



全面提质增效，匠筑稳健增长

——旭辉控股集团首次覆盖报告

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 7.5 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 1.03 元、1.25 元和 1.49 元，核心净利同比增长 18.0%、21.2% 和 19.4%。考虑到公司多元化拿地力度持续加大并落地，权益和并表比例稳步提升，同时上市以来财务表现维持稳健，并表永升生活服务有望进一步降低公司融资成本，引入长线机构投资者亦体现出资本市场对公司的认可，给予 NAV 折让 20%，目标价 7.5 港元，对应 2020 年 6.6 倍 PE，较现价空间达 13%。

权益比例稳步提升，多元拓储逐渐发力。市场对公司在规模相当的房企中相对较低的权益比例持一定担忧，站在目前时点，我们认为公司业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 2018 年起，公司新拿地权益比例已有所上升，2017-2019 年分别为 41.7%、57.3% 和 65.1%，2020 年前 5 月达 74.0%，将带动公司后续销售及结算权益比例的提升。2) 在逐渐提升权益比例的同时，公司亦积极开展了对多元拿地模式的探索，2019 年旧改和商住协同等方式开始为公司贡献土储，全年新拿地的应占地价金额中，非招拍挂占比由 2018 年的 11% 大幅上升至 33%，2020 年前 5 月来自多元化拿地的比例超过 4 成（按建面）。随着权益比例持续提升、多元拿地模式日趋成熟，公司有望进一步实现高效的增长。

布局聚焦重点城市，投资拓储能力突出。公司土地资源较为优质，截至 2020 年 2 月末，公司总货值达 9880 亿元，其中 87% 位于一二线及准二线城市，整体能级较高。区域分布方面，2019 年末公司位于中西部、长三角、环渤海及华南的土储总建面分别占 33.3%、33.0%、25.3% 和 8.5%，年内新拿地建面中上述区域分别占 31.1%、26.0%、36.1% 和 6.9%，布局更趋均衡。拿地能力方面，公司多年来周期把控能力突出，近年亦在多元拿地方面发力，土地成本控制得当，2019 年新增土储平均成本约 5425 元/平，占同年销售均价的 32.5%，利润空间较为充足。优质的布局和出色的投资能力有望持续驱动公司规模和业绩的增长。

财务管控保障健康发展，组织变革助力高效扩张。公司在规模扩张的同时实现了盈利与财务稳健性的平衡，上市以来核心 ROE 平均超过 21%，2019 年进一步上升 1.0pct 至 24.8%，盈利能力稳步提升；派息率近年稳定在 35% 以上，2019 年上升至 39.5%，上市以来累计分红 1.44 港元/股，已超过 IPO 发行价 1.33 港元/股。流动性及杠杆方面，公司 2019 年现金短债比 2.7 倍，在业内表现优秀；2019 年净负债率 68.5%，杠杆水平保持稳健。公司 2019 年加权平均融资成本仅 6.0%，2020 年 5 月发行的第一期公司债利率仅 3.8%，并表永升生活服务后，物业服务贡献的稳定现金流及经常性收入对利息覆盖率的提升或将支持公司评级表现，使公司融资成本进一步下行。管控方面，公司目前已设立 7 大区域集团，全集团审批流程平均时长同比减少 51%，运营效率显著提升，在规模体量和市占率上都取得了良好的发展。较为稳健的财务状况能够保障公司的健康发展，稳步推进的组织变革亦有望助力公司高效发展和持续扩张。

旭辉控股集团
(0884.HK)

买入

(首次)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	31,824	42,368	54,766	70,421	87,182	105,742
(+/-)%	43.2%	33.1%	29.3%	28.6%	23.8%	21.3%
毛利	8,621	10,613	13,754	17,773	21,961	26,693
核心净利润	4,082	5,536	6,903	8,143	9,870	11,781
(+/-)%	44.5%	35.6%	24.7%	18.0%	21.2%	19.4%
核心 PE	11.65	8.59	6.89	5.84	4.82	4.04
PB	2.27	1.86	1.58	1.34	1.13	0.95

目录

1. 投资逻辑	5
2. 战略推进优质发展，股权结构稳定多元	7
3. 销售规模不断突破，产品迭代持续升级	9
3.1 销售稳步高增，分布更趋均衡	9
3.2 产品力持续提升，品牌力助力增长	11
4. 土储优质布局优化，多元扩储助力发展	12
4.1 土地资源优质，区域更趋均衡	12
4.2 投资研判能力突出，多元扩储逐步发力	13
5. 运营管控稳步优化，激励人才共同发展	17
6. 财务管控成效显著，助力持续健康增长	18
6.1 业绩持续增长，盈利能力提升	18
6.2 重视资金管理，流动性表现优秀	20
6.3 杠杆水平维持稳健，融资渠道多元畅通	21
7. 估值与投资建议	23
8. 风险提示	24

图表目录

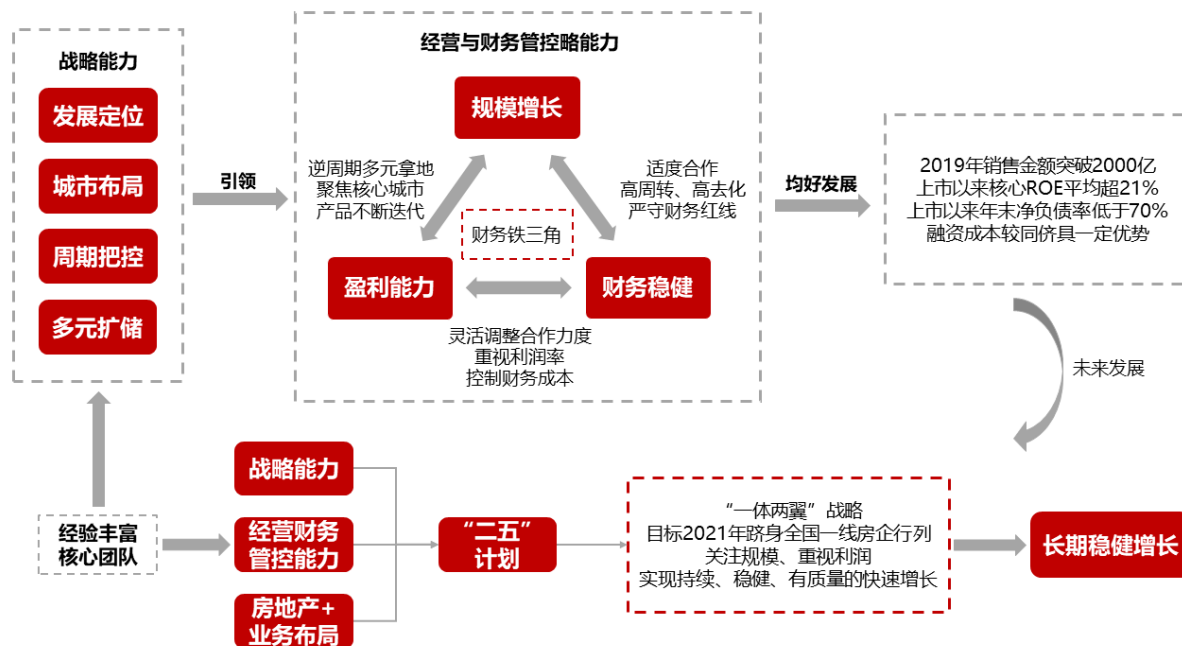
图 1：本文核心逻辑图，出色的战略能力及经营与财务管控能力助力公司实现长期稳健增长	5
图 2：战略路径清晰，稳步实现高质量发展	7
图 3：股权结构稳定，引入平安作为战投	8
图 4：公司近年销售金额增速较快	9
图 5：公司近年销售面积持续增长	9
图 6：一二线贡献销售金额逾 7 成	10
图 7：长三角贡献销售金额近 5 成	10
图 8：区域分布近年来更趋均衡，中西部及华南占比明显上升	10

