产、商誉 | 2.8 | 4.9 | 8.5 | 7.5 | 469.1 |
| 其他非流动资产 | 681.1 | 5470.2 | 11577.1 | 13822.2 | 14424.8 |
| 非流动资产合计 | 4059.4 | 9491.7 | 19847.7 | 22975.3 | 22718.1 |
| 资产总计 | 34796.9 | 98906.9 | 170196.3 | 203443.9 | 214208.0 |
| 短期借款 | 9446.5 | 7733.5 | 21843.6 | 24823.0 | 18706.5 |
| 应付账款及其他应付款项及应付税金 | 3268.5 | 13952.4 | 25696.1 | 38884.4 | 47333.0 |
| 合同负债 | 10083.1 | 20968.4 | 41244.2 | 63963.0 | 60265.3 |
| 其他流动负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 102.2 |
| 流动负债合计 | 22798.1 | 42654.3 | 88783.8 | 127670.4 | 126407.0 |
| 长期借款 | 6926.1 | 31683.7 | 47610.0 | 37709.8 | 44471.4 |
| 长期应付账款及其他应付款项 | - | - | - | - | - |
| 其他长期负债 | 0.0 | 1479.5 | 3041.4 | 2445.3 | 2041.5 |
| 非流动负债合计 | 6926.1 | 33163.3 | 50651.4 | 40155.1 | 46512.8 |
| 负债合计 | 29724.1 | 75817.6 | 139435.2 | 167825.5 | 172919.8 |
| 股本 | - | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 储备 | 4302.5 | 7470.5 | 10224.3 | 12754.8 | 16405.9 |
| 少数股东权益 | 770.2 | 15618.8 | 20536.8 | 22863.5 | 24882.4 |
| 负债和股东权益总计 | 34796.9 | 98906.9 | 170196.3 | 203443.9 | 214208.0 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------|------|------|------|------|------|
|------------|------|------|------|------|------|

| | | | | | |
|---------|---------|----------|----------|---------|----------|
| 净利润 | 1405.9 | 1702.9 | 2646.2 | 3471.5 | 5893.8 |
| 营运资本变动 | 2024.3 | -17561.0 | -12111.1 | 14424.2 | 2763.0 |
| 折旧摊销 | 89.0 | 16.7 | 67.0 | 113.4 | 169.9 |
| 其他 | 87.8 | -1319.3 | -973.9 | -193.7 | -2856.7 |
| 经营活动现金流 | 3607.1 | -17160.8 | -10371.7 | 17815.4 | 5969.9 |
| 资本支出 | 381.3 | 407.0 | 4720.1 | 1188.7 | 1116.5 |
| 投资净额 | 517.6 | -5394.1 | 966.3 | -1518.0 | -8871.3 |
| 其他 | 854.3 | -2044.6 | -3026.7 | -4140.3 | -327.9 |
| 投资活动现金流 | 990.6 | -7845.6 | -6780.5 | -6847.0 | -10315.7 |
| 债务融资 | -886.2 | 23380.6 | 26025.1 | -9149.3 | -351.2 |
| 权益融资 | 0.0 | 1505.5 | 1020.4 | 908.7 | 1073.4 |
| 其它 | -1627.5 | 8838.1 | -2880.7 | 648.0 | -2879.1 |
| 筹资活动现金流 | -2513.7 | 33724.2 | 24164.8 | -7592.5 | -2156.8 |
| 汇率变动 | 0.8 | 65.3 | -65.5 | 0.1 | 0.0 |
| 现金净增加额 | 2084.8 | 8783.1 | 6947.1 | 3375.9 | -6502.6 |

数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注: 公司于2018年起年报中披露的现金及银行结余由现金及现金等价物、定期存款及受限制现金三部分组成。为与以往报告的计算口径保持一致, 本报告中“现金及现金等价物”一项皆由公司披露的现金及现金等价物以及定期存款相加而成; 2018年之前公司披露的的现金及现金等价物口径无需调整

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 公司概况 | 6 |
| 境外发债比例较高，票面利率稳定，风险溢价略高 | 9 |
| 合约销售稳健增长，土储成本较低，利润空间可期 | 12 |
| 2019 年公司销售金额与销售面积稳中有升，同比增速下降 | 12 |
| 拿地成本较低，未来利润空间可期，拿地保持稳健风格 | 14 |
| 发源海西，扎根长三角，机会布局其他城市群 | 15 |
| 营收增加，盈利水平上升，财务风险稳中略降 | 19 |
| 营业收入规模增加，主要盈利指标上升，对外合作态度积极 | 19 |
| 三费占营收比改善，管理水平较稳健 | 23 |
| 权益乘数保持稳定，周转率上升 | 24 |
| 负债结构较为合理，偿债安全边际较高 | 26 |
| 现金流趋势不变，关联方款项对公司资金的影响不大 | 26 |
| 债务结构改善，若销售回款考虑偿还短期债务及拿地，公司安全边际较高 | 28 |
| 综合考虑土地款支出后，公司债务压力依旧较小 | 29 |
| 偿债指标有所提升，融资成本稳中有降，或然负债风险较小 | 29 |
| 资产抵押获款率降低，作为抵押的存货及投资物业比例下降 | 34 |
| 内外结合，稳步提升业绩，释放潜能 | 36 |
| 调整组织架构 | 36 |
| 开发 TOD 模式 | 36 |
| 风险提示 | 37 |
| 评级指南及免责声明 | 38 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：2020 年 6 月公司在操盘金额榜单中排名 25 位 | 6 |
| 图 2：截至 2019 年底公司股权结构图 | 7 |
| 图 3：公司美元债规模较大 | 9 |
| 图 4：公司 2020 年 Q4 之前供需偿还 1.99 亿美元及 11.97 亿人民币 | 9 |
| 图 5：公司 2020 年剩余应付债务利息为 1.59 亿美元及 7.63 亿人民币 | 9 |
| 图 6：公司 2020 年发行的优先票据票息创新低至 7.35% | 11 |
| 图 7：2018 年 1 月 1 日后发行的主体评级为 B1 的加权平均票面利率为 9.9% | 12 |
| 图 8：千亿后，2019 年公司累计销售金额同比增速高位下降至 15.9% | 12 |
| 图 9：2019 年公司累计销售面积同比增速略降至 16.4% | 13 |
| 图 10：2019 年销售均价同比下降 0.4 个百分点 | 13 |
| 图 11：公司 2019 年拿地均价同比上升 28.3% | 14 |
| 图 12：公司总体拿地风格依然较为稳健 | 14 |
| 图 13：公司地价房价比维持较低水平 | 15 |

| | |
|--|----|
| 图 14: 公司不同进度项目占比较为合理 | 16 |
| 图 15: 公司权益土储二、三线城市占比达 74.5% | 16 |
| 图 16: 公司权益土储长三角、中原、海西占比达 83.2% | 16 |
| 图 17: 2019 年二线城市拿地金额占比继续上升, 三线城市占比增加 | 17 |
| 图 18: 2019 年公司拿地面积趋势与金额保持一致 | 17 |
| 图 19: 公司 2019 年除长三角和中原地区外, 增加海西、成渝拿地规模 | 18 |
| 图 20: 公司拿地面积趋势与拿地金额保持一致 | 18 |
| 图 21: 公司 2019 年拿地权益比例有所回升 | 18 |
| 图 22: 2019 年公司物业销售结算均价同比下降 | 19 |
| 图 23: 公司 2019 年营业收入增长明显 | 19 |
| 图 24: 物业销售仍是公司的主要收入来源 | 20 |
| 图 25: 公司合约负债规模略降, 基本维持前期水平 | 20 |
| 图 26: 2019 年公司归母净利润同比增长 46.7 个百分点 | 21 |
| 图 27: 公司 2019 年毛利率、净利率、ROE 同比稳中有升 | 21 |
| 图 28: 2019 年公司权益性投资损益规模与前期持平 | 22 |
| 图 29: 公司的少数股东损益持续上升 | 23 |
| 图 30: 公司 2019 年少数股东权益占所有者权益比例有所下降 | 23 |
| 图 31: 公司 2019 年三费占营收比有所下降 | 23 |
| 图 32: 2019 年公司管理、销售费用之和占销售金额的比重创新低 | 24 |
| 图 33: 权益乘数保持稳定, 2019 年周转率皆有所上升 | 24 |
| 图 34: 存货周转率在 2017 年波动后回归往年水平, 2019 年再次上升 | 25 |
| 图 35: 公司 2018 年现金流明显改善, 2019 年趋势不变 | 26 |
| 图 36: 受限制现金占总口径货币资金的比例基本保持稳定 | 26 |
| 图 37: 应收关联方款项规模明显下降 | 27 |
| 图 38: 应付关联方款项规模稳定, 占流动负债规模略升 | 27 |
| 图 39: 2019H1 公司一年内需偿还债务占比 30.7% | 28 |
| 图 40: 2019 年底公司 5 年以上长期债务占比增加 | 28 |
| 图 41: 2019 年公司各时间段需偿还的债务比例进一步优化, 短债压力减小 | 28 |
| 图 42: 2018 年公司金融机构借款占比达 71.2% | 30 |
| 图 43: 2019 年公司优先票据借款占比明显增加 | 30 |
| 图 44: 公司短期偿债能力明显改善 | 30 |
| 图 45: 扣除合约负债的资产负债率有所下降 | 31 |
| 图 46: 有息负债规模稳定, 净负债率有所下降 | 32 |
| 图 47: 公司加权平均融资利率稳中略降 | 33 |
| 图 48: ABS 利率波动幅度略大, 金融机构借款平均利率降低 | 33 |
| 图 49: 公司按揭担保规模稳定上升, 关联方担保保持稳定 | 33 |
| 图 50: 2019 年公司的抵押获款比例有所下降 | 34 |
| 图 51: 存货抵押仍是公司抵押获款的主要手段 | 34 |
| 图 52: 作为借款抵押品的存货占比基本保持稳定 | 35 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 53: 2019 年作为借款抵押的投资物业占比进一步下降 | 35 |
|--------------------------------------|----|

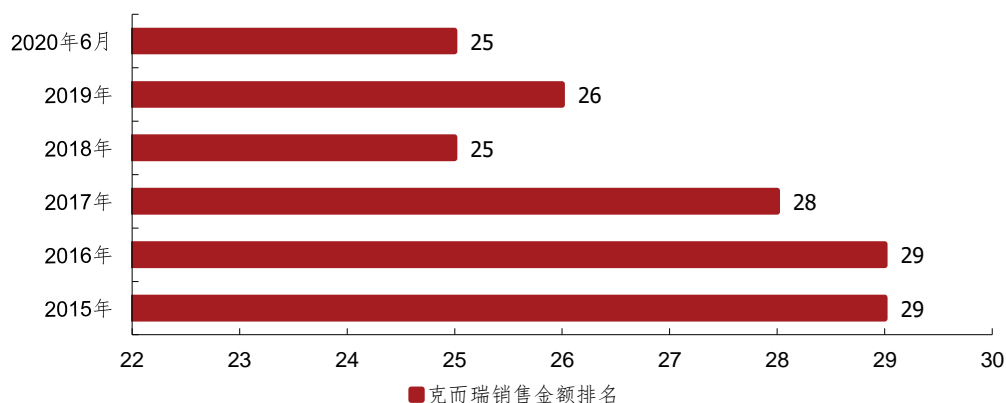
| | |
|--|----|
| 表 1: 公司实际控制人为个人, 惠誉给与主体评级为 BB- , 长期展望稳定 | 7 |
| 表 2: 公司核心财务数据 | 8 |
| 表 3: 公司存量债明细 | 10 |
| 表 4: 2018 年 9 月 ABS 结构设计 | 10 |
| 表 5: 2019 年 7 月 ABS 结构设计 | 11 |
| 表 6: 2020 年 3 月 ABS 结构设计 | 11 |
| 表 7: 2020 年 5 月 ABS 结构设计 | 11 |
| 表 8: 融信中国未来项目净利润率测算结果为 16.1% | 15 |
| 表 9: 公司 2019 年业绩保障系数在对比公司中处于中等水平 | 20 |
| 表 10: 公司 2019 年 ROE 在对比公司中处于较高水平, 与龙头公司相比仍有差距 | 22 |
| 表 11: 公司 2019 年权益乘数在对比公司中处于中等水平 | 25 |
| 表 12: 公司 2019 年存货周转率在对比公司中处于中等水平 | 25 |
| 表 13: 公司多数核心偿债指标按年上升 | 29 |
| 表 14: 公司 2019 年扣除合约负债的资产负债率处于中等偏低水平 | 31 |
| 表 15: 公司降杠杆成效明显, 2019 年净负债率在对比公司中处于偏低水平 .. | 32 |

公司概况

融信中国（香港联交所股份代码：**03301**）是一家专注于海峡西岸经济区内城市及经挑选的一二线城市的住宅物业开发的物业开发商，主要从事开发以具有改善型住房需求的中等至中高收入家庭为对象的中高档住宅物业，亦开发商业物业并将其纳入公司的住宅物业或位于其周边，该等商业物业包括办公楼宇、零售商铺及其他商业物业。截至 2019 年 12 月 31 日，公司的业务项目已涵盖海峡西岸、长三角、长江中游、粤港澳大湾区、京津冀、中原、成渝、西北及山东半岛九大城市群。“区域深耕”和“中高端精品”的方针战略使公司形成世纪系、海月系、澜天系、中心系等多个产品线，且仍在不断改进。根据中国房地产业协会及上海易居研究院中国房地产评测中心主办的中国房地产开发企业 500 强等榜单，融信中国（榜单用名：融信（福建）投资集团有限公司）自 2012 年起，已连续 8 年中国房地产开发企业 100 强且名次提升迅速，2019 年已由 2012 年的 65 位升至 21 位。

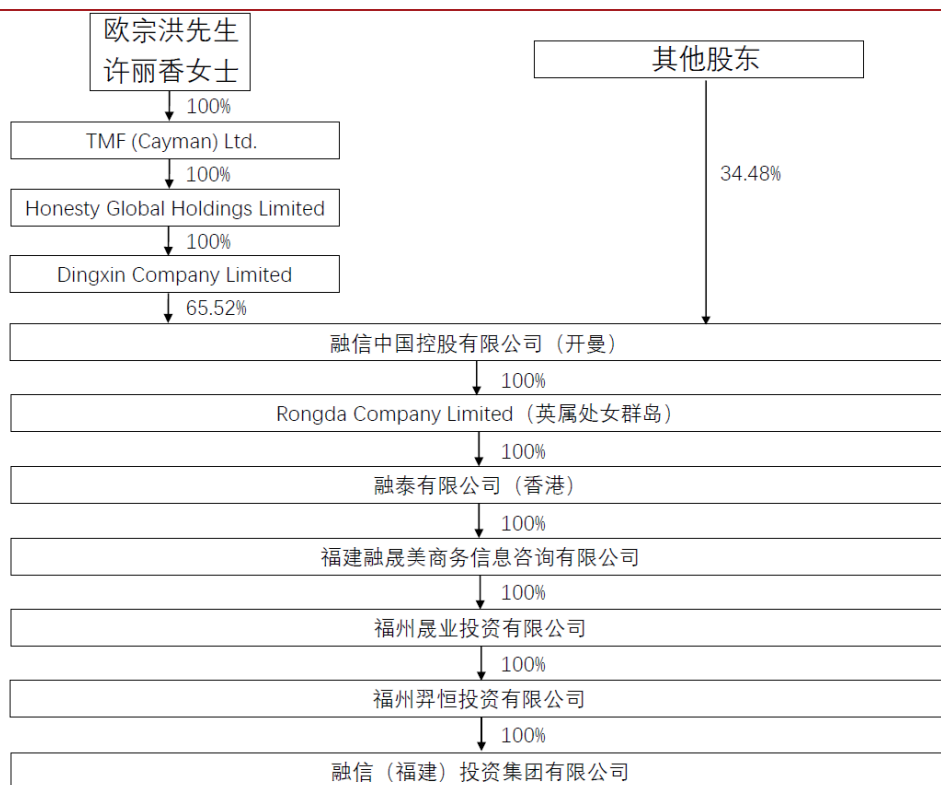
根据克而瑞研究中心发布的 2020 年 1-6 月《中国房地产企业销售排行榜单》，融信中国位列销售操盘金额榜单第 25 位，保持了近两年的水平。