图 9: 重庆江山青林半项目获金盘奖最佳设计奖.....	11
图 10: CIFI-6 首个落地项目南昌宸悦·江语院实景图.....	11
图 11: 土地储备面积稳步提升, 奠定销售增长基础.....	12
图 12: 87%土储货值位于一二线及准二线城市.....	12
图 13: 2019 年公司加大在环渤海的布局.....	12
图 14: 土地储备区域分布更趋均衡.....	12
图 15: 重视投资窗口, 灵活调整拿地强度.....	13
图 16: 2016 年加大布局杭州、宁波等强二线城市.....	13
图 17: 公司近年新拿地权益比例持续提升.....	14
图 18: 2019 年拓储渠道更为丰富, 招拍挂占比下降.....	14
图 19: 拿地成本更为合理, 保障项目利润空间.....	14
图 20: 公司首个一二级联动项目太原旭辉江山效果图, 为太原史上最大规模城改项目.....	15
图 21: 互联网+产业导入获取项目长沙岳麓区梅溪湖项目效果图.....	16
图 22: 营业收入近年保持较快增长.....	18
图 23: 核心净利润近年来持续高增.....	18
图 24: 毛利率较为稳定, 2019 年上升 0.1pct 至 25.1%.....	18
图 25: 2019 年核心净利率略微下滑 0.5pct 至 12.6%.....	18
图 26: SG&A 占比近年有所上升.....	19
图 27: 前期降低的权益比例带动归母净利润占比下降.....	19
图 28: 核心 ROE 近年持续提升, 盈利能力表现优秀.....	19
图 29: 派息率稳步提升, 巩固股东基础.....	19
图 30: 销售回款率维持高位, 2019 年达 90%以上.....	20
图 31: 现金总额随高质量的销售增长持续提升.....	20
图 32: 2019 年短债占比上升至 20.4%.....	20
图 33: 2019 年现金对短债覆盖倍数达 2.7 倍.....	20
图 34: 2019 年公司短债占比在业内处较低位置.....	21
图 35: 2019 年公司现金对短债覆盖倍数在业内表现优秀.....	21
图 36: 净负债率常年控制在 70%以下.....	22

图 37: 融资成本近年维持稳定	22
图 38: 2019 年公司融资成本在民营开发商中具备明显优势.....	22
表 1: 2019 年销售金额前十城市均为都市圈重点城市, 合计贡献约 6 成	11
表 2: 公司商业项目持续推进, 分布于一二线及准二线重点城市.....	16
表 3: 重视财务管控, 公司境内外评级表现优秀.....	22
表 4: 旭辉控股集团 NAV 约港币 9.4 元/股	23

1. 投资逻辑

图 1：本文核心逻辑图，出色的战略能力及经营与财务管控能力助力公司实现长期稳健增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

站在目前时点，我们认为公司业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 2018 年起，公司新拿地权益比例已有所上升，2017-2019 年分别为 41.7%、57.3%和 65.1%，**2020 年前 5 月达 74.0%**，将带动公司后续销售及结算权益比例的提升。并表比例提升将带动公司已售未结及预收款提升，增加业绩可见度。2) 在逐渐提升权益比例的同时，公司亦积极开展了对多元拿地模式的探索，2019 年旧改和商住协同等方式开始为公司贡献土储，全年新拿地的应占地价金额中，**非招拍挂占比由 2018 年的 11%大幅上升至 33%，2020 年前 5 月来自多元化拿地的比例超过 4 成（按建面）**。随着权益比例持续提升、多元拿地模式日趋成熟，公司有望进一步实现高效的生长。

聚焦核心城市，深耕重点城市群。2019 年，一二线及准二线城市合计贡献公司 88%的合约销售金额，截至 2020 年 2 月末，公司总货值中 87%位于一二线及准二线城市，上述城市在经济发展水平和人口流入方面具备优势，能够为公司项目去化提供保障。**区域方面**，公司聚焦深耕长三角、环渤海、中西部和华南四大区域，分别贡献 2019 年公司销售金额的 48.3%、25.1%、17.9%和 8.7%，2019 年末公司



位于上述地区的土储总建面则分别占 33.0%、25.3%、33.3%和 8.5%，布局更趋均衡。

投资研判能力突出，多元扩储逐步发力。公司在市场和城市研判方面能力突出，多年来凭借强大的投资能力在适当时机、适当城市根据公司发展阶段以适度的合作进行土地投资，在保持财务稳健性的同时实现了快速的规模扩张。近年来，公司新拿地权益比例持续提升，较高权益比例的优质项目将有望对公司未来利润提供支撑。**拿地渠道方面**，近年公司多元拿地渠道逐步打开，2019 年通过收并购获取的土地应占地价比重由 2018 年的 11%上升至 2019 年的 21%，通过旧改及商业购地获取的土地占比由 0%上升至 12%。得益于出色的投资能力和多元的拿地渠道，公司 2019 年新增土储平均成本约 5425 元/平，占同年销售均价的 32.5%，利润空间较为充足。

财务管控成效显著，高效运营助力发展。公司坚持严格的资金管理，以在规模扩张的同时实现盈利与财务稳健性的平衡。公司上市以来核心 ROE 平均超过 21%，2019 年进一步上升 1.0pct 至 24.8%，盈利能力稳步提升；派息率近年稳定在 35% 以上，2019 年上升至 39.5%，上市以来累计分红 1.44 港元/股，已超过 IPO 发行价 1.33 港元/股，重视股东回报。流动性及杠杆方面，公司 2019 年现金短债比 2.7 倍，短期偿债压力较为可控；2019 年净负债率 68.5%，杠杆水平保持稳健。公司 2019 年加权平均融资成本仅 6.0%，2020 年 5 月发行的第一期公司债利率仅 3.8%，并表永升生活服务后，物业服务贡献的稳定现金流及经常性收入对利息覆盖率的提升或将支持公司评级表现，使公司融资成本进一步下行。管控方面，公司组织变革稳步推进，逐步完善“二五战略”中“集团总部-区域集团-项目集群”的组织构想，目前已设立江苏、皖赣、上海、西南、山东、华北、东南共 7 个区域集团及广桂区域事业部，全集团审批流程平均时长同比减少 51%，运营效率显著提升，在规模体量和市占率上都取得了良好的发展。较为稳健的财务状况能够保障公司的健康发展，稳步推进的组织变革亦有望继续助力公司高效发展和持续扩张。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 7.5 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 1.03 元、1.25 元和 1.49 元，核心净利同比增长 18.0%、21.2%和 19.4%。考虑到公司多元化拿地力度加大，权益比例稳步提升，同时财务表现维持稳健，并表永升生活服务有望进一步降低公司融资成本，引入长线机构投资者亦体现出资本市场对公司的认可，给予 NAV 折让 20%，目标价 7.5 港元，对应 2020 年 6.6 倍 PE，较现价空间达 13%。（最新股价为 2020 年 6 月 9 日收盘价）



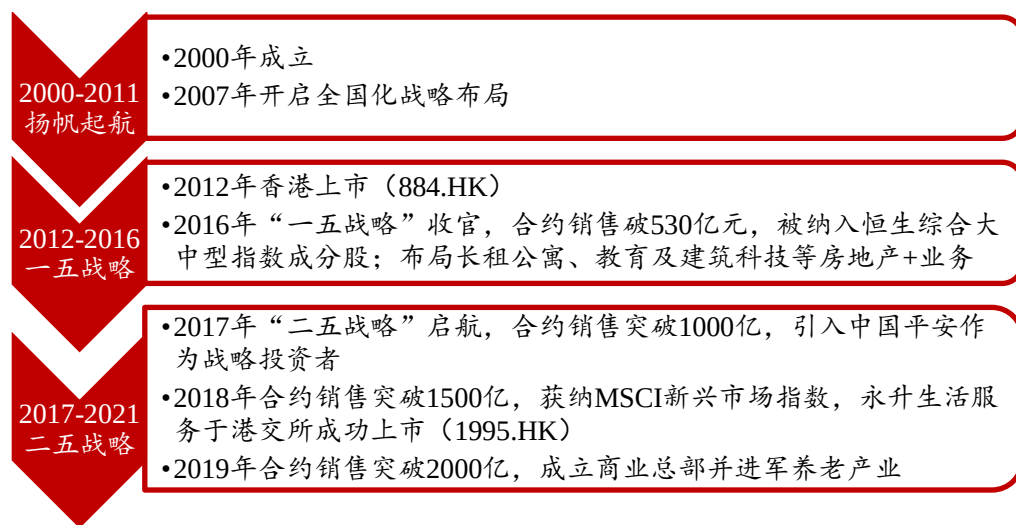
2. 战略推进优质发展，股权结构稳定多元

旭辉集团 2000 年成立于上海，其控股股东旭辉控股（集团）2012 年在香港主板整体上市（884.HK），以房地产开发为主营业务，定位于“美好生活服务商、城市综合运营商”，追求“有质量的发展”。旗下物业板块位列中国物业服务百强企业综合实力排名第 14 位，2018 年 12 月于港交所主板上市（永升生活服务，1995.HK）。截至 2019 年末，公司总资产达 3227 亿元，2019 年销售金额 2006 亿元，首次突破 2000 亿，位列中国房地产开发企业 500 强榜单 TOP14。

坚持深耕一二线，全国化经营布局。公司坚持布局有人口导入和持续发展潜力的一二线城市，截至 2019 年末，公司房地产项目分布于长三角、环渤海、中西部及华南的 71 个城市，在中国主要一二线城市建立了稳固的地位。凭借出色的投资能力和日趋成熟的多元化拿地渠道，2019 年，公司以 5425 元/平（占当期销售均价的 32%）的平均地价补仓一二线城市（一二线城市占新增土储的 87%），公司有望持续巩固重点城市的市占率，实现稳健的发展。

“二五战略”稳步推进，打造房地产生态圈。2012 年至 2016 年，公司实施“一五战略”，坚持开放的合作战略，与合作伙伴携手共赢，销售业绩从 96 亿逐年递增至突破 500 亿，以年均 53% 的复合增长率，领跑“准一线”房企。2017 年，公司开始实施“二五战略”，做强做大“一体”主业，并推进房地产+战略和地产金融化战略“两翼”，以实现持续稳健、有质量的快速增长。目前，公司发展业务已遍及物业管理、长租公寓、教育、养老、建筑产业化、基金管理、工程建设、装修软装服务等，构建全维度地产生态圈，并有望与地产主业实现协同发展。

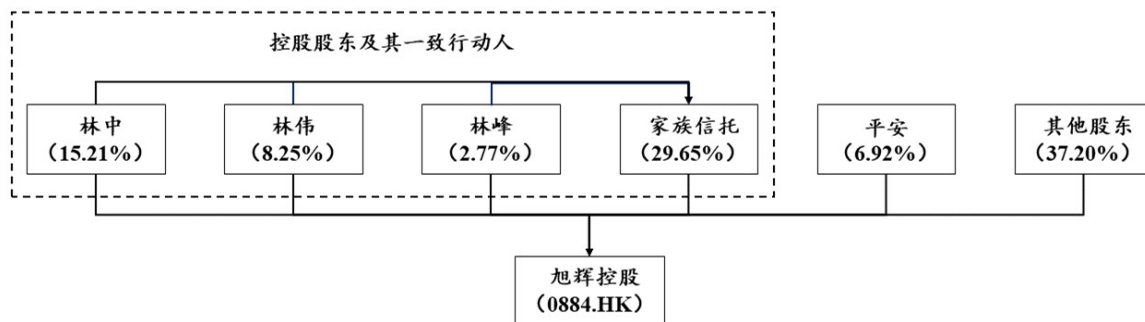
图 2：战略路径清晰，稳步实现高质量发展



数据来源：公司网站，中达证券研究

股权结构稳定，股东构成多元。公司由林氏家族创办，截至 2019 年末，公司主席林中先生、副主席林伟先生及行政总裁林峰先生通过直接或其家族信托等方式合计持有公司约 55.88%的股份，另有战略投资者中国平安持有公司约 6.92%的股份，其他股东持有约 37.20%的股份。近期，公司引入国际知名长线基金，进一步丰富了股东结构。公司股权结构稳定，股东构成较为多元，有利于公司的稳定经营和高效治理。

图 3：股权结构稳定，引入平安作为战投



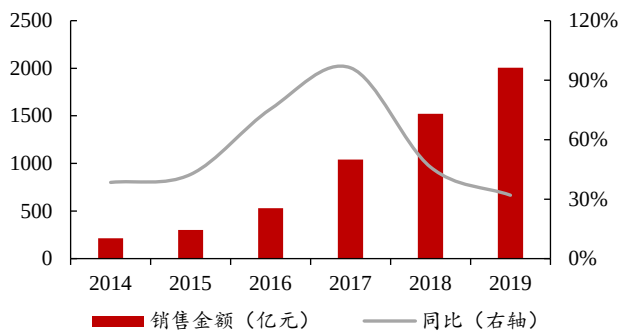
数据来源：公司公告，中达证券研究

3. 销售规模不断突破，产品迭代持续升级

3.1 销售稳步高增，分布更趋均衡

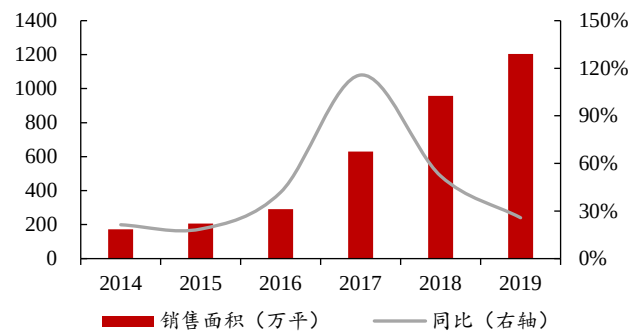
战略清晰运营高效，助力销售持续高增。公司坚持聚焦一二线城市的区域布局和高周转的运营策略，并通过积极合作迅速扩大规模，近年来销售金额快速提升。2017 年公司销售金额首次突破千亿，2019 年超 2000 亿，在克而瑞销售金额排行中的名次由 2012 年的第 44 位提升至 2019 年的第 15 位。公司在战略把控及高效运营方面的能力有望在未来继续驱动公司销售的增长。

图 4：公司近年销售金额增速较快



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司近年销售面积持续增长

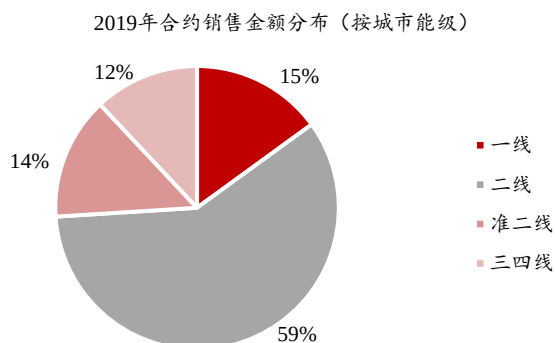


数据来源：公司公告，中达证券研究

聚焦核心城市，深耕重点城市群。公司布局城市整体能级相对较高，2019 年，一线、二线、准二线及三四线城市分别贡献公司销售金额的 15%、59%、14% 和 12%。一二线及准二线城市在经济发展水平和人口流入方面具备优势，能够为公司项目去化提供保障。**区域分布方面**，公司聚焦深耕长三角、环渤海、中西部和华南四大区域，分别贡献 2019 年公司销售金额的 48.3%、25.1%、17.9% 和 8.7%，其中中西部和华南占比分别由 2014 年的 10.9% 和 0% 上升至 2019 年的 17.9% 和 8.70%，区域分布更趋均衡。同时，公司在重点区域持续深耕，2019 年浙江、江苏区域销售额均突破 300 亿元，北京、上海、西南、山东、皖赣五大区域销售额突破百亿。公司销售来源的区域分布更趋均衡，同时在已进入区域持续深耕以巩固市场份额，将助力公司的进一步规模扩张。

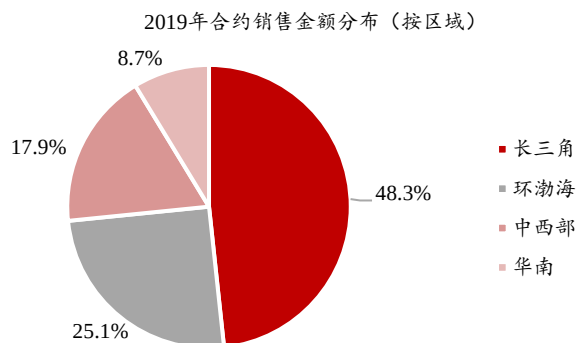


图 6：一二线贡献销售金额逾 7 成



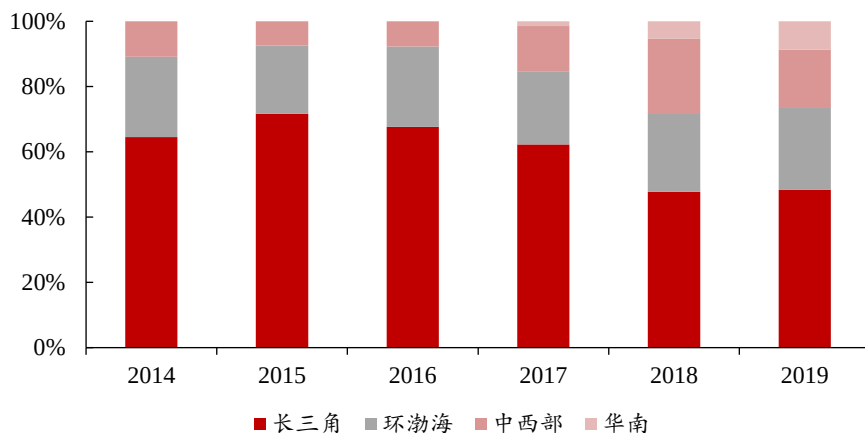
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：准二线包含烟台、无锡、常州、徐州、南通、东莞、佛山、温州