图 1：2020 年 6 月公司在操盘金额榜单中排名 25 位



数据来源：克而瑞研究中心 克而瑞证券研究院

图 2: 截至 2019 年底公司股权结构图



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

表 1：公司实际控制人为个人，惠誉给与主体评级为 **BB-**，长期展望稳定

| 公司背景 | | | 评级情况 | | |
|-------|-------------------------|------|----------|----------|-----------|
| 企业性质 | 民营企业 | 主体评级 | B1 | B+ | BB- |
| 实际控制人 | 欧宗洪为代表的家族成员 | 评级机构 | 穆迪 | 标普 | 惠誉 |
| 第一大股东 | Dingxin Company Limited | 评级日期 | 2019/4/9 | 2019/8/9 | 2019/8/18 |

数据来源: Wind Bloomberg 克而瑞证券研究院

表 2: 公司核心财务数据

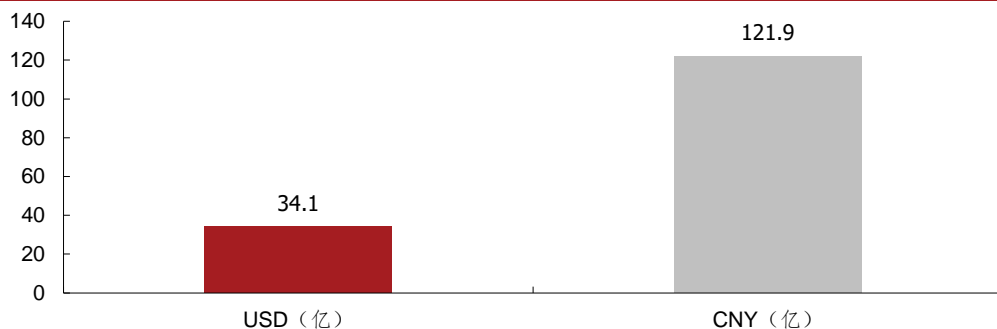
| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 备注 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|---|
| 收入 (亿) | 113.7 | 303.4 | 343.7 | 514.6 | 公司公告 |
| YOY (%) | 53.4% | 166.8% | 13.3% | 49.7% | - |
| 净利润 (亿) | 17.0 | 26.5 | 34.7 | 58.9 | 公司公告 |
| YOY (%) | 21.1% | 55.4% | 31.2% | 69.8% | - |
| 净利率 (%) | 15.0% | 8.7% | 10.1% | 11.5% | 净利润/营业收入 |
| EBITDA (亿) | 24.6 | 48.4 | 70.8 | 112.1 | 除税前溢利+折旧+摊销+财务融资净额 |
| EBITDA Margin (%) | 21.7% | 16.0% | 20.6% | 21.8% | EBITDA/营业收入 |
| 经营性现金流净额 (亿) | -171.6 | -103.7 | 178.2 | 59.7 | 公司公告 |
| 资本开支 (亿) | 4.0 | 47.2 | 11.8 | 11.1 | 购入固定资产、无形资产及其他长期资产的支出-处置固定资产、无形资产及其他长期资产的收入 |
| 自由现金流量 (亿) | -175.6 | -150.9 | 166.3 | 48.6 | 经营性现金流净额-资本开支 |
| 资产负债率 (%) | 76.7% | 81.9% | 82.5% | 80.7% | 总负债/总资产 |
| 扣除合约负债的资产负债率 (%) | 70.4% | 76.1% | 74.5% | 73.2% | (总负债-合同负债)/(总资产-合同负债) |
| 资本负债率 (%) | 63.1% | 69.3% | 63.7% | 60.5% | 总带息负债/(所有者权益+总带息负债) |
| 现金及现金等价物 (亿) | 115.3 | 184.7 | 227.4 | 310.2 | 公司公告 |
| 总带息债务 (亿) | 394.2 | 694.5 | 625.3 | 631.8 | 短期借款+长期借款+公司债券+公司票据 |
| 净带息债务 (亿) | 278.9 | 509.8 | 398.0 | 321.6 | 总带息债务-现金及现金等价物 |
| 总资产 (亿) | 989.1 | 1702.0 | 2034.4 | 2142.1 | 公司公告 |
| 净资产 (亿) | 230.9 | 307.6 | 356.2 | 412.9 | 公司公告 |
| 借款利息支出 (亿) | 22.5 | 40.2 | 52.3 | 53.0 | 融资成本中融资安排的利息 |
| total debt/EBITDA | 16.01 | 14.35 | 8.83 | 5.64 | 总带息债务/EBITDA |
| net debt/EBITDA | 11.33 | 10.53 | 5.62 | 2.87 | 净债务/EBITDA |
| EBITDA/利息开支 | 1.10 | 1.20 | 1.35 | 2.11 | - |

数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

境外发债比例较高，票面利率稳定，风险溢价略高

存量债方面，境外优先票据占比较大。截至 2020 年 7 月 2 日公司未到期债券共计 34.1 亿美元和 121.9 亿人民币。

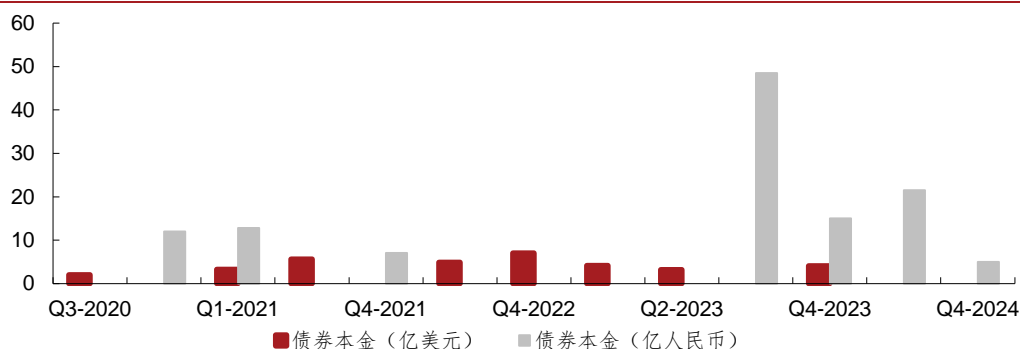
图 3：公司美元债规模较大



数据来源：Bloomberg 公司公告 克而瑞证券研究院

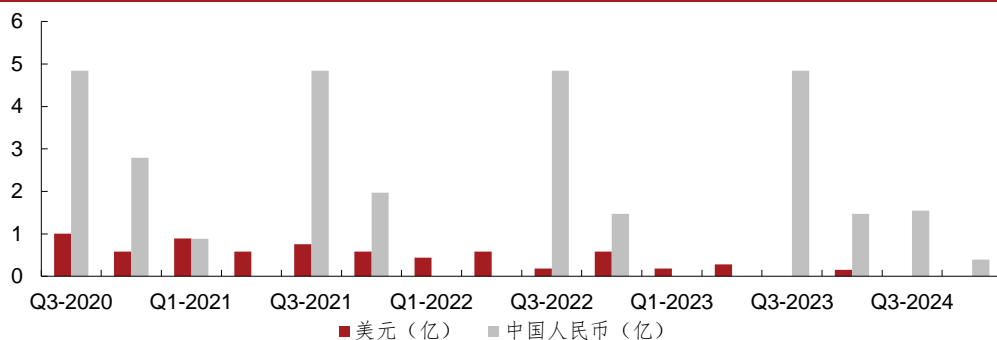
截至 2020 年 Q4 公司共有 1.99 亿美元债务及 11.97 亿人民币债务到期。

图 4：公司 2020 年 Q4 之前供需偿还 1.99 亿美元及 11.97 亿人民币



数据来源：Bloomberg Wind 克而瑞证券研究院

图 5：公司 2020 年剩余应付债务利息为 1.59 亿美元及 7.63 亿人民币



数据来源：Bloomberg Wind 克而瑞证券研究院

公司所发行的债券境内外评级机构给与的评级稳定，境外发行债券规模较高。美元债方面，穆迪给予 8.75%票息的优先票据 B2 评级；惠誉给予剩余 7 只优先票据 BB- 评级。人民币债方面，中诚信给与 2018 年以来发行的 7 只公司债 AAA 评级（其余两只债券发行时间较早，评级参考意义不大）。采用 2020-7-2 美元兑人民币中间价 7.0566 换算，公司美元债和人民币债比例达到 1.97，境外发债比例较高。

表 3：公司存量债明细

| 债券类型 | 发行日期 | 到期日期 | 货币 | 发行金额 (亿) | 剩余金额 (亿) | 息票 (%) | YTM | 债项 评级 | 评级机构 |
|------|------------|------------|-----|-------------|-------------|-----------|-------|----------|------|
| 优先票据 | 02/01/2018 | 02/01/2021 | USD | 8 | 3.24 | 8.25 | 7.806 | BB- | 惠誉 |
| 优先票据 | 01/03/2019 | 07/03/2020 | USD | 2 | 1.99 | 11.5 | 6.581 | BB- | 惠誉 |
| 优先票据 | 02/22/2019 | 08/22/2021 | USD | 6 | 5.6 | 11.25 | 8.429 | BB- | 惠誉 |
| 优先票据 | 03/01/2019 | 03/01/2022 | USD | 5 | 4.88 | 10.5 | 8.497 | BB- | 惠誉 |
| 优先票据 | 04/25/2019 | 10/25/2022 | USD | 7 | 7 | 8.75 | 8.717 | B2 | 穆迪 |
| 优先票据 | 07/22/2019 | 01/22/2023 | USD | 4.2 | 4.15 | 8.95 | 8.908 | BB- | 惠誉 |
| 优先票据 | 12/09/2019 | 06/09/2023 | USD | 3.24 | 3.16 | 8.1 | 9.057 | BB- | 惠誉 |
| 优先票据 | 06/15/2020 | 12/15/2023 | USD | 4.1 | 4.1 | 7.35 | 7.17 | BB- | 惠誉 |
| 公司债 | 12/23/2015 | 12/23/2020 | CNY | 12 | 11.9696 | 6.9 | - | AA+ | 联合信评 |
| 公司债 | 01/18/2016 | 01/18/2021 | CNY | 13 | 12.8529 | 6.9 | - | AA+ | 联合信评 |
| 私募债 | 11/28/2018 | 11/28/2021 | CNY | 20 | 7.1 | 7 | - | AAA | 中诚信 |
| 公司债 | 07/03/2019 | 07/03/2023 | CNY | 28.5 | 28.5 | 6.45 | - | AAA | 中诚信 |
| 公司债 | 07/03/2019 | 07/03/2024 | CNY | 11.5 | 11.5 | 6.78 | - | AAA | 中诚信 |
| 私募债 | 08/26/2019 | 08/26/2023 | CNY | 20 | 20 | 7.25 | - | AAA | 中诚信 |
| 私募债 | 08/26/2019 | 08/26/2024 | CNY | 10 | 10 | 7.7 | - | AAA | 中诚信 |
| 私募债 | 11/12/2019 | 11/12/2023 | CNY | 15 | 15 | 7.2 | - | AAA | 中诚信 |
| 私募债 | 11/27/2019 | 11/27/2024 | CNY | 5 | 5 | 7.8 | - | AAA | 中诚信 |

数据来源：Bloomberg Wind 克而瑞证券研究院

备注：2015 年 12 月 23 日起息，债券发行年限为 5 年，规模为 12 亿人民币的债券 15 融信 01 自 2018 年 12 月 23 日起票息上调为 6.9%；2018 年 11 月 28 号起息，债券发行期限为 3 年，规模为 20 亿人民币的债券 18 融信 01 自 2019 年 11 月 28 日期票息调整为 7%，持续至 2020 年 11 月 27 日（2）发行人存量债余额截至 2020-7-2（3）使用最新票面利率（4）日期格式采用月/日/年

除上述债券外，公司发行于 2018 年 9 月 20 日在深交所上市的 ABS，实际融资主体为公司全资子公司“融信（福建）投资集团有限公司”。该产品为两层分层设计，总融资额 13 亿人民币，每层融资期限均为 1.83 年，承销人为华福证券。

表 4：2018 年 9 月 ABS 结构设计

| 金额（亿） | 分层设计 | 利率 |
|-------|------|-------|
| 11.5 | 优先 | 7.50% |
| 1.5 | 次级 | - |

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

此外，公司发行于 2019 年 7 月 30 日在上交所上市的 ABS，实际融资主体为公司全资子公司“融信（福建）投资集团有限公司”。该产品为两层分层设计，总融资额 11.474 亿人民币，每层融资期限均为 2 年，承销人为中山证券。

表 5: 2019 年 7 月 ABS 结构设计

| 金额 (亿) | 分层设计 | 利率 |
|--------|------|-------|
| 10.9 | 优先 | 7.20% |
| 0.574 | 次级 | - |

数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

此外, 公司发行于 2020 年 3 月 30 日在上交所上市的 ABS, 实际融资主体为公司全资子公司“融信(福建)投资集团有限公司”。该产品为两层分层设计, 总融资额 12.9 亿人民币, 预计到期日为 2022-3-11, 承销人为中山证券。

表 6: 2020 年 3 月 ABS 结构设计

| 金额 (亿) | 分层设计 | 利率 |
|--------|------|-------|
| 12.25 | 优先 | 5.90% |
| 0.65 | 次级 | - |

数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

此外, 公司发行于 2020 年 5 月 19 日在上交所上市的 ABS, 实际融资主体为公司全资子公司“融信(福建)投资集团有限公司”。该产品为两层分层设计, 总融资额 11.06 亿人民币, 每层融资期限均为 2 年, 承销人为中山证券。

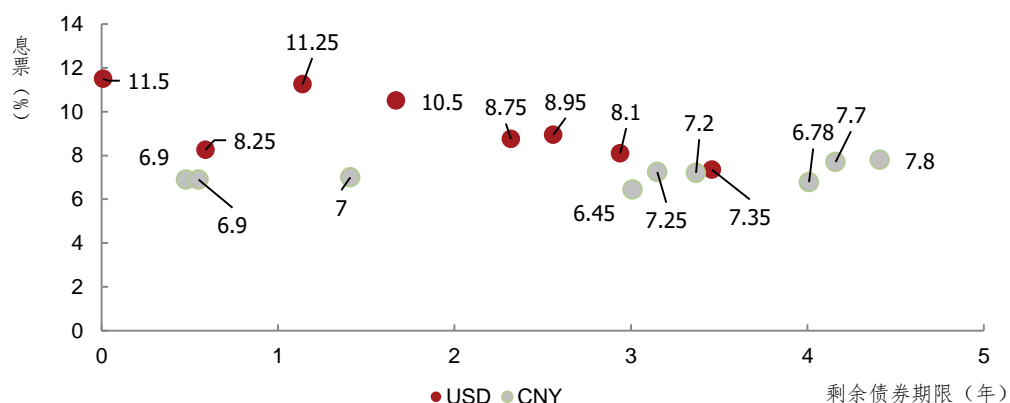
表 7: 2020 年 5 月 ABS 结构设计

| 金额 (亿) | 分层设计 | 利率 |
|--------|------|-------|
| 10.5 | 优先 | 5.90% |
| 0.56 | 次级 | - |

数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

票面利率较稳定, 市场给予风险溢价较高, 加权平均利率略低于同主体评级发行债券的加权平均票息。公司境外发债比例较高, 未到期债务票面利率处于 7.35%-11.5% 之间, 2019 年 4 月以来的三笔优先票据的票面利率均低于 9%, 2020 年 6 月发行的优先票据的票息进一步下降至 7.35%。

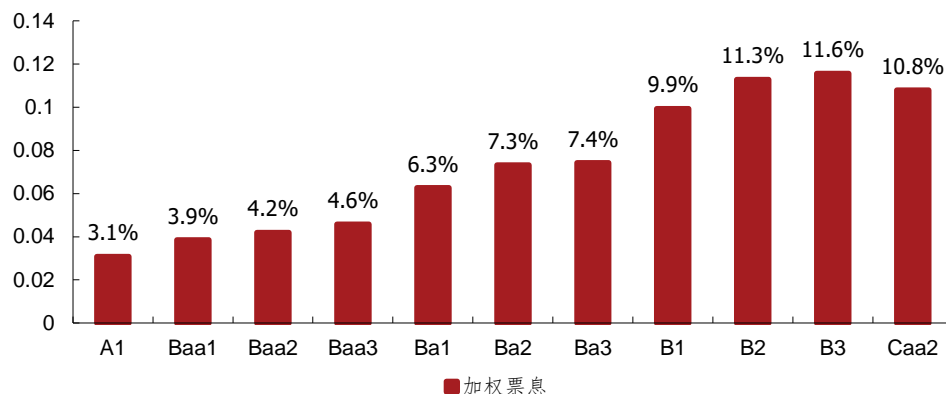
图 6: 公司 2020 年发行的优先票据票息创新低至 7.35%



数据来源: Bloomberg 克而瑞证券研究院

融信中国美元债加权平均票面利率为 9.21%，穆迪主体评级为 B1，我们监测的 170 家房企 2018 年 1 月 1 日后发行的主体评级为 B1 的加权平均票面利率为 9.96%，融信中国低于同评级市场水平。

图 7： 2018 年 1 月 1 日后发行的主体评级为 B1 的加权平均票面利率为 9.9%



数据来源：Bloomberg 克而瑞证券研究院

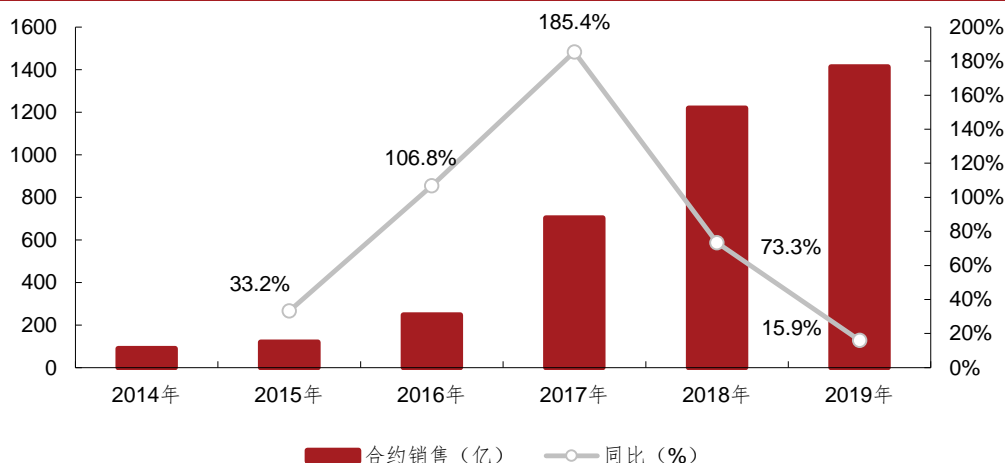
备注：数据截止至 2019 年 6 月 8 日

合约销售稳健增长，土储成本较低，利润空间可期

2019 年公司销售金额与销售面积稳中有升，同比增速下降

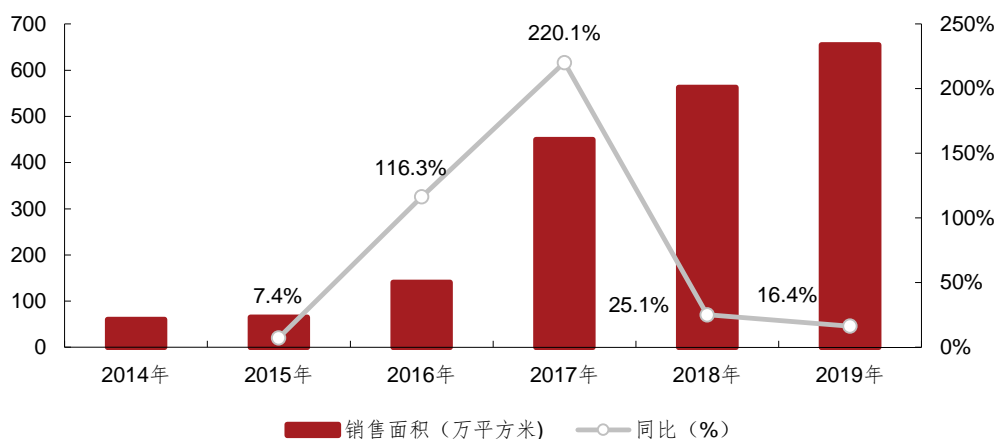
融信中国 2019 年累计销售金额与销售面积同比增速皆下降至 16% 左右，在 2018 年高基数的基础上仍属于较好的水平，分别至 1413.2 亿元与 654.8 万 m²，千亿后公司更加追求有质量的增长，同时随着行业的集中度提升，上了千亿台阶在保持之前的高增速的确也不大符合现有的市场情况。公司 2018 年销售金额为 1218.9 亿元，销售面积为 562.4 万平方米。2015 年以来公司销售金额与销售面积显著增长，CAGR 分别为 85.6% 与 78.2%。

图 8： 千亿后，2019 年公司累计销售金额同比增速高位下降至 15.9%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

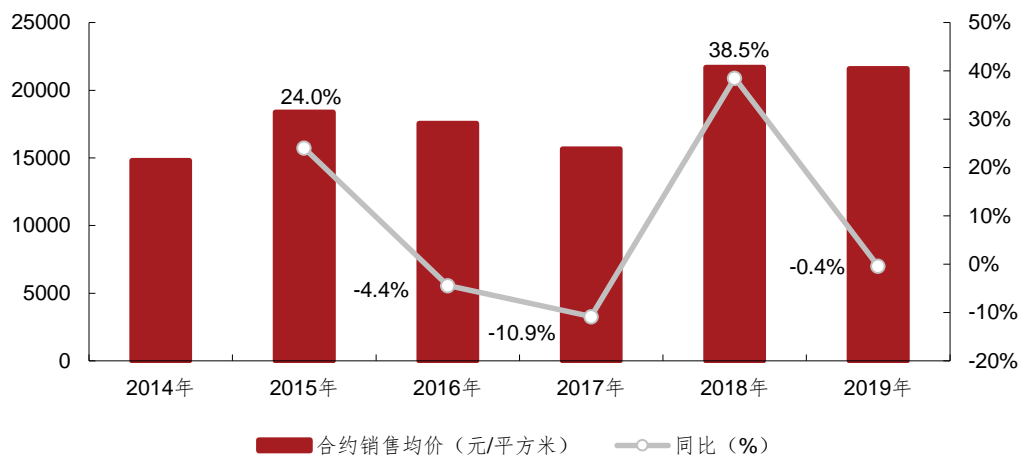
图 9：2019 年公司累计销售面积同比增速略降至 16.4%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年公司累计合约销售均价同比略降 0.4 个百分点，至 21583 元/m²。2018 年销售均价为 21672 元/m²，同比增长 38.5%，终止 2015 年以来的下跌趋势。

图 10：2019 年销售均价同比下降 0.4 个百分点

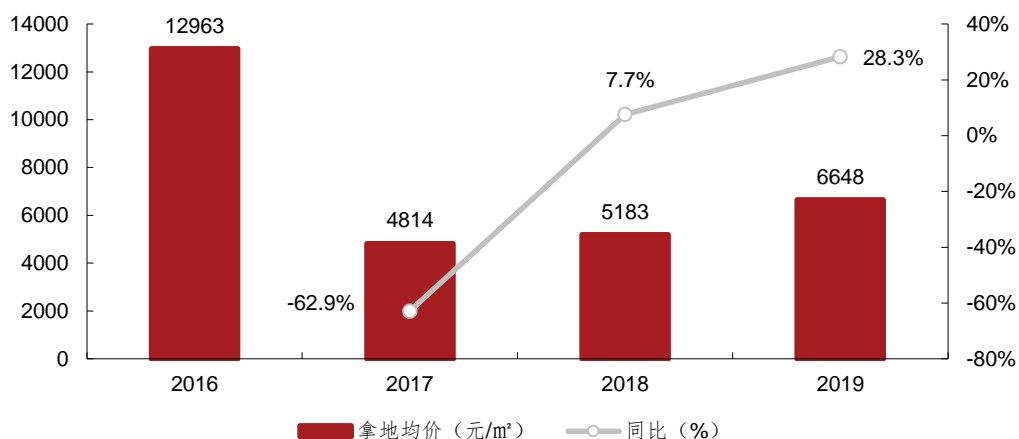


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

拿地成本較低，未來利潤空間可期，拿地保持穩健風格

2019 年公司二线城市拿地比例上升，均价同比上升 28.3%，至 6648 元/平方米。自 2017 年起，公司拿地均价大幅改善，同比下降 62.9% 至 4814 元/平方米，之后基本保持平稳上升的态势。

图 11：公司 2019 年拿地均价同比上升 28.3%

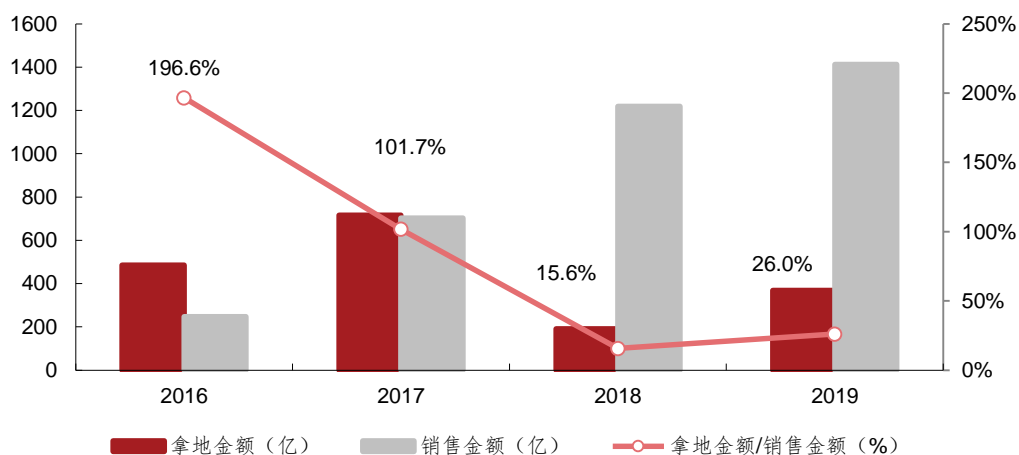


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：公司拿地均价的计算使用的是地上计容建筑面积

公司 2019 年拿地金额规模与 2018 年相比有所增加，拿地金额与销售金额比例增加 10.4 个百分点，总体拿地风格依然较为稳健。2016 年至 2018 年公司拿地金额与销售金额之比持续下降，拿地风格持续改善。

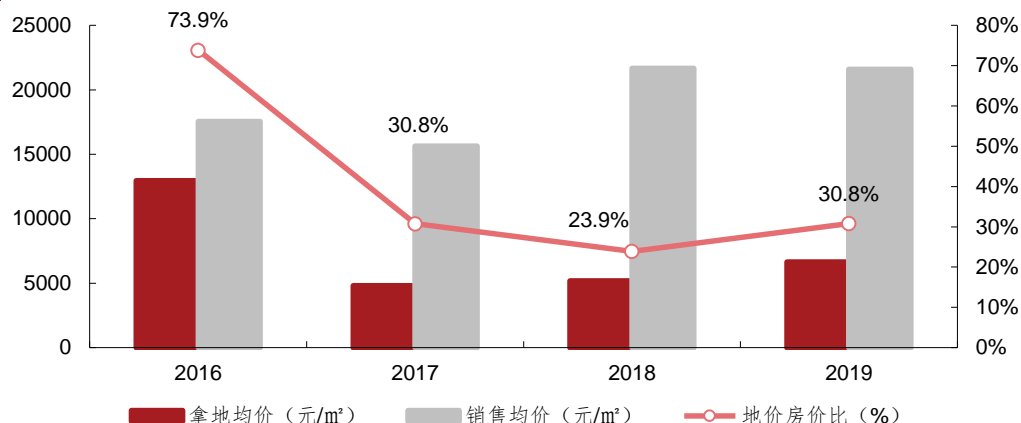
图 12：公司总体拿地风格依然较为稳健



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年公司地價房價比同比上升 6.9 个百分点，仍維持較低水平。自 2016 年開始公司地價房價比持續改善，到 2018 年已下降至 23.9% 的水平。

圖 13：公司地價房價比維持較低水平



数据来源：公司公告 克而瑞證券研究院

公司目前土地储备未来利润空间可期。根据公司披露的 2019 年房企合约销售情况销售以及土地储备均价情况，公司 2019 年全年销售均价为 21583 元/m²，截至 2019 年公司的土地储备均价为 6897 元/m²，按照下表计算，公司销售的整体净利润率在 16.1%，未来抗市场风险变动的安全边际较强，同时亦有增加精装修提升项目价值促进销售的空间。

表 8：融信中国未来项目净利润率测算结果为 16.1%

| 单位 (元/m²) | 金额 | 备注 |
|------------|-------|-------------------------|
| 销售价格 | 21583 | 参考公司披露 2019 年合约销售均价 |
| 土地成本 | 6897 | 参考公司披露截至 2019 年土地储备均价 |
| 配套设施土地成本分摊 | 70 | 按 1% 的配套占比计算 |
| 土地契税 | 207 | 土地价格 3% |
| 综合建安 | 5500 | |
| 营销费用 | 647 | 销售收入 3% |
| 管理费用 | 647 | 销售收入 3% |
| 财务费用 | 1215 | 70% 的成本融资，6.85% 的利率，2 年 |
| 增值税及附加 | 1219 | 销售收入的 5.65% |
| 土地增值税 | 540 | 销售收入 2.5%，公司公告 |
| 所得税 | 1160 | 净收入的 25% |
| 净利润 | 3480 | |
| 净利润率 | 16.1% | |

数据来源：易居克而瑞 克而瑞證券研究院

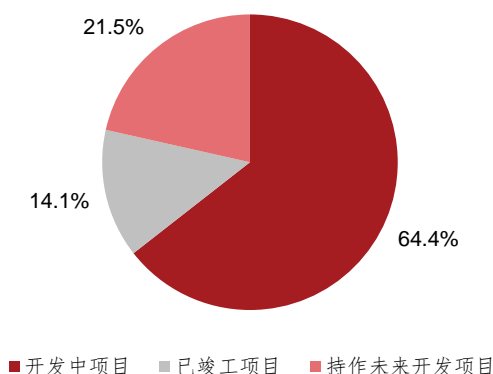
发源海西，扎根长三角，机会布局其他城市群

截至 2019 年 12 月 31 日，公司延续其拿地策略，在长三角中心区的上海、苏州、杭州、湖州、绍兴、金华、常州以及海峡西岸地区的福州、厦门、漳州等地共购得 46 个地块，总建筑面积为 730.6 万平方米，平均土地成本为 6648 元/平方米。