图 7：长三角贡献销售金额近 5 成



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：区域分布近年来更趋均衡，中西部及华南占比明显上升



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：2019 年销售金额前十城市均为都市圈重点城市，合计贡献约 5 成

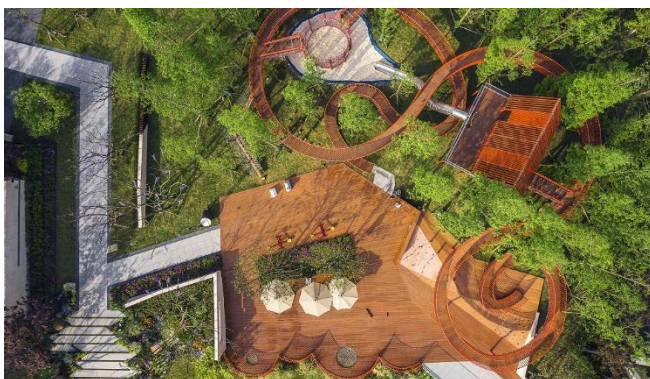
城市	销售金额 (亿元)	占比	销售面积 (万平)	占比
北京	201	10.0%	53	4.4%
杭州	154	7.7%	67	5.6%
重庆	130	6.5%	108	9.0%
苏州	118	5.9%	59	4.9%
温州	100	5.0%	56	4.6%
合肥	97	4.8%	65	5.4%
南京	96	4.8%	37	3.1%
无锡	88	4.4%	56	4.7%
上海	86	4.3%	34	2.8%
武汉	78	3.9%	51	4.2%
其他	859	42.8%	617	51.3%

数据来源：公司公告，中达证券研究

3.2 产品力持续提升，品牌力助力增长

产品迭代升级，强化品牌打造。旭辉作为为数不多拥有独立产品研发部门的房企，注重产品力的提升，以保证在产品方面拥有 3-5 年的领先性。公司坚持品质精细、前沿时尚、全龄关怀、体验感知、智慧科技”五大核心产品理念，打造铂悦系、府系、赋系、江山系、公元系和城系六大产品线，斩获地产设计大奖、国际设计大奖、金盘奖、詹天佑奖等多个国内、国际奖项。2019 年 4 月，公司发布第六代产品 CIFI-6，从生活和生命体验出发，打造延展性更强的居住空间、将智能化与社区生活深度融合。2020 年初的疫情后，居民在居家隔离的过程中对住房和社区的空间设计均提出了更高要求，超前的产品设计和持续提升的产品力将在中长期助力公司的销售去化。

图 9：重庆江山青林半项目获金盘奖最佳设计奖



数据来源：公司网站，中达证券研究

图 10：CIFI-6 首个落地项目南昌宸悦·江语院实景图



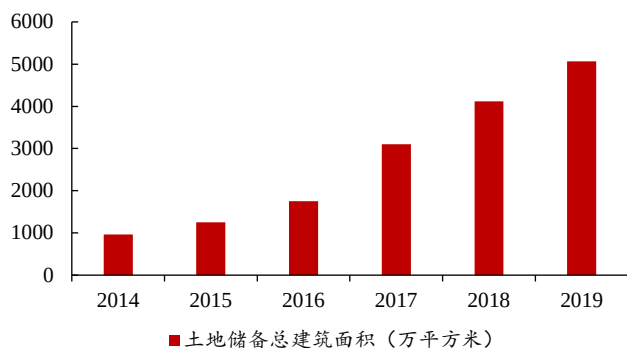
数据来源：公司网站，中达证券研究

4. 土储优质布局优化，多元扩储助力发展

4.1 土地资源优质，区域更趋均衡

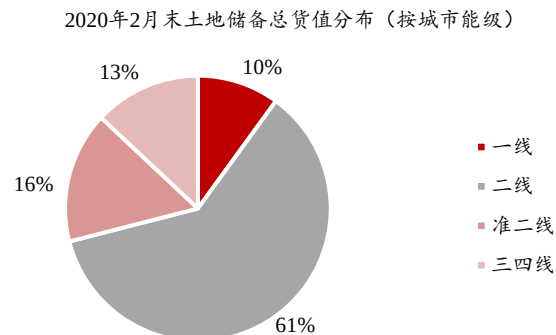
土储聚焦高能级城市，区域分布均衡。公司土地资源较为优质，截至2019年末，已确权土储可租售总建面达5066万方，如计入已锁定待挂牌土储，则截至2020年2月末，公司总货值达9880亿元，其中87%位于一二线及准二线城市，整体能级较高。2020年，公司继续坚持以一二线为主的拿地策略，做大做强深耕城市。**区域布局方面**，2019年，公司新增土储总建面1520万方，其中位于环渤海区域的占比最大，达36.1%，主要系公司在太原的一二级联动项目取得进展，纳入252万方土储。公司在2019年继续深耕都市圈，在长三角新进舟山市；同时持续扩大区域覆盖范围，新进深圳、惠州及漳州以进一步布局广东及福建，新进昆明、太原及乌鲁木齐等以加强对中西部省会城市的覆盖，新进长春布局吉林省。除去停车位后，2019年末公司位于中西部、长三角、环渤海及华南的土储总建面分别占33.3%、33.0%、25.3%和8.5%，布局更趋均衡。

图 11：土地储备面积稳步提升，奠定销售增长基础



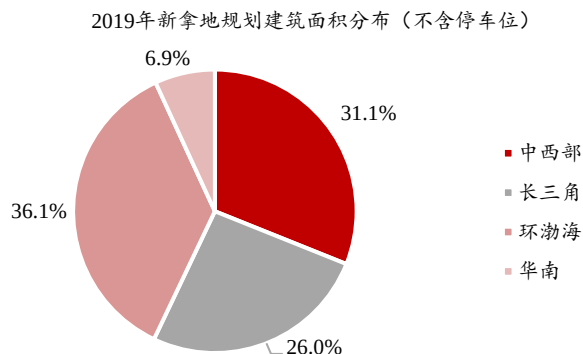
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 12：87%土储货值位于一二线及准二线城市



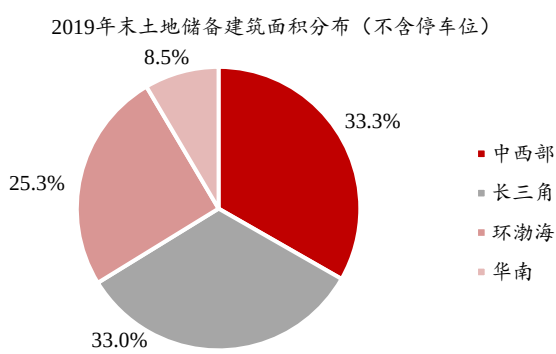
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 13：2019 年公司加大在环渤海的布局



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 14：土地储备区域分布更趋均衡

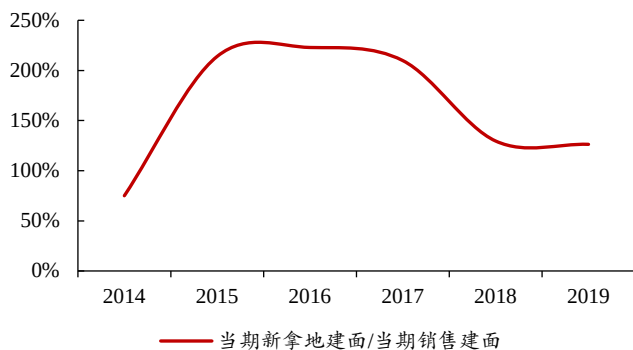


数据来源：公司公告，中达证券研究

4.2 投资研判能力突出，多元扩储逐步发力

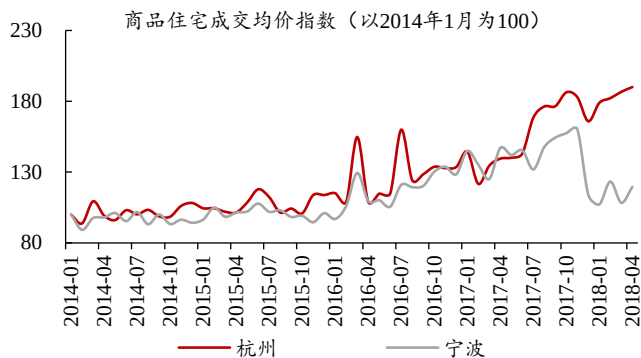
把握行业窗口期，投资能力突出。公司在市场和城市研判方面能力突出，多年来凭借强大的投资能力在适当时机、适当城市根据公司发展阶段进行土地投资。2014 年前三季度房地产市场处于调整期，第四季度个别地区方才有所改善，因此公司在 2014 年前三季度有节制地避免以过高成本收购土地，2014 年第四季度至 2015 年上半年积极扩充土储，为 2016 及 2017 年的销售增长提供了有力保障。2015 年下半年公司观测到一线及强二线城市土地市场转热，因而开始将投资重点转向地价尚未复苏且具备利润潜力的杭州、天津、宁波等二线城市，在部分二线城市房价大幅上涨前加大布局，增厚了公司利润。2018 年中期至 2019 年，由于政府调控更为严格、融资环境收紧、土地市场竞争更为激烈，因而公司土地投资更趋审慎，拿地强度有所减弱。公司重视对拿地窗口期的把握，优秀的投资能力使公司规模快速扩大，并将继续驱动公司未来的销售及业绩增长。