备注：根据中共中央国务院 2019-12-01 印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，将上海市、江苏省、浙江省、安徽省全部城市划分为长三角城市群，其中上海市，江苏省南京、无锡、常州、苏州、南通、扬州、镇江、盐城、泰州，浙江省杭州、宁波、温州、湖州、嘉兴、绍兴、金华、舟山、台州，安徽省合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城 27 个城市划分为长三角中心区，其余为长三角其他区。

至 2019 年公司拥有土地储备约 2700 万平方米，其中开发中项目约 1740 万平方米，已竣工可售项目约 380 万平方米，持作未来开发项目约 580 万平方米，平均土地成本为 6897 元/m²。

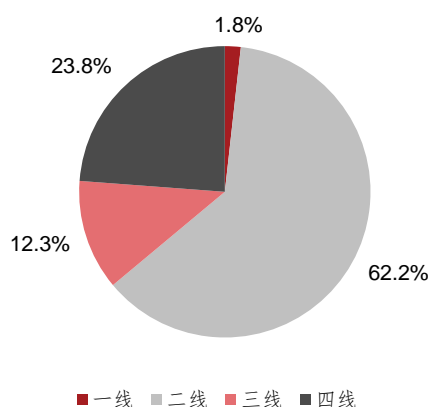
图 14：公司不同进度项目占比较为合理



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

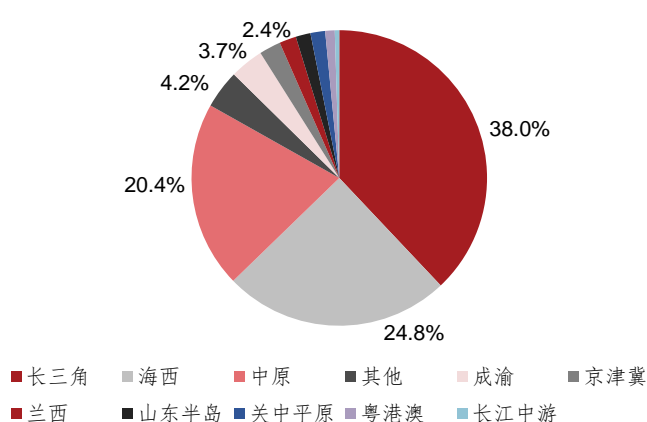
公司的权益土地储备为 1331.8 万平方米，主要集中于长三角、海峡西岸与中原城市群的二、三线城市。公司的四线城市土储占到了总土地储备的 23.8%，但基本位于长三角中心区二线城市的下辖县级市以及海西、中原城市群核心城市的下辖县级市，土储质量较好。

图 15：公司权益土储二、三线城市占比达 74.5%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

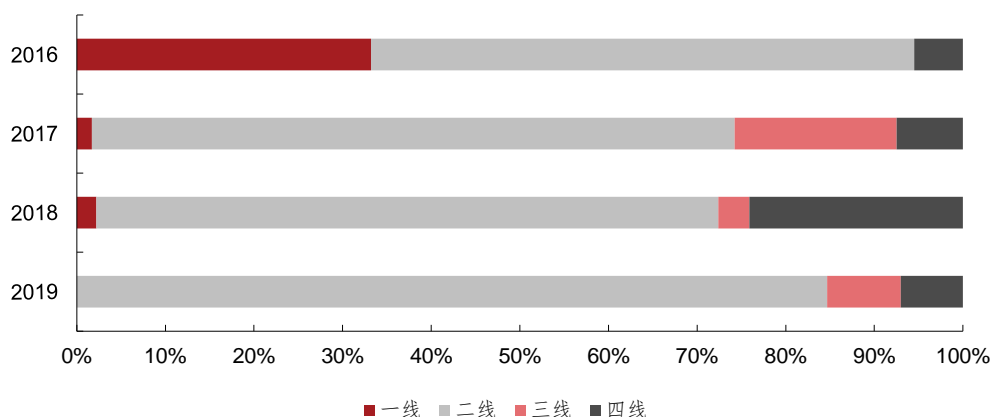
图 16：公司权益土储长三角、中原、海西占比达 83.2%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

公司 2019 年二线城市拿地比例进一步增加，三线城市拿地比例也有所上升。2018 年公司减少三线城市拿地比例，增加四线城市拿地比例，一、二线城市拿地比例基本保持稳定。从拿地金额和拿地面积综合来看，公司 2018 年在三线城市的拿地节奏基本保持不变，同时在四线城市拿地比例增加，且在二线城市的拿地均价略有上升。根据中小城市发展战略研究院、国信中小城市指数研究院发布的《2019 年度全国综合实力百强县市》榜单，公司进入的句容、乐清、海门、海宁、荣阳、慈溪等城市皆入选其中，公司的四线城市土储较为优质，抗风险能力较高。

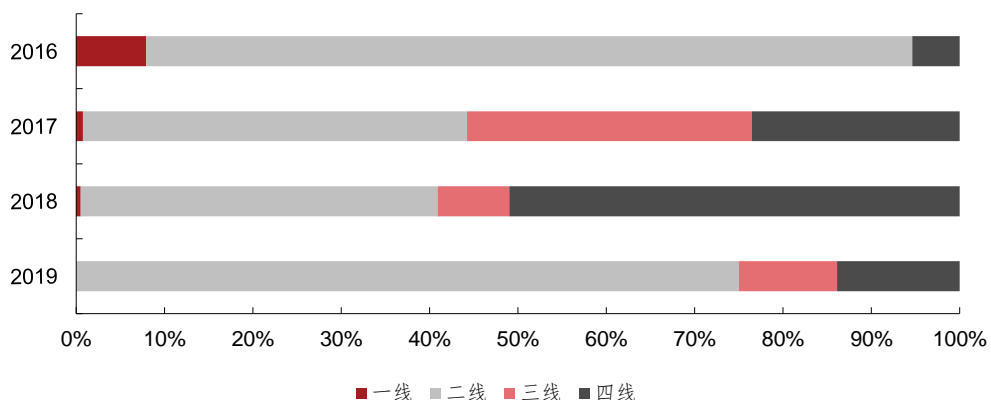
图 17：2019 年二线城市拿地金额占比继续上升，三线城市占比增加



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：根据第一财经新一线城市研究所 2019 年 5 月 24 日发布的《2019 城市商业魅力排行榜》，将榜单中新一线城市及二线城市统一划分为二线城市，其他地级市为三线城市，县级市为四线城市。

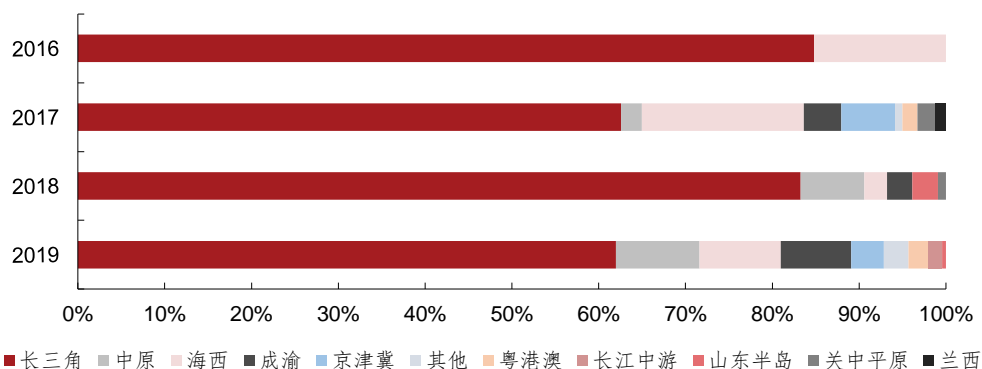
图 18：2019 年公司拿地面积趋势与金额保持一致



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

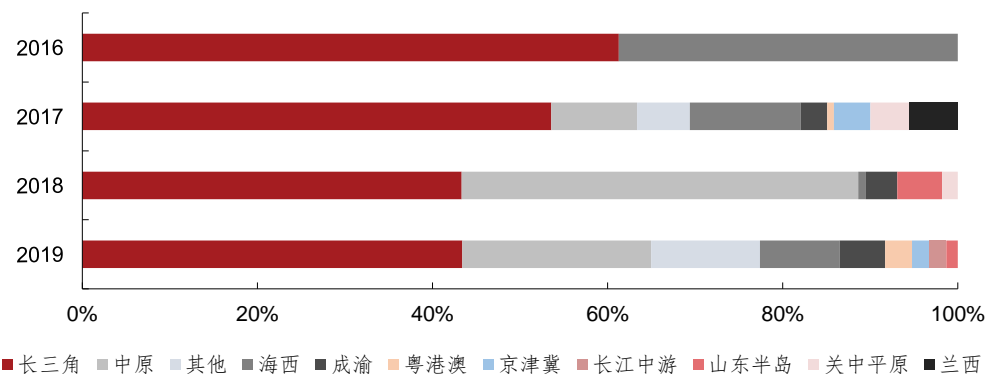
丰富核心城市圈的布局，重点突出，不断拓展新机会。2019 年公司在保持 2018 年拿地趋势的同时增加了海峡西岸、成渝两个城市群的拿地比例，适当减少了长三角地区的拿地比例。公司 2018 年在保持土储多样性的前提下减少拿地的城市群，主要集中在长三角和中原城市群。2019 年公司在中原城市群的拿地面积比例同比明显上升，长三角地区延续之前的趋势。

图 19：公司 2019 年除长三角和中原地区外，增加海西、成渝拿地规模



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

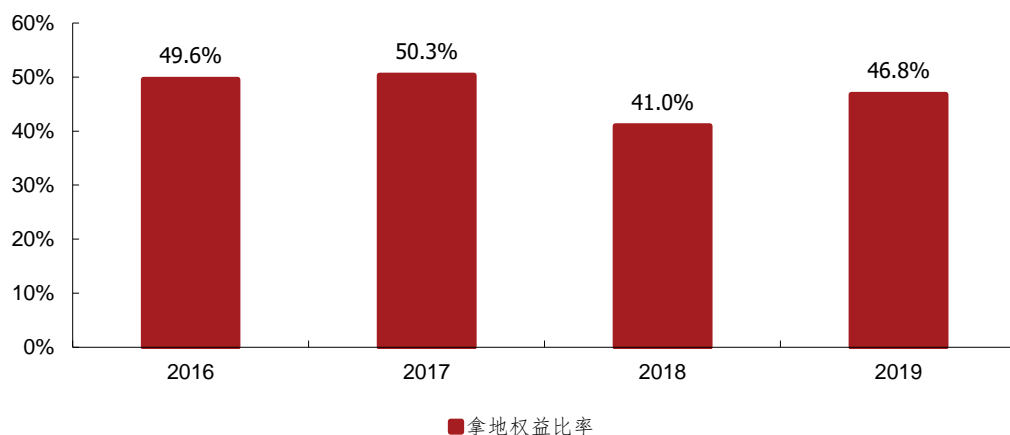
图 20：公司拿地面积趋势与拿地金额保持一致



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年公司拿地权益比率有所回升，至 46.8%，项目对外合作力度依然较大。

图 21：公司 2019 年拿地权益比例有所回升



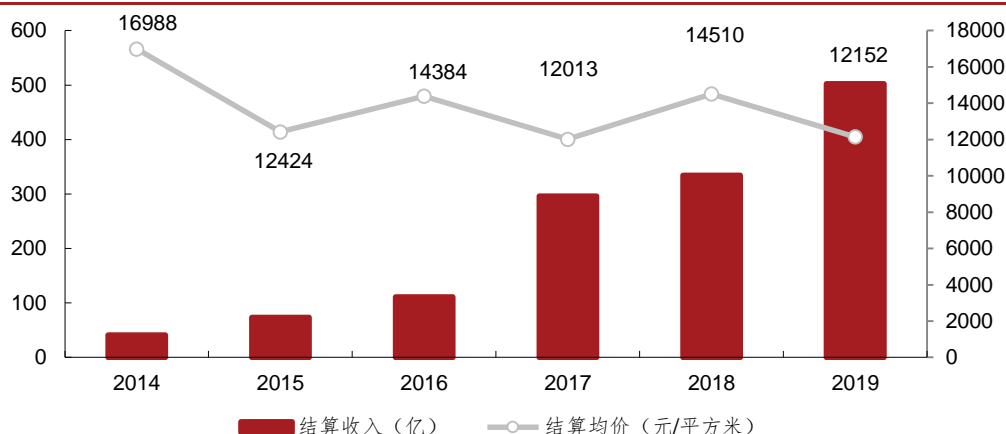
数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

营收增加，盈利水平上升，财务风险稳中略降

营业收入规模增加，主要盈利指标上升，对外合作态度积极

公司 2019 年在结算规模明显增加的同时，结算均价有所下降，至 12152 元/m²。2015 年以来，由于公司的结算项目规模显著增长，城市群之间的价格差异对综合均价的影响逐渐明显，导致结算均价有所波动。

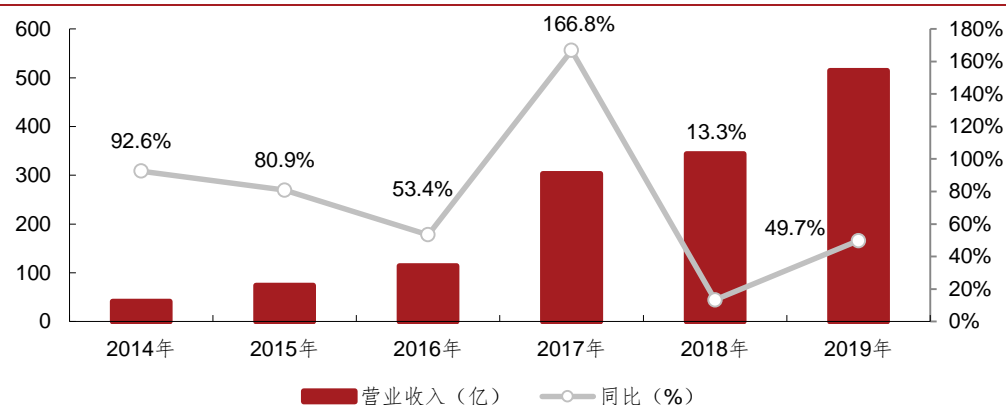
图 22：2019 年公司物业销售结算均价同比下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

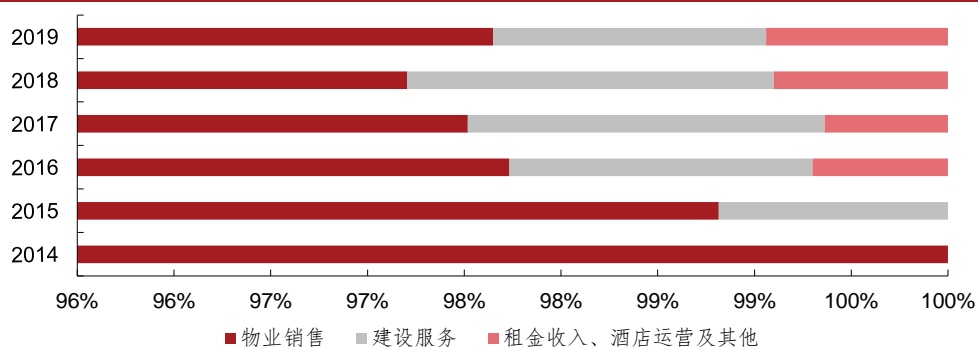
2019 年公司的营业收入同比增长 49.7%，至 514.6 亿元，增长可观。2018 年公司营业收入增速同比高位下降至 13.3%，规模暨 2017 年大幅增长后回稳，至 343.7 亿元。

图 23：公司 2019 年营业收入增长明显



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

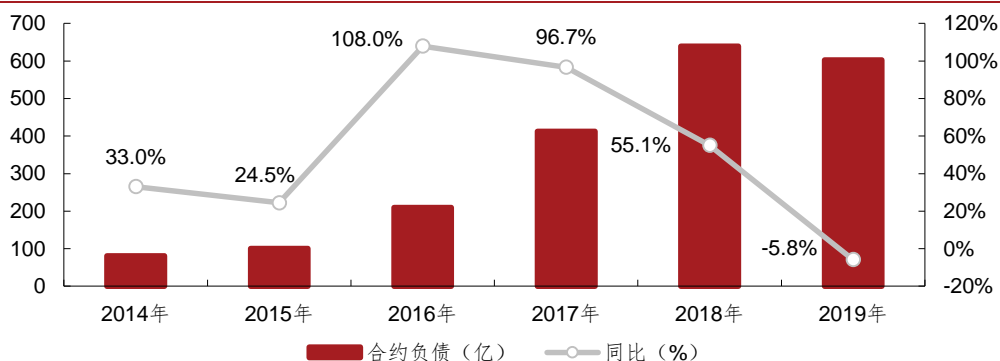
图 24：物业销售仍是公司的主要收入来源



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

公司 2019 年的合约负债规模略降 5.8 个百分点，基本维持 2018 年的水平，至 602.7 亿，2019 年全年业绩保障系数为 1.17。公司合同负债规模略降，营业收入规模增长明显，合约负债对保障未来营业收入增长的支撑不再强劲，但仍能提供一定的支撑。

图 25：公司合约负债规模略降，基本维持前期水平



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

表 9：公司 2019 年业绩保障系数在对比公司中处于中等水平

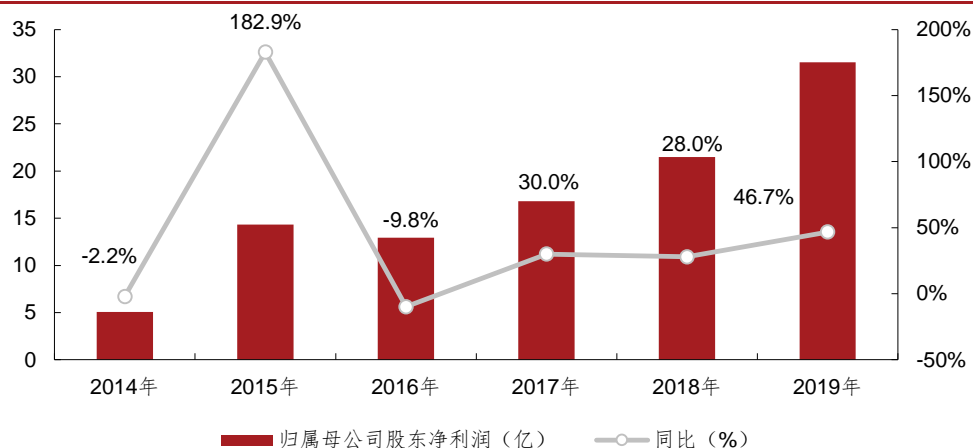
| 公司名称 | 股票代码 | 合约负债 (亿) | 营业收入 (亿) | 业绩保障系数 (X) |
|-------------|----------------|--------------|--------------|-------------|
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 349.0 | 213.7 | 1.63 |
| 融创中国 | 1918.HK | 2408.2 | 1693.2 | 1.42 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 6470.0 | 4859.1 | 1.33 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 199.4 | 160.7 | 1.24 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 763.2 | 615.9 | 1.24 |
| 深圳控股 | 0604.HK | 162.1 | 133.6 | 1.21 |
| 正荣地产 | 6158.HK | 388.0 | 325.6 | 1.19 |
| 融信中国 | 3301.HK | 602.7 | 514.6 | 1.17 |
| 越秀地产 | 0123.HK | 419.4 | 383.4 | 1.09 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 226.9 | 260.4 | 0.87 |
| 佳兆业集团 | 1638.HK | 393.9 | 480.2 | 0.82 |
| 禹洲地产 | 1628.HK | 86.0 | 232.4 | 0.37 |
| 中国恒大 | 3333.HK | 1297.1 | 4775.6 | 0.27 |

数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注：对比公司使用的是 Wind 房地产二级分类房地产开发企业中与公司市值相邻的公司，外加三家龙头房企。

公司 2019 年的归母净利润同比增长 46.7 个百分点，至 31.5 亿元。2015 年公司的归母净利润大幅增长后，便一直保持稳定的增速。

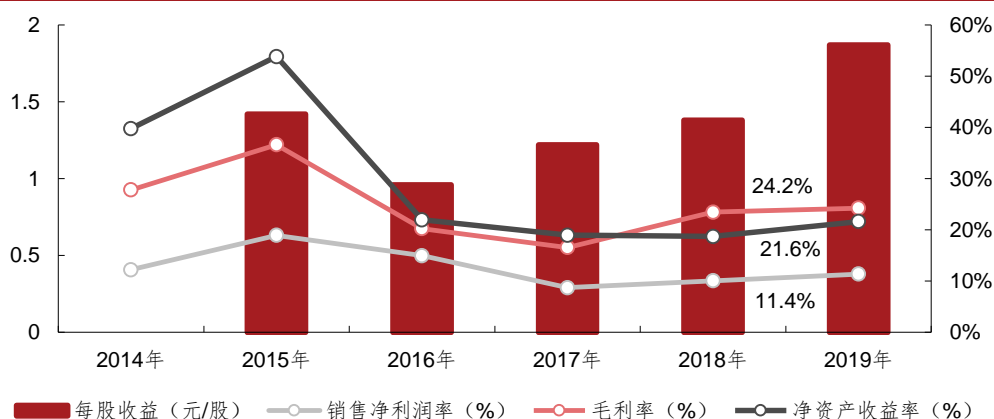
图 26：2019 年公司归母净利润同比增长 46.7 个百分点



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

公司 2019 年每股收益同比有所上升，销售毛利率、净利率、ROE 同比稳中有升。公司的每股收益自 2016 年上市以来稳定上升，2018 年至 1.38 元/股，销售毛利率小幅波动，2018 年仍有所上升，净利率稳定在 10% 左右，ROE 也保持在 20% 左右的水平。

图 27：公司 2019 年毛利率、净利率、ROE 同比稳中有升



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

公司 2019 年的净资产收益率为 21.6%，在同业对比公司中处于中等偏高水平。

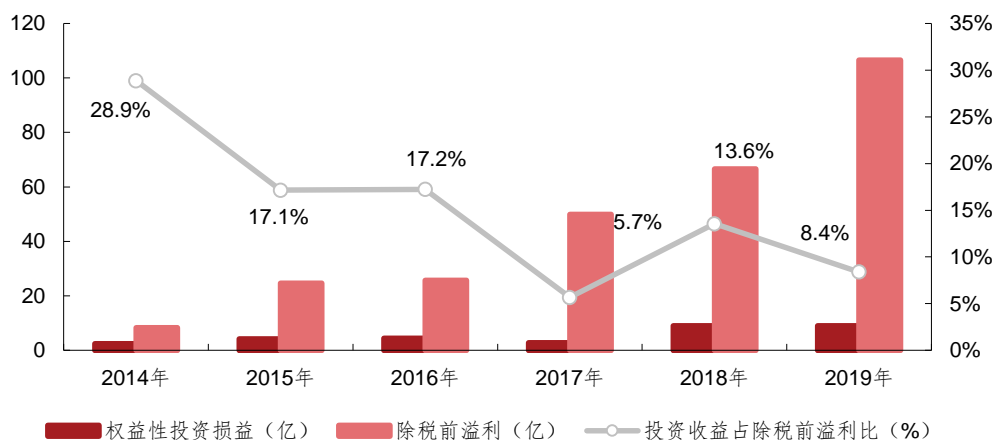
表 10: 公司 2019 年 ROE 在对比公司中处于较高水平, 与龙头公司相比仍有差距

| ROE | 代码 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 融创中国 | 1918.HK | 27.5% | 21.5% | 18.7% | 11.7% | 32.8% | 32.9% | 37.2% |
| 碧桂园 | 2007.HK | 20.9% | 20.3% | 15.2% | 17.0% | 31.8% | 32.2% | 28.9% |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 21.3% | 11.5% | 19.0% | 35.5% | 25.7% | 24.8% | 23.4% |
| 融信中国 | 3301.HK | 40.9% | 39.8% | 53.8% | 22.0% | 19.0% | 18.7% | 21.6% |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 16.8% | 14.7% | 13.6% | 27.0% | 27.2% | 24.2% | 21.2% |
| 佳兆业集团 | 1638.HK | 18.1% | -8.1% | -8.0% | -4.6% | 20.5% | 13.5% | 19.4% |
| 禹洲地产 | 1628.HK | 22.0% | 16.1% | 18.6% | 17.5% | 20.6% | 19.5% | 17.0% |
| 正荣地产 | 6158.HK | 0.0% | 0.0% | 10.9% | 16.8% | 17.4% | 19.5% | 16.8% |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 8.5% | 7.7% | 10.6% | 11.4% | 13.9% | 10.8% | 13.7% |
| 中国恒大 | 3333.HK | 29.0% | 25.3% | 20.5% | 10.7% | 30.7% | 30.2% | 12.4% |
| 深圳控股 | 0604.HK | 12.8% | 11.2% | 9.0% | 9.6% | 13.3% | 8.2% | 9.4% |
| 越秀地产 | 0123.HK | 12.4% | 9.3% | 3.4% | 5.1% | 7.2% | 8.2% | 9.3% |
| 绿城中国 | 3900.HK | 21.2% | 8.5% | 3.4% | 7.9% | 8.6% | 3.7% | 9.0% |

数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

公司在发展主业的同时择机选择投资机会, 于合、联营公司的收益规模基本保持 2018 年的水平。2019 年权益性投资损益的规模基本与前期持平, 由于除税前溢利规模的明显上升, 占比有所下降。

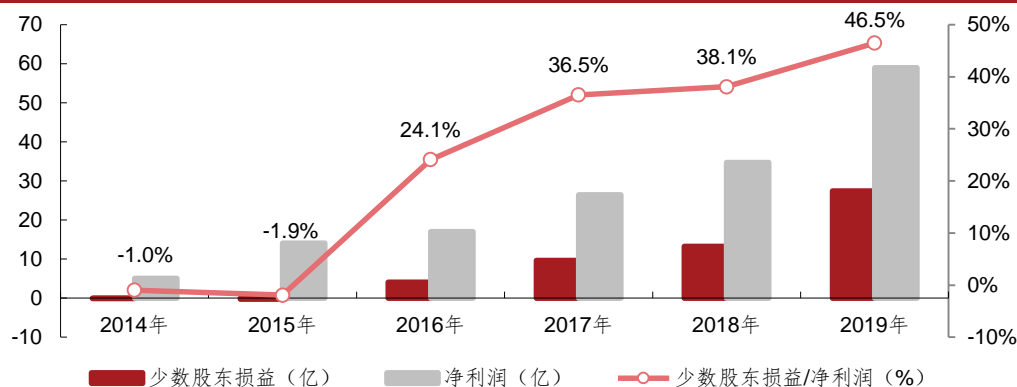
图 28: 2019 年公司权益性投资损益规模与前期持平



数据来源: Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

自 2016 年上市以来, 公司的对外合作规模持续上升, 2019 年少数股东损益占净利润比例同比上升 8.4%, 至 46.5%。

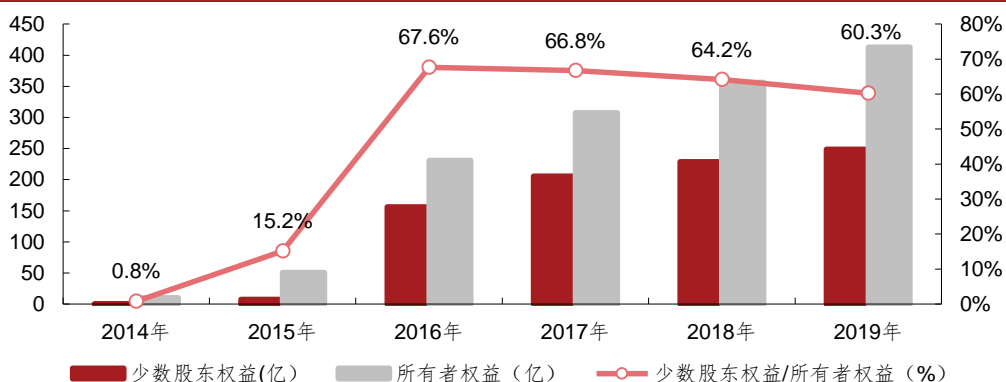
图 29：公司的少数股东损益持续上升



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

少数股东权益占所有者权益比例 2019 年有所下降，至 60.3%。

图 30：公司 2019 年少数股东权益占所有者权益比例有所下降

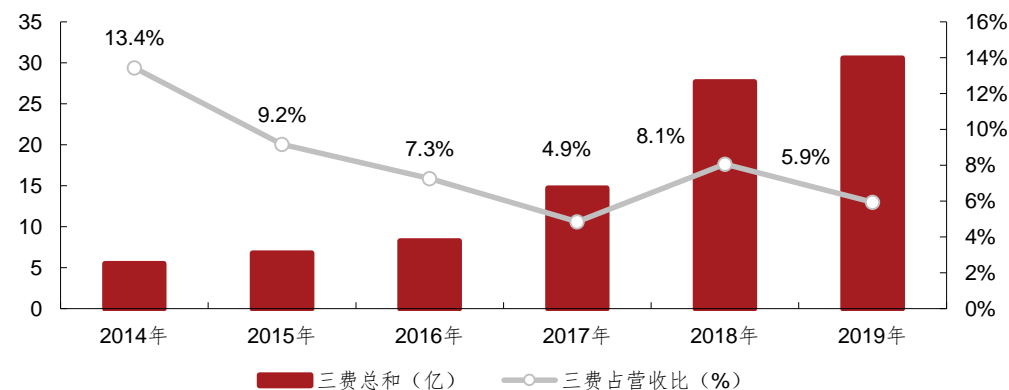


数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

三费占营收比改善，管理水平较稳健

2019 年公司的三费规模上升，而三费占营收比下降 2.2 个百分点，趋势较为合理。2018 年公司三费占比在经历连续三年的下降后重新上升，主要由于公司职工薪酬规模的增加（2017:7.9 亿；2018:13 亿）。

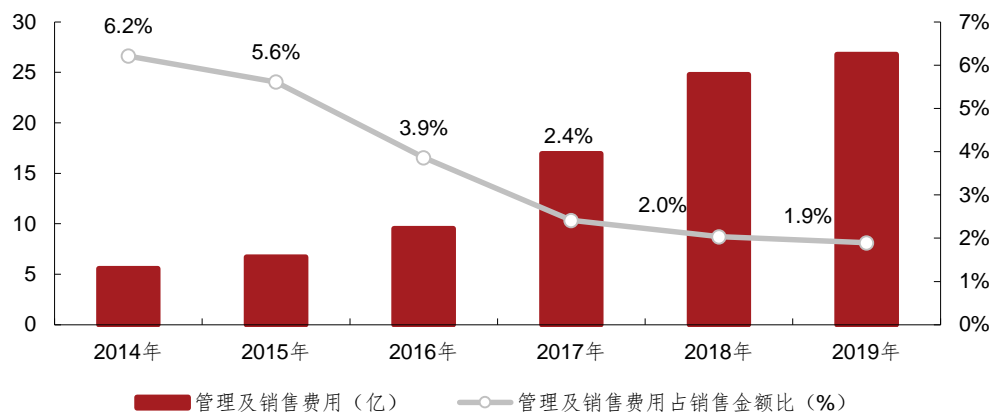
图 31：公司 2019 年三费占营收比有所下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