图 15：重视投资窗口，灵活调整拿地强度



数据来源：公司公告，中达证券研究

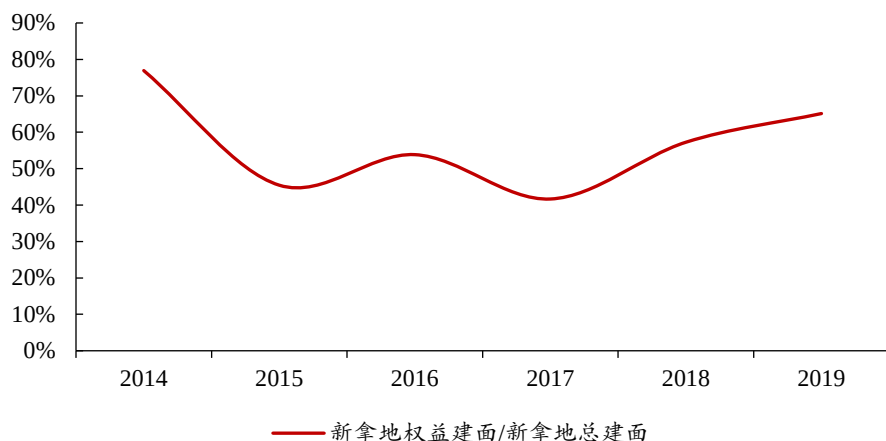
图 16：2016 年加大布局杭州、宁波等强二线城市



数据来源：Wind，中达证券研究

权益比例持续提升，增厚公司利润。公司在 2015 年大幅加大拿地强度，同时降低权益比例，通过合作开发的方式在扩大规模的同时控制拿地总成本、分散单项目风险。近年来，公司新拿地权益比例持续提升，2017-2019 年分别达 41.7%、57.3%和 65.1%，2020 年 1-5 月共于杭州、上海、温州等地新增 23 个优质项目，权益比例高达 74.0%，公司未来权益比例或将进一步提升。较高权益比例的优质项目将有望对公司未来利润提供支撑。

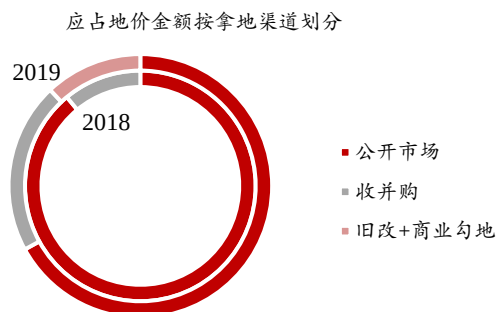
图 17：公司近年新拿地权益比例持续提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

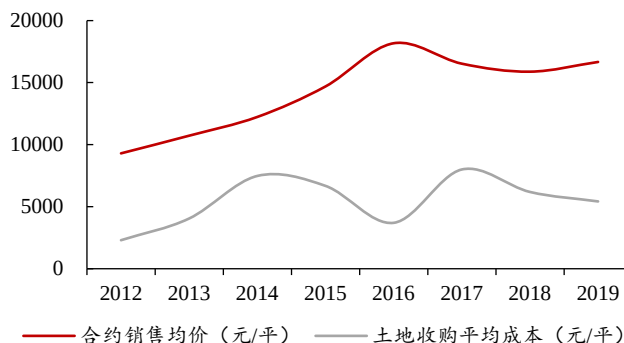
多元扩储成果初显，助力合理价格获取优质土地。当前，多地限价仍然严格，土地成本则持续上升，重点一二线城市的土地市场竞争激烈，优质土地的稀缺使此类土地以高溢价或更高的配建比例等成交，房企整体利润空间承压。2017年起，公司积极探索多元化拿地模式，成果已逐步开始显现。2019年，公司加大收并购力度，通过收并购方式以合理价格在一二线城市储备近40幅地块，新增土储超600万方，货值近千亿，通过收并购获取的土地应占地价比重由2018年的11%上升至2019年的21%。商业及产业导入、城市更新等方式能够在一定程度上带动地方经济发展，因而开发商能够以相对合理的价格获取优质土地。2019年，公司新增旧改和商业勾地等拿地模式，通过上述渠道获取的土地应占地价金额占比达12%。得益于出色的投资能力和多元的拿地渠道，公司2019年新增土储平均成本约5425元/平，占同年销售均价的32.5%，利润空间较为充足。

图 18：2019 年拓储渠道更为丰富，招拍挂占比下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 19：拿地成本更为合理，保障项目利润空间



数据来源：公司公告，中达证券研究

一二级联动成功转化，落地城市综合运营战略。公司定位于“城市综合运营商”，近年来随着旗下多元业务的发展，公司跨行业资源整合和创新业务模式拓展等能力稳步提升，开始了在城市更新方面的探索。2017年8月，公司与太原市尖草坪区政府签署战略合作框架协议，首次尝试新城改造，涉及一级土地安置整理、新城整体规划布局、二级土地的开发建设等多个业务模式，打造了太原史上最大规模城改项目。该项目在2019年已转化公司土储，总建面252万方，预计货值344亿，2019年11月项目住宅部分成功开盘。2019年内，公司合计成功转化了340万方的一二级联动项目，可贡献约500亿货值。**城市规划、绿色建筑、健康科技住宅和资源整合等领域的优势**为公司在一二级联动方面的尝试提供了充分的背书，为公司在具备发展潜力的重点城市持续扩充土储提供了保障。

图 20：公司首个一二级联动项目太原旭辉江山效果图，为太原史上最大规模城改项目



数据来源：公司网站，中达证券研究

商业、产业协同拿地，多元发展优势凸显。商业方面，凭借为核心城市打造精品商业的战略，公司商业板块发展情况良好，已打造旭辉广场、旭辉里及旭辉市集三大产品线。2018年9月，上海 LCM 置汇旭辉广场开业首日客流达 21 万人次，成为浦东新的“商业网红”及“打卡目的地”。**2019年7月，公司成立商业地产管理总部**，以整体推进商业项目的高品质落地，并实现与住宅开发最大程度的协同，2019年公司通过商住协同方式于成都新都区以综合楼板价2261元/平取得总建面27万方的商住项目。截至2019年末，公司已开业商业总建面约60万方，另有约66万方商业和写字楼项目储备，将按计划逐步开业。**产业方面**，依托公司丰富的业务范围、优秀的城市综合运营能力和多年来积累的良

好合作声誉，公司成功通过产业导入方式获取长沙岳麓区梅溪湖项目，总建面约 23 万方。商业及产业等业务与住宅开发板块协同效应显著，公司在上述业务中的优势将有望持续助力公司获取优质地块。

表 2：公司商业项目持续推进，分布于一二线及准二线重点城市

城市	建筑面积（万平方米）	项目数量
上海	34.1	7
重庆	4.6	1
长沙	5.4	1
西安	3.9	1
武汉	3.3	1
嘉兴	8.3	1
已开业合计	59.5	12
上海	16.4	3
北京	5.9	2
成都	13.3	2
重庆	5.0	1
天津	3.8	1
合肥	8.0	1
太原	9.5	1
金华	4.4	1
在建合计	66.2	12
总计	125.8	24

数据来源：公司公告，中达证券研究

图 21：互联网+产业导入获取项目长沙岳麓区梅溪湖项目效果图



数据来源：公司网站，中达证券研究

5. 运营管控稳步优化，激励人才共同发展

重视内部人才体系建设，三获“中国最佳雇主”。公司在人才选拔方面采取外部吸纳行业精英、内部培养“子弟兵”以及多元化的用人策略，近年来对自我培养更为侧重。2012年起，公司推出聚焦国内985及211高校优秀硕士毕业生的“旭日生”招聘计划，并在后续陆续推出聚焦海内外顶级院校博士毕业生、顶尖商学院MBA毕业生的“辉耀生”，以及聚焦致力成为高级营销人才的“皓月生”，完善内部管培生培养体系。截至2019年末，公司中高管的内部提拔比例达73%，总经理级别的内部提拔比例达90%，“旭日生”整体留存率约90%。自2017年以来，公司连续三年获得“中国最佳雇主”称号，成为该奖项历史上唯一连续三年获奖的房地产企业。高效的人才供应体系能够对公司人才团队的质量提供保障，进而为公司持续稳健发展提供强劲的内部驱动力。