管理和销售费用的总和占销售金额的比重逐年下降，2019 年至 1.9%，创占比水平新低。随着公司的扩张，增加的管理和销售费用的合理性较高。

图 32：2019 年公司管理、销售费用之和占销售金额的比重创新低

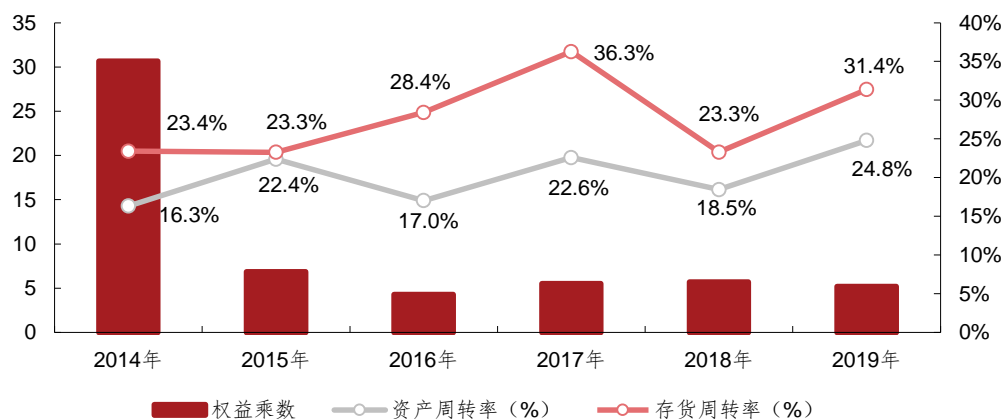


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

权益乘数保持稳定，周转率上升

公司权益乘数自 2015 年明显下降后基本保持稳定，2019 年存货与资产周转率较 2018 年皆有所上升。公司的资产周转率 2018 年高位下降 13 个百分点至 23.3%，资产周转率小幅波动，2018 年下降至 2016 年的水平，至 18.5%。

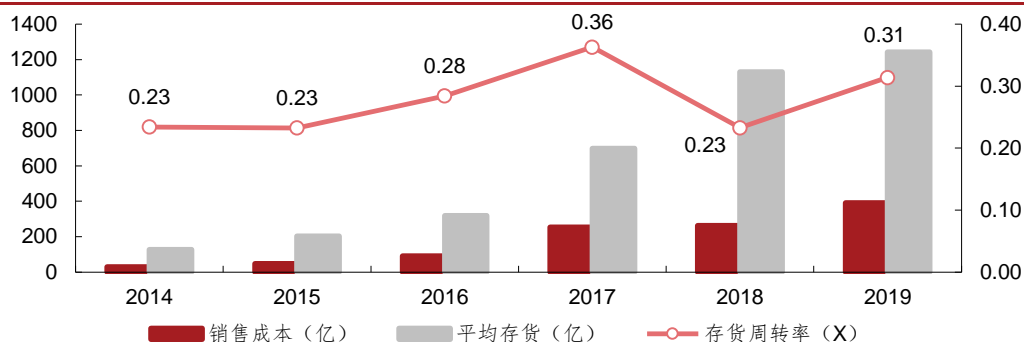
图 33：权益乘数保持稳定，2019 年周转率皆有所上升



数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

从存货周转率拆分情况来看，公司存货周准率的波动是由于 2017 年销售成本的增速较快，2018 年即回归往年水平，而 2019 年销售成本及平均存货的双重提升再次拉高了存货周转率。

图 34: 存货周转率在 2017 年波动后回归往年水平, 2019 年再次上升



数据来源: 公司公告 克而瑞证券研究院

表 11: 公司 2019 年权益乘数在对比公司中处于中等水平

| 权益乘数 | 代码 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 深圳控股 | 0604.HK | 2.8 | 2.9 | 2.6 | 2.7 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 2.7 | 2.8 | 2.9 | 3.1 | 3.2 | 4.0 | 4.2 |
| 佳兆业集团 | 1638.HK | 4.0 | 8.3 | 9.7 | 7.2 | 7.1 | 6.3 | 4.9 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 3.8 | 3.6 | 3.9 | 4.3 | 5.0 | 4.7 | 4.9 |
| 禹洲地产 | 1628.HK | 3.7 | 4.2 | 5.2 | 5.9 | 4.6 | 5.4 | 5.1 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 3.2 | 3.1 | 3.5 | 4.2 | 4.0 | 4.6 | 4.9 |
| 融信中国 | 3301.HK | 12.2 | 30.6 | 6.9 | 4.3 | 5.5 | 5.7 | 5.2 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 7.5 | 7.0 | 10.1 | 5.2 | 4.8 | 5.2 | 5.2 |
| 正荣地产 | 6158.HK | 0.0 | 26.0 | 9.4 | 9.7 | 8.7 | 5.8 | 5.4 |
| 合景泰富集团 | 1813.HK | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 4.6 | 4.8 | 5.8 | 5.6 |
| 中国恒大 | 3333.HK | 4.4 | 4.2 | 5.3 | 7.0 | 7.3 | 6.1 | 6.2 |
| 融创中国 | 1918.HK | 5.3 | 5.4 | 5.9 | 8.3 | 10.3 | 9.8 | 8.4 |
| 碧桂园 | 2007.HK | 4.5 | 4.3 | 4.1 | 7.2 | 9.0 | 9.4 | 8.7 |

数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

表 12: 公司 2019 年存货周转率在对比公司中处于中等水平

| 存货周转率 | 代码 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 碧桂园 | 2007.HK | 0.60 | 0.57 | 0.60 | 0.57 | 0.52 | 0.52 | 0.46 |
| 佳兆业集团 | 1638.HK | 0.30 | 0.25 | 0.13 | 0.20 | 0.29 | 0.34 | 0.44 |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 0.37 | 0.40 | 0.38 | 0.45 | 0.51 | 0.39 | 0.37 |
| 禹洲地产 | 1628.HK | 0.44 | 0.35 | 0.29 | 0.30 | 0.49 | 0.46 | 0.36 |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 0.29 | 0.21 | 0.17 | 0.26 | 0.31 | 0.32 | 0.36 |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 0.53 | 0.35 | 0.46 | 0.50 | 0.48 | 0.42 | 0.35 |
| 融信中国 | 3301.HK | 0.19 | 0.23 | 0.23 | 0.28 | 0.36 | 0.23 | 0.31 |
| 融创中国 | 1918.HK | 0.45 | 0.39 | 0.41 | 0.34 | 0.24 | 0.29 | 0.31 |
| 正荣地产 | 6158.HK | 0.00 | 0.00 | 0.09 | 0.26 | 0.30 | 0.31 | 0.31 |
| 越秀地产 | 0123.HK | 0.25 | 0.26 | 0.35 | 0.30 | 0.32 | 0.26 | 0.23 |
| 中国恒大 | 3333.HK | 0.40 | 0.37 | 0.30 | 0.29 | 0.25 | 0.29 | 0.28 |
| 绿城中国 | 3900.HK | 0.35 | 0.39 | 0.30 | 0.28 | 0.31 | 0.33 | 0.28 |
| 深圳控股 | 0604.HK | 0.21 | 0.24 | 0.28 | 0.32 | 0.15 | 0.24 | 0.22 |

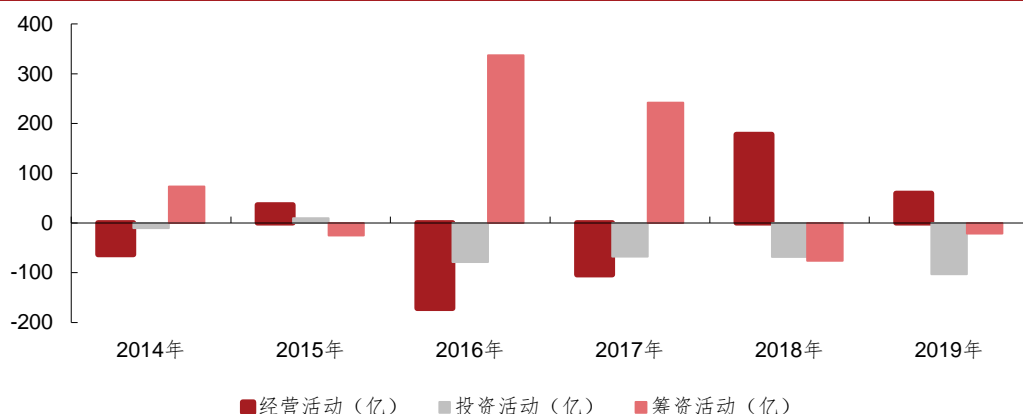
数据来源: Wind 克而瑞证券研究院

負債結構較為合理，償債安全邊際較高

現金流趨勢不變，關聯方款項對公司資金的影响不大

公司 2019 現金流淨額同比趨勢不變，經營現金流規模減小，公司適當增加投資，籌資現金流淨額仍為負。2018 年公司經營性現金流淨額由負明顯轉正，公司經營情況向好，同時保持一定的對外投資，且開始償還借款。

圖 35：公司 2018 年現金流明顯改善，2019 年趨勢不變

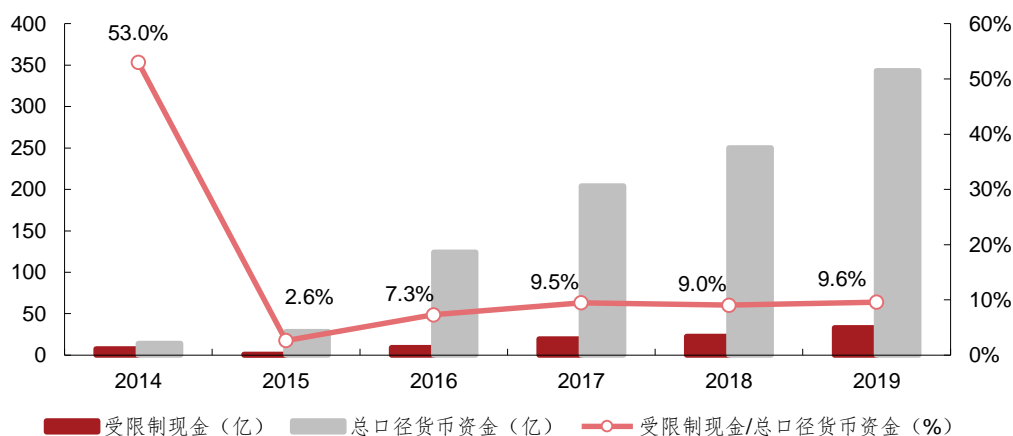


數據來源：Wind 公司公告 克而瑞證券研究院

截至 2019 年 12 月 31 日，公司總授信額度約為人民幣 1702 億元；未使用授信額度為 1374 億元，其中 90% 為金融機構授信，10% 為其他授信。

2019 年末，公司現金及現金等價物規模為 310.2 億元，相比 2018 年上升 36.4%。受限制現金規模為 32.9 億，其中主要為其中主要為作為物業建設擔保按金的指定銀行存款、借款抵押及發行商業票據抵押。受限制現金佔總口徑貨幣資金的比例為 9.6%，相比 2018 年微漲 0.6 個百分點。

圖 36：受限制現金佔總口徑貨幣資金的比例基本保持穩定

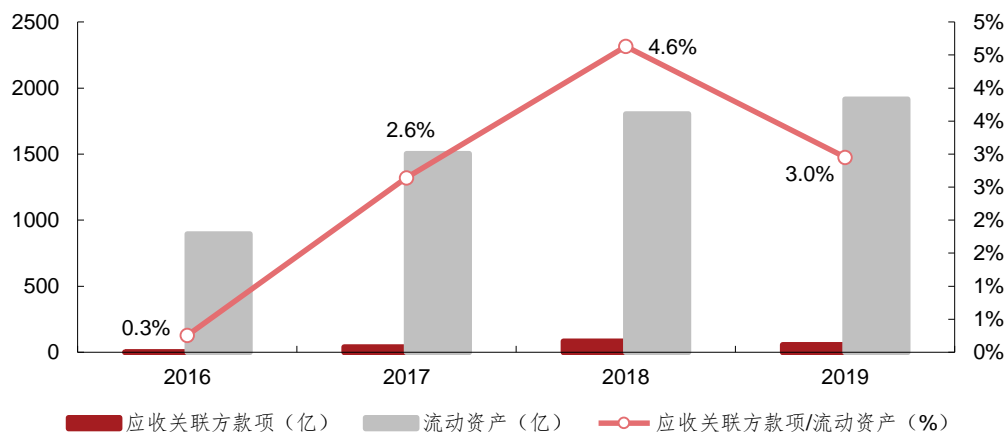


數據來源：公司公告 克而瑞證券研究院

備註：總口徑貨幣現金=現金及現金等價物+受限制現金

2019 年公司应收关联方款项规模降低 27 亿至 56.5 亿, 占流动资产比例下降至 3%, 关联方对公司资金的占用情况有所改善。

图 37: 应收关联方款项规模明显下降

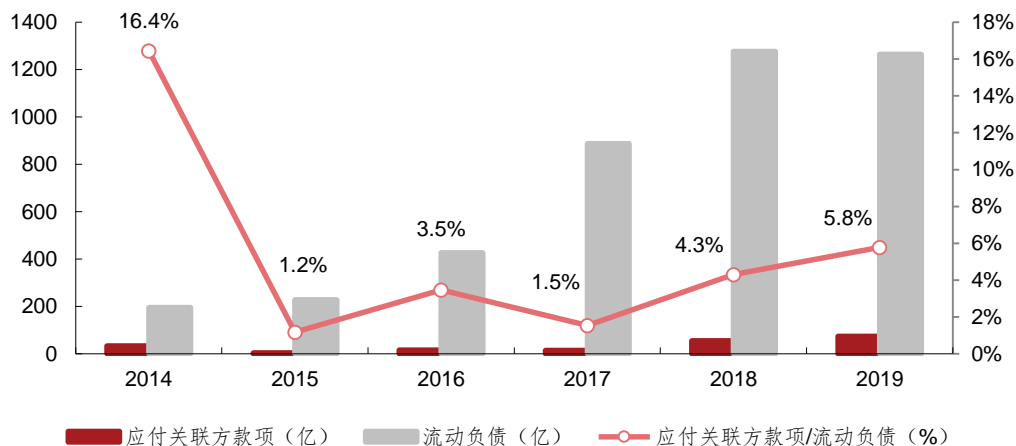


数据来源: 公司公告 克而瑞证券研究院

备注: 2014、2015 年无应收关联方款项

2019 年公司应付关联方款项规模上升 18.2 亿至 72.9 亿。由于流动负债规模略降, 应付关联方款项占流动负债比例上升 1.5 个百分点至 5.8%, 仍保持较低水平, 对于流动负债的影响不大。

图 38: 应付关联方款项规模稳定, 占流动负债规模略升

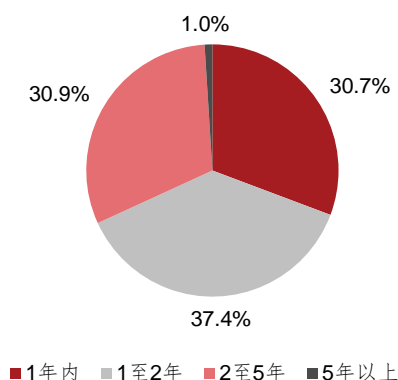


数据来源: 公司公告 克而瑞证券研究院

债务结构改善，若销售回款考虑偿还短期债务及拿地，公司安全边际较高

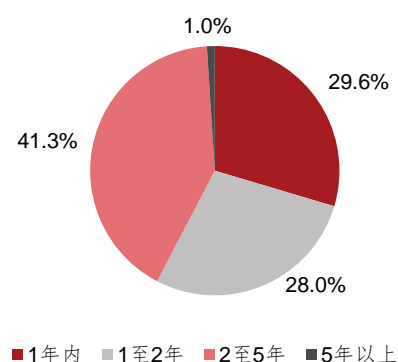
公司截至 2019 年 12 月 31 日的一年内需偿还负债金额为 187.1 亿，占债务总额的 29.6%，一至两年需要偿还 177.2 亿元，占比 28%，相比 2019H1 公司的短期债务压力进一步降低。

图 39：2019H1 公司一年内需偿还债务占比 30.7%



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

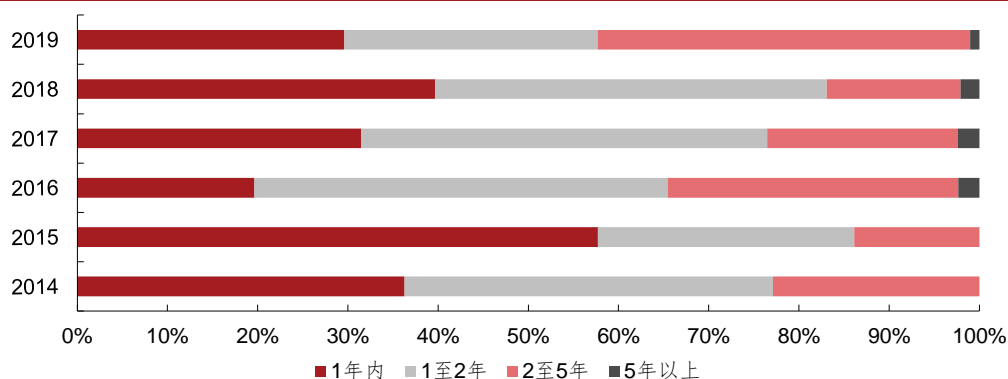
图 40：2019 年底公司 5 年以上长期债务占比增加



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

按偿付年限划分，2019 年底公司短债占比进一步降低，债务结构均衡。

图 41：2019 公司各时间段需偿还的债务比例进一步优化，短债压力减小



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

疫情影响下，结合克而瑞中国房地产企业销售排行榜单公司 1-6 月销售数据，进行现金流压力测试，以判断公司偿债的安全边际。

主要计算步骤：

确定公司 2019 年报后未来一年需偿还的短期债务规模，根据销售金额-综合建安成本-税、费=当年现金余额的逻辑到算出所需销售金额；考虑工程款的分批支付和回款率。

根据公司披露的数据，确定公司报告期后新增的合约销售金额，则偿债所需销售金额-报告期后已发生销售金额=余期销售需求；

选取 2019 年同期，即 7-12 月的合约销售规模作为未来销售的参考依据，计算同期销售对余期销售规模覆盖比率=同期销售规模/余期销售需求

融信中国短期负债规模为 190.5 亿元，根据测算，2020 年需要销售 907.5 亿元方可以偿还债务，公司 1-6 月的已发生合约销售金额为 594.2 亿元（6 月单月销售数据使用克而瑞销售榜单数据，实际影响不大），2019 年 7-12 月合同销售规模对余期销售需求的覆盖比率为 2.7 倍，可完全覆盖偿债所需销售金额。

综合考虑土地款支出后，公司债务压力依旧较小

若考虑公司的合约销售同时还需要支付报告期后已发生的土地款，则主要计算逻辑如下：

令公司报告期后发生的合约销售金额结合 2019 7-12 月的销售金额来模拟公司 2020 年的合约销售金额，作为参考依据，即参考销售金额 =2019.7-12 销售金额 +2020.1-6 销售金额，则参考销售金额-偿债所需销售金额=结余销售金额，结余销售金额/新增拿地金额=支付土地款覆盖比率。

备注：新增拿地金额参考公司 2019 年的全口径拿地金额

经过测算，若融信中国 2020 年保持与 2019 年相同的拿地力度，则支付土地款覆盖比率为 1.45，以销售回款偿还短期债务之后，剩余的金额仍能支持公司与 2019 年齐平的拿地规模，总体来说公司的资金压力不大。

偿债指标有所提升，融资成本稳中有降，或然负债风险较小

公司 2019 年多数偿债指标有所上升，债务结构较为合理，偿还债务的风险不高。公司在维持现在的正常经营之外，仍有余力去维持或达到销售的可观增速。

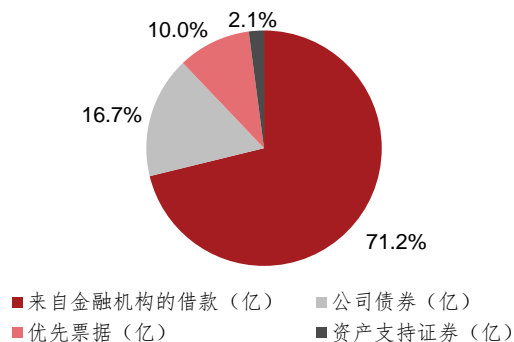
表 13：公司多数核心偿债指标按年上升

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| EBIT（亿） | 24.4 | 47.7 | 69.5 | 110.4 |
| 总带息债务（亿） | 394.2 | 694.5 | 625.3 | 631.8 |
| 短期有息债务（亿） | 77.3 | 218.4 | 248.2 | 187.1 |
| 货币资金（亿） | 115.3 | 184.7 | 227.4 | 310.2 |
| 经营活动净现金流（亿） | -171.6 | -103.7 | 178.2 | 59.7 |
| 利息支出（亿） | 22.5 | 40.2 | 52.3 | 53.0 |
| 现金及现金等价物/短期债务（X） | 1.49 | 0.85 | 0.92 | 1.66 |
| 经营活动净现金流/利息支出（X） | -7.64 | -2.58 | 3.41 | 1.13 |
| 经营活动净现金流/总债务（X） | -0.44 | -0.15 | 0.28 | 0.09 |
| EBIT/借款利息支出（X） | 1.09 | 1.19 | 1.33 | 2.08 |
| 总带息债务/EBIT（X） | 16.13 | 14.57 | 9.00 | 5.72 |

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

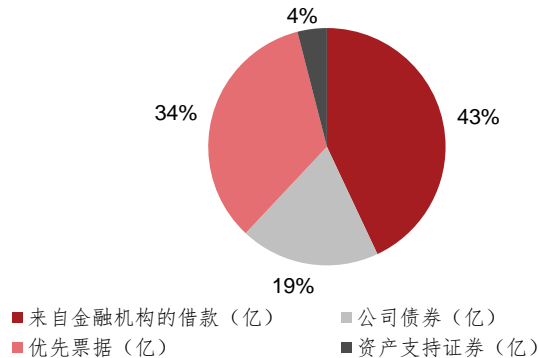
增加票据和债券融资的占比,拓宽资金渠道。2019 年公司借款规模为 631.8 亿元,相比 2018 年上升 6.5 亿元,仍以银行及其他机构的借款为主,但优先票据的比例上升明显,至约 34%,公司债券的比例亦上升约 2.3 个百分点。

图 42: 2018 年公司金融机构借款占比达 71.2%



数据来源: 公司公告 克而瑞证券研究院

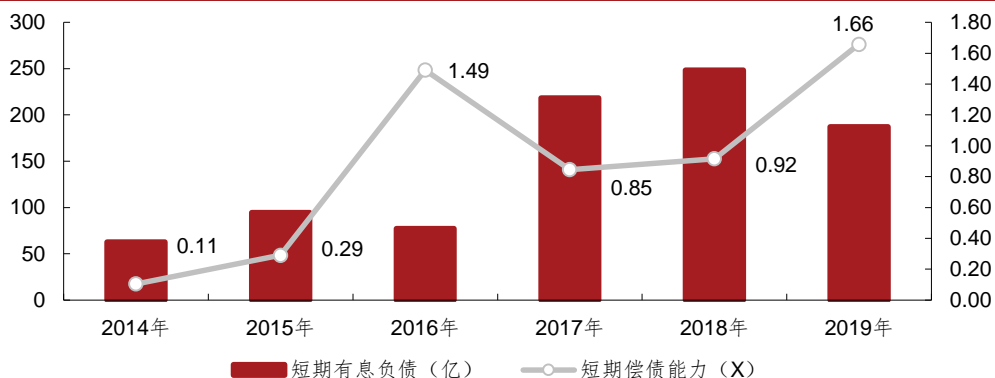
图 43: 2019 年公司优先票据借款占比明显增加



数据来源: 公司公告 克而瑞证券研究院

公司的短期偿债压力明显改善。2019 年的现金短债比为 1.66, 相对 2018 年明显上升。

图 44: 公司短期偿债能力明显改善

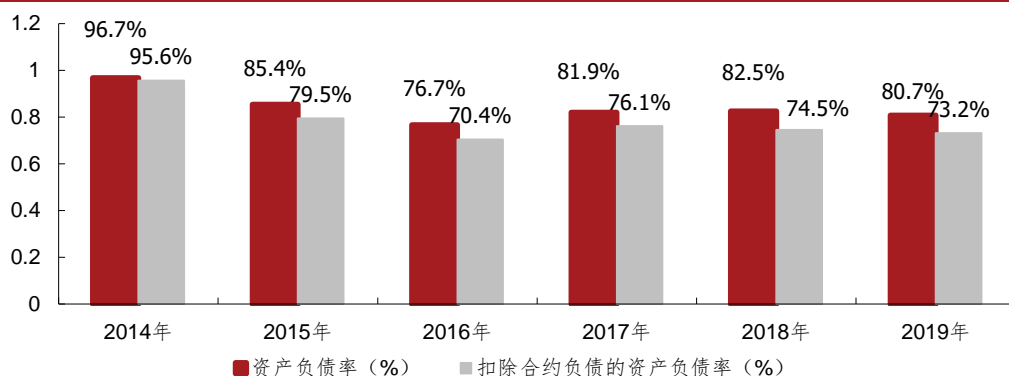


数据来源: 公司公告 克而瑞证券研究院

备注: 短期偿债能力=现金及现金等价物/短期有息负债

公司 2019 年扣除合约负债的资产负债率下降 1.3 个百分点，至 73.2%。2019 年公司的资产负债率同比下降 1.8 个百分点，至 80.7%，从近两年的负债率来看，公司降杠杆以及稳定负债率的举措颇有成效。

图 45：扣除合约负债的资产负债率有所下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

表 14：公司 2019 年扣除合约负债的资产负债率处于中等偏低水平

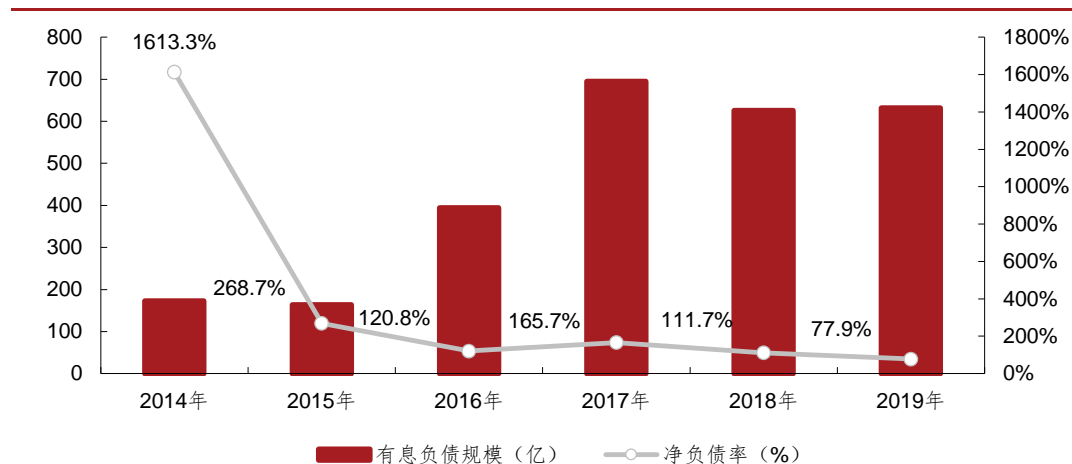
| 资产负债率（扣除合同负债） | 代码 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 融创中国 | 1918.HK | 78.2% | 79.0% | 81.0% | 86.3% | 87.7% | 85.9% | 84.1% |
| 中国恒大 | 3333.Hk | 74.3% | 73.7% | 78.9% | 83.3% | 83.8% | 81.8% | 82.7% |
| 碧桂园 | 2007.HK | 67.8% | 64.6% | 66.3% | 79.6% | 83.4% | 83.7% | 82.7% |
| 禹洲地产 | 1628.HK | 68.0% | 73.3% | 77.6% | 78.8% | 75.0% | 78.8% | 78.4% |
| 正荣地产 | 6158.HK | - | 95.4% | 83.5% | 83.4% | 81.8% | 74.0% | 76.2% |
| 佳兆业集团 | 1638.HK | 62.6% | 86.2% | 88.3% | 83.3% | 83.7% | 80.9% | 75.9% |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 62.1% | 60.5% | 63.9% | 68.6% | 67.3% | 72.3% | 73.5% |
| 绿城中国 | 3900.HK | 67.6% | 67.4% | 70.0% | 70.1% | 72.5% | 71.8% | 73.5% |
| 融信中国 | 3301.HK | 87.9% | 95.6% | 79.5% | 70.4% | 76.1% | 74.5% | 73.2% |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 60.2% | 60.8% | 63.4% | 65.4% | 67.8% | 71.6% | 72.2% |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 82.9% | 81.1% | 85.3% | 72.9% | 74.3% | 75.6% | 71.7% |
| 越秀地产 | 0123.HK | 62.3% | 62.7% | 67.9% | 68.5% | 68.0% | 68.7% | 71.4% |
| 深圳控股 | 0604.HK | 61.0% | 63.9% | 57.0% | 58.7% | 58.4% | 57.4% | 54.9% |

数据来源：Wind 公司公告 克而瑞证券研究院

备注：扣除合约负债的资产负债率 = (总负债 - 合约负债) / (总资产 - 合约负债)

公司 2019 年有息负债规模基本保持 2018 年的水平，净负债率相比 2018 年降低 33.8 个百分点，至 77.9%，公司降杠杆颇有成效，债务压力更为可控。若考虑受限现金，2018 年及 2019 年公司的净负债率别为 105.4% 及 69.9%。