稳步推进组织变革，实现区域战略深耕。公司基于“二五战略”提出了“集团总部-区域集团-项目集群”的组织构想，将集团总部逐步转型为战略引导、能力培育、机制制定的大平台，将大量业务下沉至区域，逐步实现以区域集团为核心，深耕区域市场的发展模式。截至目前，公司已设立江苏、皖赣、上海、西南、山东、华北、东南共7个区域集团及广桂区域事业部，2019年区域报集团审批流程数量同比减少63%、全集团审批流程平均时长同比减少51%，组织变革推进成效显著。高效的组织架构使公司运营效率得以提升，并将支持公司在区域的深耕，实现所在区域5-10%的市场份额，助力公司的规模扩张和持续增长。

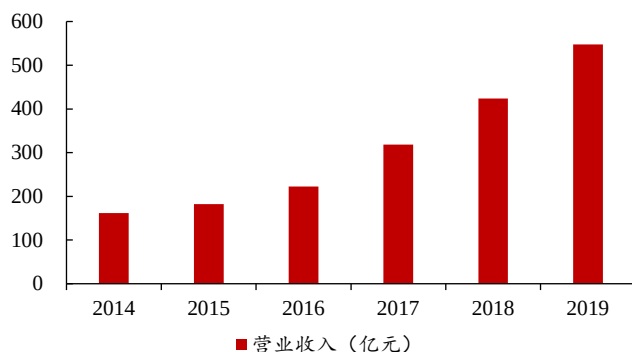
激励机制充分，助力公司持续增长。公司激励机制较为充分，2014年公司开始试点项目跟投机制，原则上要求项目所在前线公司的主要管理团队和总部主要管理团队跟随公司一起投资于项目的少数股权，其他员工亦可自愿参与项目跟投。跟投与绩效评价的推进使员工对运营及经营目标更为重视，在一定程度上驱动了公司的快速发展。此外，公司亦积极采取购股权计划、股份奖励计划等，以留聘重点人才为公司的持续营运和发展提供服务。充分的激励能够实现员工与公司的风险共担、利益共享，同时巩固人才团队，进而为公司的增长和持续稳健发展提供保障。

6. 财务管控成效显著，助力持续健康成长

6.1 业绩持续增长，盈利能力提升

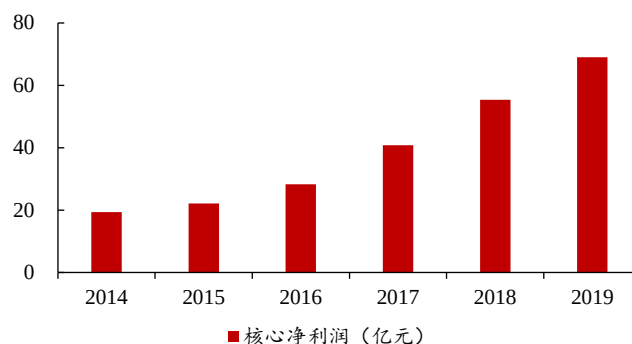
经营业绩持续增长，利润率保持稳定。2019 年，公司营收达 547.7 亿元（+29.3%），核心净利润达 69.0 亿元（+24.7%），毛利率上升 0.1 个百分点至 25.1%，核心净利率略微下降 0.5 个百分点至 12.6%。在毛利率维持稳定的情况下，2019 年核心净利润增速略低于营收增速，主要系：1) SG&A 占营收比重上升 0.8 个百分点至 8.5%，后续或有望随区域深耕整合的推进而有所改善；2) 公司 2012 年至 2018 年，新拿地权益比例呈快速下降趋势，导致归母净利润占净利润总额比重在近年持续下滑，2019 年较 2018 年下降 4.8 个百分点至 71.2%。2018 年起，公司新拿地权益比例有所回升，2019 年新获项目并表比达 76%（按新增土储预计可售货值计算），将支持公司后续的业绩释放。

图 22：营业收入近年保持较快增长



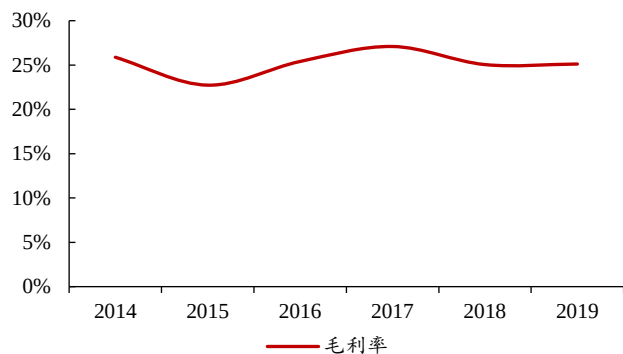
数据来源：Wind，中达证券研究

图 23：核心净利润近年来持续高增



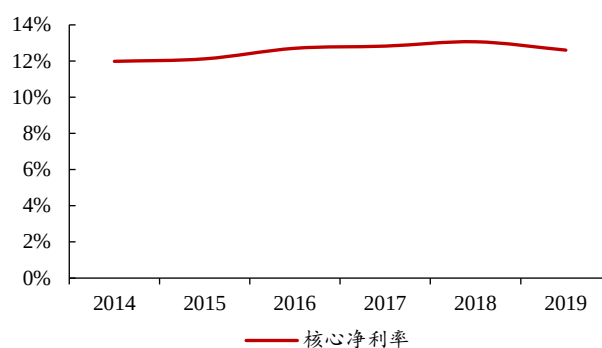
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 24：毛利率较为稳定，2019 年上升 0.1pct 至 25.1%



数据来源：Wind，中达证券研究

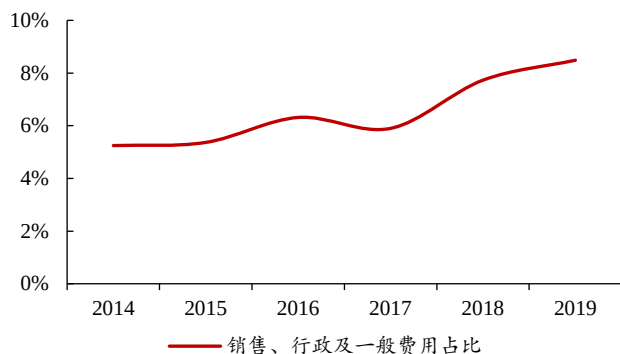
图 25：2019 年核心净利率略微下滑 0.5pct 至 12.6%



数据来源：公司公告，中达证券研究

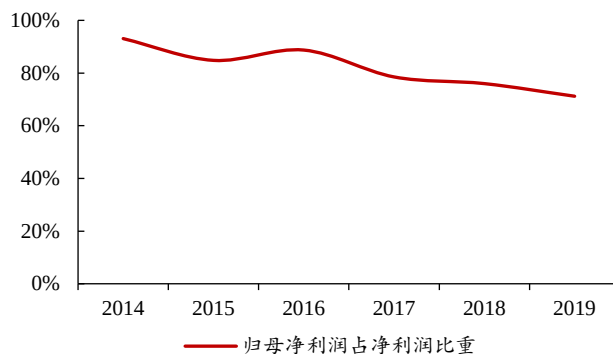


图 26: SG&A 占比近年有所上升



数据来源: Wind, 中达证券研究

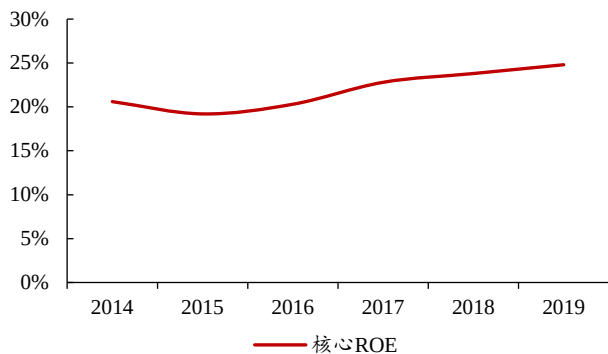
图 27: 前期降低的权益比例带动归母净利润占比下降



数据来源: Wind, 中达证券研究

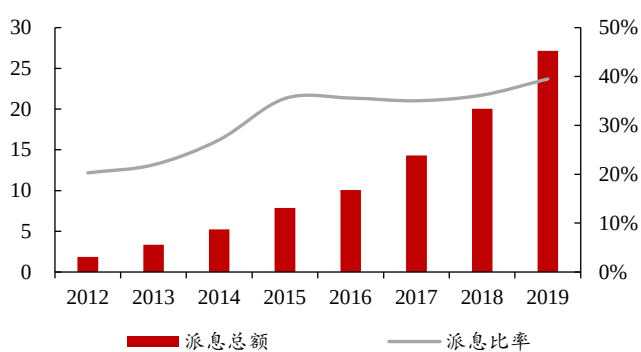
盈利能力表现优秀，派息稳步提升。公司核心 ROE 2019 年达 24.8%，上市以来平均超过 21%，体现了公司在经营和财务管控方面的成效。分红派息方面，公司 2012 年起派息比率快速提升，2015-2018 年稳定在约 35%-36% 水平，2019 年进一步上升至 39.5%，上市以来累计分红 1.44 港元/股，已超过 IPO 发行价 1.33 港元/股。稳步提升的派息率使股东与公司共享收益，有利于巩固股东基础。

图 28: 核心 ROE 近年持续提升，盈利能力表现优秀



数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 29: 派息率稳步提升，巩固股东基础



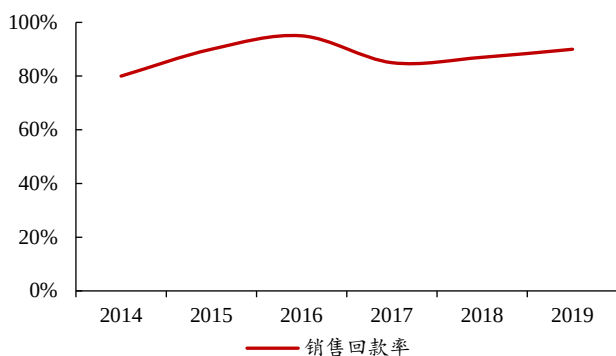
数据来源: 公司公告, 中达证券研究



6.2 重视资金管理，流动性表现优秀

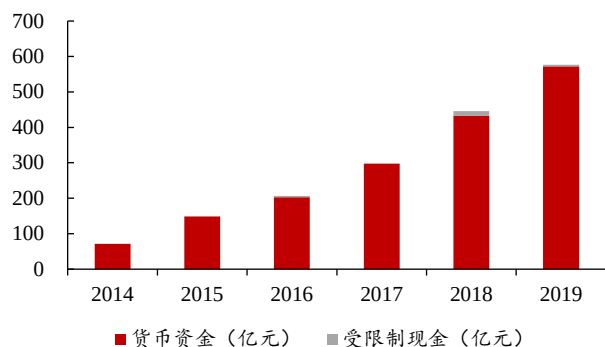
回款率维持高位，流动性表现优秀。公司重视销售质量及执行力，2015 年来销售回款率均维持在 85%以上，2019 年达 90%以上，持续增长的销售和维持高位的回款率使公司现金总额不断提升，2019 年末公司现金总额达 576.4 亿元，同比增长 29.2%。债务结构方面，2019 年公司短期债务占比上升 3.2 个百分点至 20.4%，现金短债比下降 0.6 倍至 2.7 倍，在业内仍表现良好，短期偿债压力较为可控。

图 30：销售回款率维持高位，2019 年达 90%以上



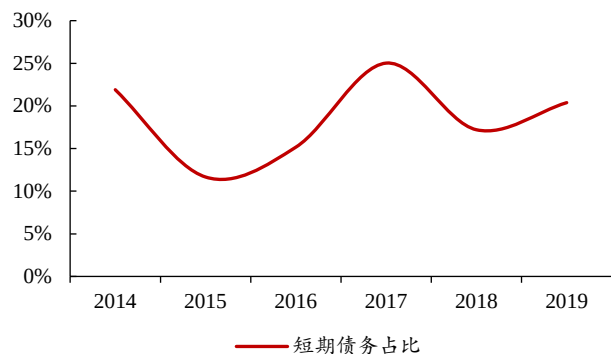
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 31：现金总额随高质量的销售增长持续提升



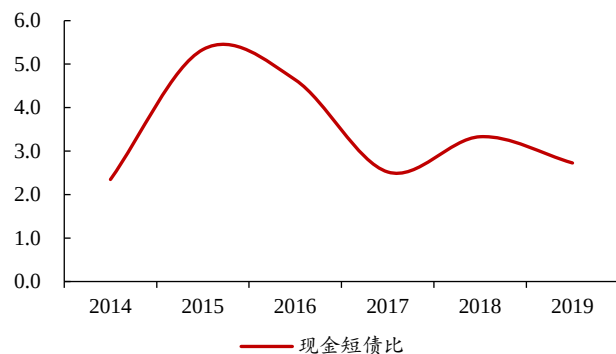
数据来源：Wind，中达证券研究

图 32：2019 年短债占比上升至 20.4%



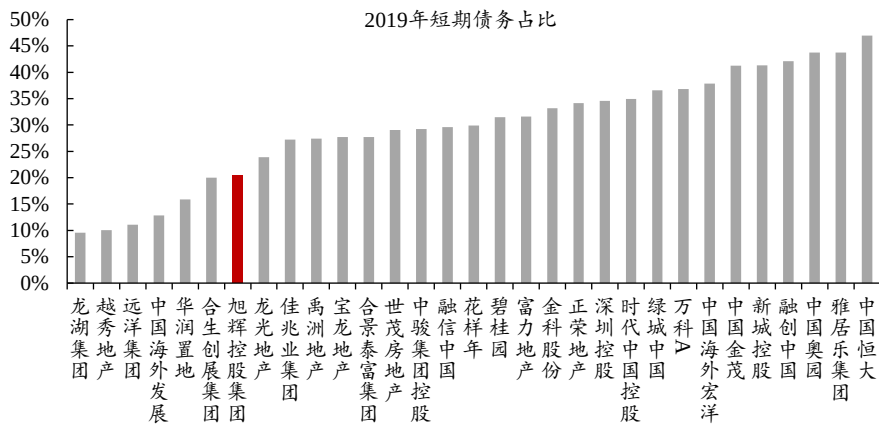
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 33：2019 年现金对短债覆盖倍数达 2.7 倍



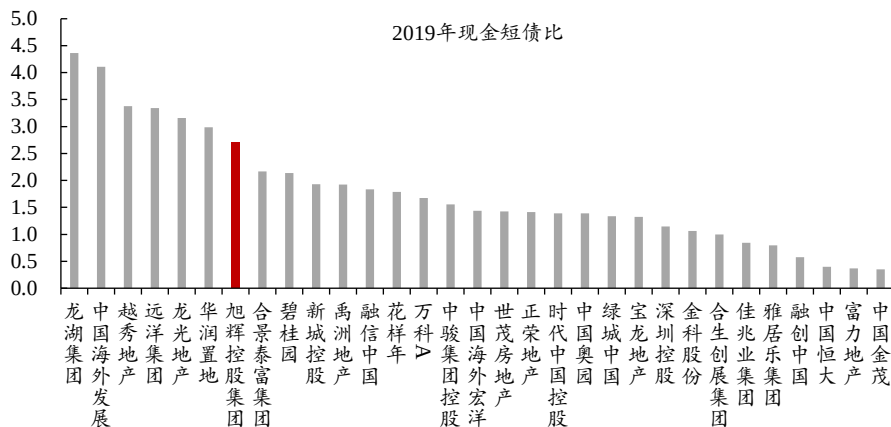
数据来源：Wind，中达证券研究

图 34：2019 年公司短债占比在业内处较低位置



数据来源：Wind，中达证券研究

图 35：2019 年公司现金对短债覆盖倍数在业内表现优秀



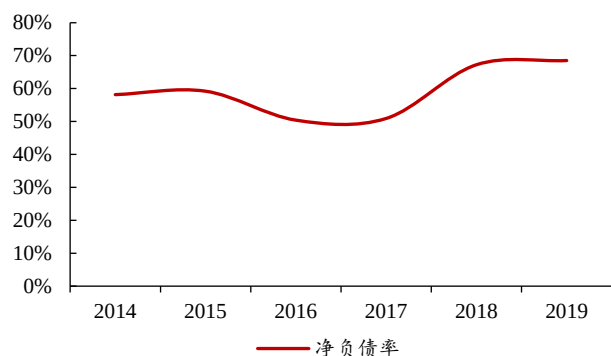
数据来源：Wind，中达证券研究；注：不含受限制现金

6.3 杠杆水平维持稳健，融资渠道多元畅通

杠杆水平较为稳健，融资成本具备优势。公司坚持严格的财务管控，净负债率常年维持在 70% 以下，2019 年略微上升 1.3 个百分点至 68.5%，杠杆水平较为稳健。稳健的财务表现使公司评级表现优秀，将有望使公司融资成本更具优势。融资方面，2019 年公司融资成本约 6.0%，2020 年 5 月发行的第一期公司债利率仅 3.8%，在民营开发商中具备优势。并表永升生活服务后，物业服务贡献的稳定现金流及经常性收入对利息覆盖率的提升或将支持公司评级表现，使公司融资成本进一步下行。2019 年，公司继续积极开展资本运作，发行多笔美元债券、美元优先票据、人民币债券并订立多笔银团贷款协议。较为可控的杠杆水平和