图 46：有息负债规模稳定，净负债率有所下降



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

备注：净负债率 = (有息负债 - 现金及现金等价物) / 净资产其中有息负债选取的是短期借款，一年内到期的长期借款、长期借款、公司票据和应付债券之和。

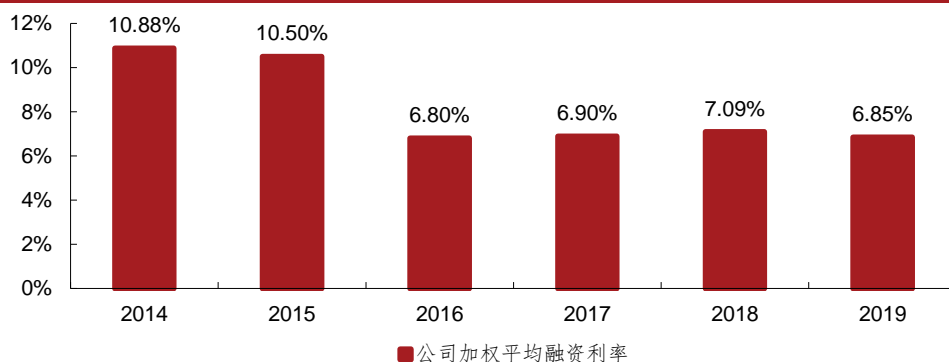
表 15：公司降杠杆成效明显，2019 年净负债率在对比公司中处于偏低水平

| 净负债率 (%) | 代码 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|-------------|----------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 融创中国 | 1918.HK | 84.0% | 65.4% | 98.4% | 171.6% | 248.7% | 209.6% | 214.1% |
| 中国恒大 | 3333.HK | 86.6% | 112.3% | 136.4% | 174.9% | 239.7% | 177.8% | 183.1% |
| 佳兆业集团 | 1638.HK | 71.0% | 433.2% | 528.8% | 332.9% | 330.6% | 256.7% | 162.2% |
| 正荣地产 | 6158.HK | - | 1743.2% | 361.7% | 248.4% | 225.2% | 97.8% | 97.5% |
| 佳源国际控股 | 2768.HK | 272.4% | 267.1% | 442.6% | 163.4% | 140.3% | 177.6% | 96.1% |
| 禹洲地产 | 1628.HK | 83.0% | 65.1% | 89.0% | 87.3% | 68.6% | 76.9% | 91.4% |
| 宝龙地产 | 1238.HK | 68.0% | 69.1% | 74.7% | 81.2% | 88.7% | 104.4% | 89.8% |
| 越秀地产 | 0123.HK | 74.8% | 79.9% | 91.0% | 65.7% | 84.0% | 73.2% | 85.0% |
| 融信中国 | 3301.HK | 505.3% | 1613.3% | 268.7% | 120.8% | 165.7% | 111.7% | 77.9% |
| 中骏集团控股 | 1966.HK | 75.4% | 80.3% | 82.9% | 91.7% | 80.8% | 80.5% | 75.7% |
| 绿城中国 | 3900.HK | 61.9% | 80.6% | 82.1% | 64.0% | 59.1% | 63.4% | 70.9% |
| 碧桂园 | 2007.HK | 81.2% | 67.8% | 59.9% | 71.8% | 68.2% | 58.2% | 55.3% |
| 深圳控股 | 0604.HK | 65.4% | 65.1% | 34.4% | 28.5% | 34.5% | 43.5% | 30.3% |

数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

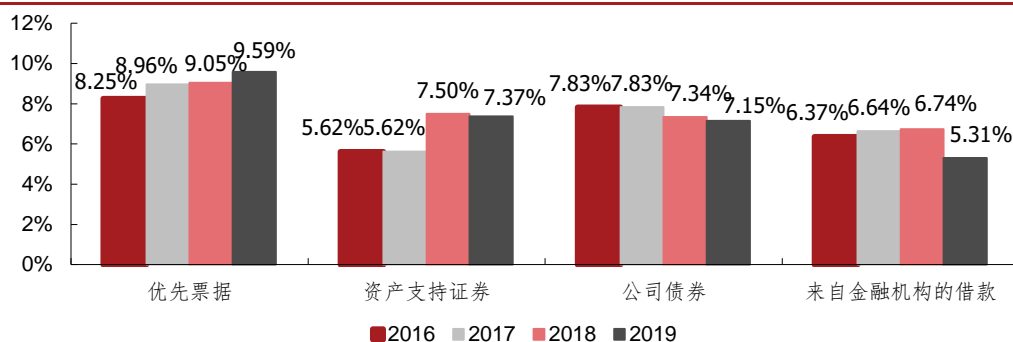
公司 2019 年的加权平均融资利率为 6.85%，相比 2018 年有所下降。从各项融资渠道的融资利率来看，上市以来公司的融资利率基本保持稳定，波动略大的是 ABS 的利率，2019 年优先票据的加权平均利率有所走高，而金融机构借款的加权平均利率明显降低。

图 47：公司加权平均融资利率稳中略降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

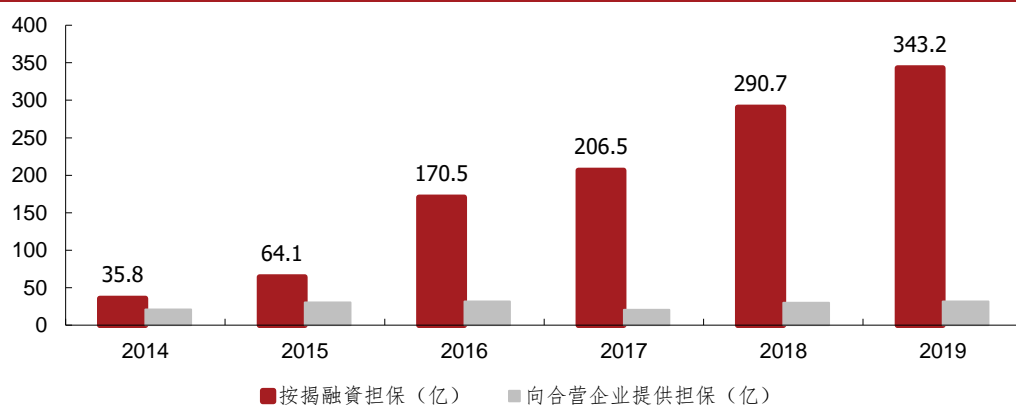
图 48：ABS 利率波动幅度略大，金融机构借款平均利率降低



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年公司的对外担保规模为 374.9 亿元，其中按揭担保为 343.2 亿元。向合营企业提供的担保为 31.6 亿元，占所有者权益的 7.7%。公司的对外担保除按揭担保外全部为向合营企业提供的担保，占所有者权益的比率较低，且房屋买家发生逾期的几率较低，或然负债对公司的影响较小。

图 49：公司按揭担保规模稳定上升，关联方担保保持稳定

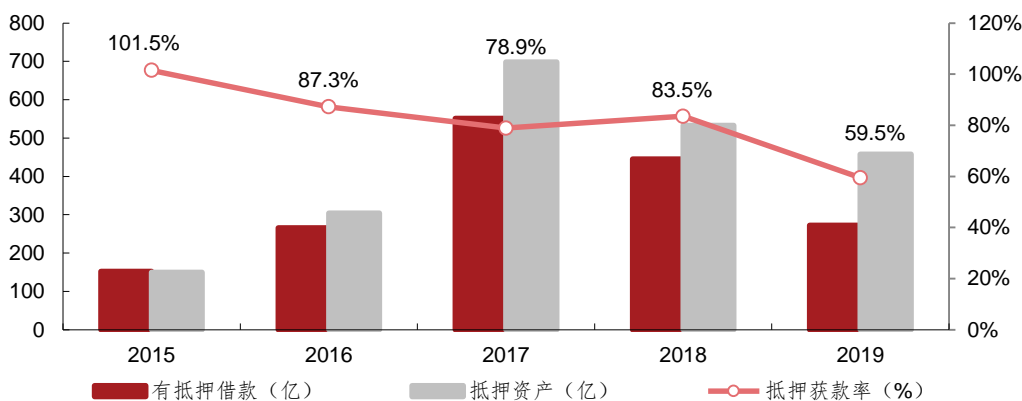


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

资产抵押获款率降低，作为抵押的存货及投资物业比例下降

2019 年公司的抵押获款率相比 2018 年下降 24%，至 59.5%，作为抵押品的资产规模下降 14.1 个百分点。

图 50：2019 年公司的抵押获款比例有所下降

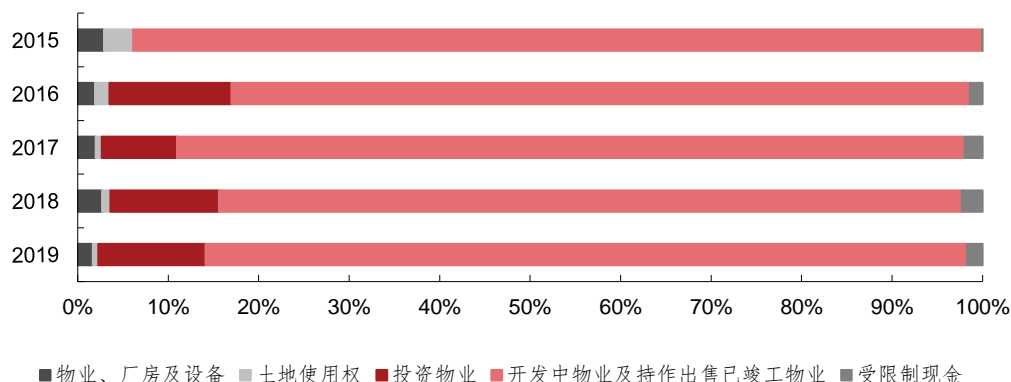


数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

备注：由于 2015 年作为抵押的附属公司股权金额未披露，因此计算的抵押获款率要大于实际的获款率

从抵押资产的分部占比来看，2019 年存货仍是公司用作抵押获款的主要途径，其他用作抵押的资产占比基本保持稳定。

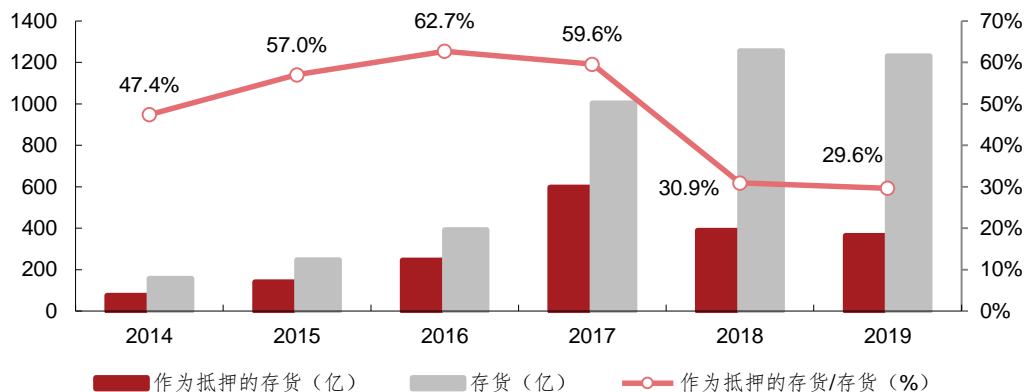
图 51：存货抵押仍是公司抵押获款的主要手段



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年作为借款抵押品的存货规模基本保持稳定，占总体存货的比例微降 1.3 个百分点至 29.6%。

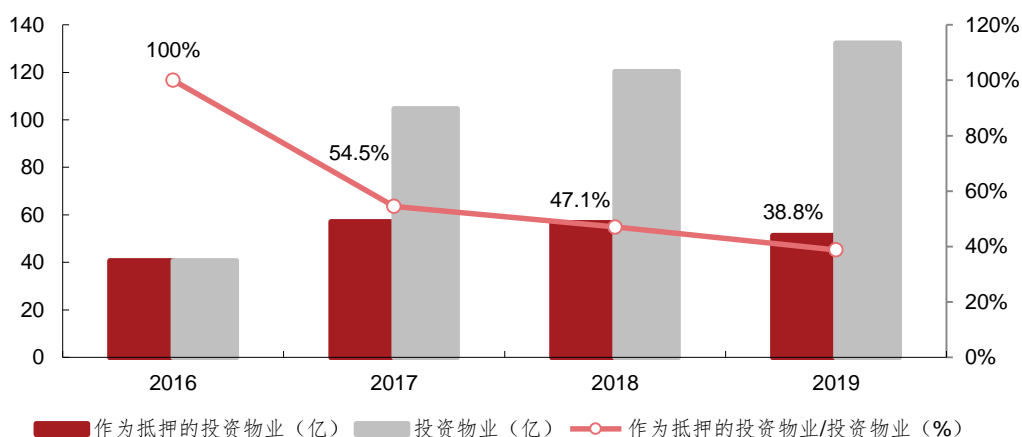
图 52：作为借款抵押品的存货占比基本保持稳定



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

2019 年作为抵押的投资物业占投资物业总量的比例下降至 38.8%，暨 2018 年之后比例进一步下降。

图 53：2019 年作为借款抵押的投资物业占比进一步下降



数据来源：公司公告 克而瑞证券研究院

内外结合，稳步提升业绩，释放潜能

面对市场的发展和赛道的改变，融信中国在稳步提升业绩的同时，进一步释放潜能。完成指标之余，其增速、土储成本、平均合约售价等指标的表现都较为亮眼，为持续提升利润空间，企业适应市场、主动求变的方式主要体现在：

调整组织架构

2017 年 11 月融信中国把“集团-区域公司-项目”三级管理架构改为了“集团-事业部-城市公司-项目”架构，将重要的核心区域公司变成事业部，并将周边区域并入了事业部，形成了“4+1”的事业部格局。

为了提升效率、适应房地产市场的变化，融信中国再一次对组织架构进行调整，此次架构调整后又回归了 2017 年 11 月以前的三级组织架构，即集团-区域公司-项目。具体表现为撤销原有的四个事业部，将其拆分为 10 个区域公司（福建区域集团、广东区域公司、江苏区域公司、山东区域公司、浙江区域集团、河南区域公司、天津区域公司、山西区域公司），建立区域公司将对后续市场的投资、项目开发、销售及品牌影响力等层面产生积极作用，助力后续整个市场的发展。

此次调整将有利于总部直接对接区域公司从而提升管控的力度和深度，也有利于公司增强对区域产品力、开发节奏的把握力度。从利润角度出发，在目前房地产企业融资成本普遍增加的环境下，融信中国的毛利率短期内提升有压力，所以从组织架构上进行精简，减少管理费用不失为一种主动适应市场的举措。

开发 TOD 模式

随着城市化发展的不断成熟，多地提出了鼓励 TOD 模式的政策，TOD 地产模式也将成为未来的一种趋势。TOD 模式，指以公共交通为导向的开发模式，在规划一个居民或者商业区时，使公共交通的使用最大化的一种非汽车化的规划设计方式。

凭借近十年城市更新开发的经验，通过“城中村”改造，融信中国已打造出福州世欧王庄、双杭城等项目，并将结合区域具体政策进一步探索此房地产开发模式。根据山东出台的《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035 年）》，融信中国已于 2018 年 11 月首进山东半岛，打造青岛新中心地标项目，将过去的八大核心城市群中增加了山东半岛城市群。通过扎根一、二线核心城市的战略布局，拓展已入驻城市周边具有明显外溢需求的卫星城市，融信中国将继续打造新型的高品质城市项目，从而为企业未来的稳健发展夯实基础。

风险提示

政策风险

行业政策风险：如全国发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，行业的市场销售压力会增大。

棚改政策风险：棚改政策进一步明确，如果未来有大量降低的趋势，对行业三、四线城市销售压力有一定的影响。

城市政策风险：如融信中国进入的主要城市发布更加严格的房地产限购、限贷、限售、限价政策，公司的市场销售压力会增大。

融资风险

企业融资：如果后期出现人民币或美元的相关政策导致社会整体的资金出现收紧，银行发放贷款审核条件更加严格，房企海外发债审核更加严格，房企发债未达预期等情况都有可能造成房企的融资压力加大。

居民加杠杆：如贷款利率进一步提升，增加购房成本，可能影响销售速度。

信用风险

房地产企业在处理债务上，如出现违约等情况，有可能影响市场对行业发展风险的评判。

销售业绩未完成风险

房地产市场波动大，企业原定的销售目标存在未完成的风险。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 **CEO** 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (**Chinese Wall**), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人士或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 **S** 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属猜测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分內容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(**CE No. BAL779**), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。