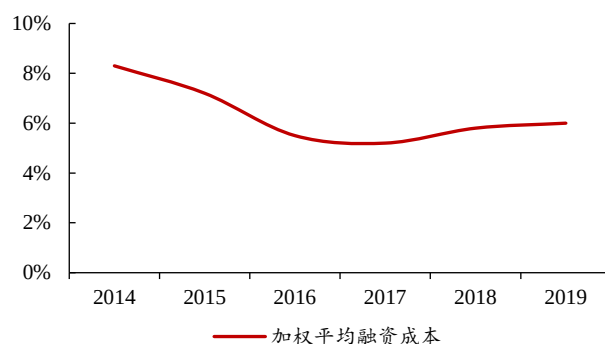
畅通的境内外融资渠道能够助力公司持续的健康发展，较低的融资成本亦能够对公司利润提供一定支持。

图 36：净负债率常年控制在 70% 以下



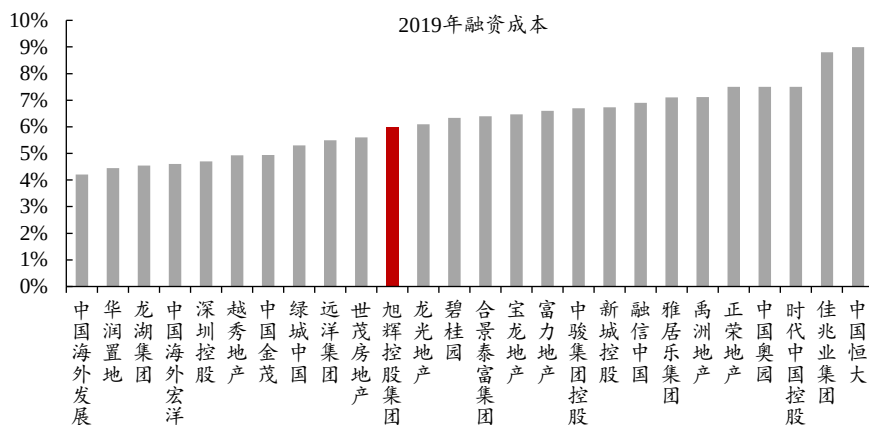
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 37：融资成本近年维持稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 38：2019 年公司融资成本在民营开发商中具备明显优势



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 3：重视财务管控，公司境内外评级表现优秀

	评级机构	评级	展望
境外	标普	BB	稳定
	穆迪	Ba3	稳定
	惠誉	BB	稳定
境内	联合资信	AAA	稳定
	中诚信	AAA	稳定

数据来源：公司公告，中达证券研究

7. 估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 7.5 港元。预测公司 2020-2022 年核心 EPS 分别为人民币 1.03 元、1.25 元和 1.49 元，核心净利同比增长 18.0%、21.2%和 19.4%。考虑到公司多元化拿地力度加大，权益比例稳步提升，同时财务表现维持稳健，并表永升生活服务有望进一步降低公司融资成本，引入长线机构投资者亦体现出资本市场对公司的认可，给予 NAV 折让 20%，目标价 7.5 港元，对应 2020 年 6.6 倍 PE，较现价空间达 13%。（最新股价为 2020 年 6 月 9 日收盘价）

表 4：旭辉控股集团 NAV 约港币 9.4 元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	116,034
投资物业总计	17,407
总资产估值	133,440
净负债	58,883
NAV 估值	74,557
每股 NAV（港元/股）	9.41
股价（港元，6 月 9 日）	6.67
NAV 折让	29%

数据来源：公司公告，中达证券研究

8. 风险提示

- 1) 调控政策以及项目结算进度存在一定不确定性，或影响上市公司销售业绩；
- 2) 宏观经济及流动性波动可能对公司经营造成一定影响。



损益表						现金流量表					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,368	54,766	70,421	87,182	105,742	归母净利润	5,409	6,437	8,143	9,870	11,781
营业成本	-31,755	-41,012	-52,648	-65,221	-79,049	营运资本变动	-6,401	-16,400	-8,719	-7,224	-3,470
毛利润	10,613	13,754	17,773	21,961	26,693	其他	-1,846	-2,062	-3,122	-4,263	-5,404
						经营性现金流合计	-2,838	-12,025	-3,698	-1,617	2,907
销售及行政开支	-3,275	-4,648	-5,977	-7,934	-9,623	投资物业	-203	-863	-3,635	-3,611	-6,395
EBIT	8,910	10,013	12,704	14,935	17,978	其他	-14,875	-17,773	549	-2,749	2,030
利息成本	-369	-728	-985	-1,290	-1,383	投资性现金流合计	-15,078	-18,636	-3,087	-6,360	-4,365
利息收入	493	517	778	551	619	自由现金流	-17,916	-30,661	-6,785	-7,976	-1,459
联营公司利润	2,175	3,556	4,234	4,858	5,669	每股自由现金流	-2	-4	-1	-1	-0
其他收入	106	198	0	0	0	权益融资	250	114	0	0	0
税前利润	11,317	13,556	16,731	19,055	22,883	债权融资	20,767	24,546	11,407	12,662	14,054
所得税	-4,199	-4,515	-4,985	-5,731	-6,609	其他	10,439	19,926	-153	230	-1,899
少数股东权益	-1,709	-2,604	-3,603	-3,453	-4,494	融资性现金流合计	31,457	44,587	11,253	12,891	12,155
净利润	5,409	6,437	8,143	9,870	11,781						
核心净利润	5,536	6,903	8,143	9,870	11,781	现金变动合计	13,541	13,925	4,469	4,915	10,697
股权数	7,699	7,804	7,921	7,921	7,921	期初现金	29,787	43,328	57,253	61,722	66,637
核心 EPS	0.72	0.88	1.03	1.25	1.49	期末现金	43,328	57,253	61,722	66,637	77,333
每股分红	0.26	0.35	0.40	0.49	0.59						
资产负债表						财务分析 (%)					
人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	16,147	17,635	21,270	24,881	31,277	毛利润率	25.0%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%
长期股权投资	17,563	24,963	24,993	29,119	30,307	经营利润率	21.0%	18.3%	18.0%	17.1%	17.0%
其他非流动资产	0	0	0	0	0	核心净利率	13.1%	12.6%	11.6%	11.3%	11.1%
非流动资产合计	33,711	42,598	46,263	54,000	61,583						
发展中物业	84,138	115,203	129,914	143,720	148,358	营收增长率	33.1%	29.3%	28.6%	23.8%	21.3%
竣工待售物业	18,188	24,266	23,811	20,542	19,933	EBIT 增长率	24.3%	12.4%	26.9%	17.6%	20.4%
应收账款	16,740	24,192	34,856	48,798	58,558	核心净利增长率	35.6%	24.7%	18.0%	21.2%	19.4%
现金	43,328	57,253	61,722	66,637	77,333	EPS 增长率	24.7%	23.0%	16.2%	21.2%	19.4%
其他流动资产	44,957	59,188	59,188	59,188	59,188						
总资产	241,061	322,700	355,753	392,884	424,953	每股净资产	3.33	3.87	4.49	5.33	6.33
						利息覆盖倍数	2.95	2.61	2.79	2.90	3.16
流动负债合计	123,344	169,756	182,703	196,663	203,547	净负债资本率	28%	30%	31%	31%	29%
长期借款	64,469	82,560	91,642	101,722	112,912	净负债率	67%	69%	67%	66%	60%
其他非流动负债	0	59	59	59	59	总资产周转率	0.22	0.19	0.21	0.23	0.26
递延所得税	3,802	3,109	2,542	2,078	1,699	资产权益比	9.41	10.70	10.00	9.30	8.47
非流动负债合计	68,271	85,728	94,242	103,859	114,670						
少数股东权益	23,842	37,050	43,216	50,103	56,581	ROA	2.5%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%
归属母公司股东权益	25,604	30,165	35,592	42,258	50,155	ROE	23.8%	24.8%	24.8%	25.4%	25.5%
总负债和权益合计	241,061	322,700	355,753	392,884	424,953	ROCE	5.8%	5.1%	5.0%	5.3%	5.6%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；

增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；

持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；

卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；

中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

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。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。