



营收利润稳步增长，多元拿地支撑发展

——旭辉控股集团 2020 中报点评

营收利润稳步增长，盈利能力基本稳定。旭辉控股集团 2020 年中期实现营收 230.22 亿元，同比增长 11.3%；归母核心净利润 31.94 亿元，同比增长 11.2%。公司 2020 年中期毛利率较去年同期下滑约 3.7 个百分点至 25.6%，但三费率较去年同期下降 1.1 个百分点至 10.0%。除此之外，公司 2020 年中期所得税开支占税前利润比例下降至 25.3% (2019H: 31.1%)，主要系企业所得税和土增税下降。综上，公司中期核心净利率约为 13.9% (2019H: 13.9%)，盈利能力较为稳定。公司 2020 年 1-7 月销售金额同比已基本回正，疫情影响之下业绩仍实现了稳步增长；随着公司商业模式优势持续释放，公司未来整体销售业绩有望继续稳健成长。

多元化拿地稳步推进，优质布局支撑成长。公司将近年来加大多元拿地力度，2020 年上半年多元拿地按权益面积占比约为 37% (2019 年: 33%)，平均销投比达 3.3 倍。截至 2020 年 7 月末，公司包含已锁定待挂牌土储总货值达 1.03 万亿元，其中一线城市占比约 10%，二线城市占比约为 64%，准二线城市占比约为 15%。公司上半年拿地均价约 7758 元/平，销售均价约 16500 元/平，整体拿地成本仍较平稳；新拿地权益比达 69%，2019 年全年为 65%，整体权益比稳步提升。公司优质的城市布局和丰富的拿地渠道将有力支撑公司成长。

融资成本持续下行，财务状况持续改善。公司 2020 年上半年继续积极管理债务结构与财务资金，在优化债务年期和渠道的同时降低整体融资成本。截至 2020 年 6 月末，公司现金及存款总额达 593.68 亿元，较 2019 年末增长 0.7%；现金短债比为 2.4 倍，继续保持在 2 倍以上的充足水平；有息负债总额和结构保持稳定，净负债率较 2019 年末继续下降 2.4 个百分点至 63.2%。公司上半年也首次发行绿色美元债券，整体加权融资成本约 5.6%，较 2019 年下降 0.4 个百分点。公司整体财务状况较为稳健，能够继续发挥公司于民营房企内融资成本上的优势。

维持“买入”评级，目标价 7.6 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，维持 NAV 折让 20%，目标价 7.6 港元，对应 2020 年 6.7 倍 PE，较现价空间达 16%。(最新股价为 2020 年 8 月 27 日收盘价)

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

旭辉控股集团
(0884.HK)

买入

(维持)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

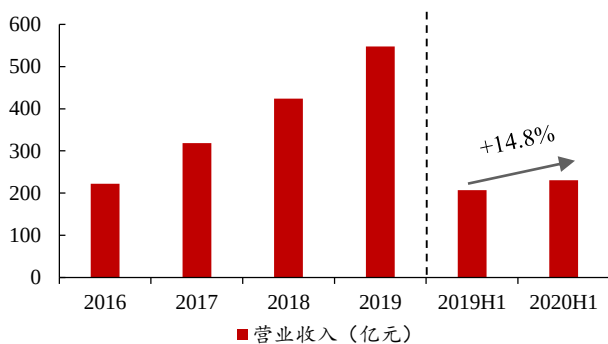
SFC CE Ref: BPK 909

财务摘要 (百万人民币)	2017A	2018A	2019E	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%
毛利润	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	9,871	11,783
(+/-)%	44.5%	35.6%	24.7%	18.0%	21.2%	19.4%
核心 PE	11.46	8.45	6.77	5.74	4.74	3.97
PB	2.24	1.83	1.55	1.31	1.11	0.93



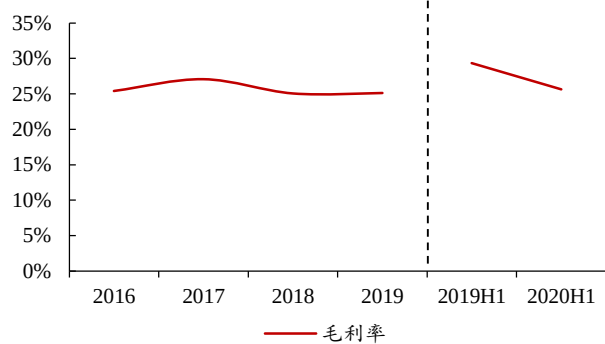
营收利润稳步增长，盈利能力基本稳定。旭辉控股集团 2020 年中期实现营收 230.22 亿元，同比增长 11.3%；归母核心净利润 31.94 亿元，同比增长 11.2%。公司 2020 年中期毛利率较去年同期下滑约 3.7 个百分点至 25.6%，但三费率较去年同期下降 1.1 个百分点至 10.0%。除此之外，公司 2020 年中期所得税开支占税前利润比例下降至 25.3%（2019H：31.1%），主要系企业所得税和土增税下降。综上，公司中期核心净利率约为 13.9%（2019H：13.9%），盈利能力较为稳定。公司 2020 年 1-7 月销售金额同比已基本回正，疫情影响之下业绩仍实现了稳步增长；随着公司商业模式优势持续释放，公司未来整体销售业绩有望继续稳健成长。

图 1：公司 2020 年中期营业收入平稳增长



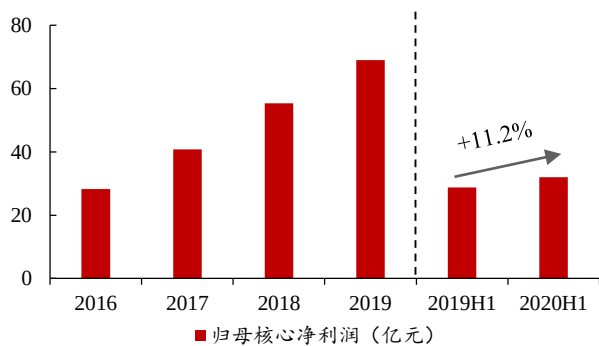
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 2：公司 2020 年中期毛利率有所下降



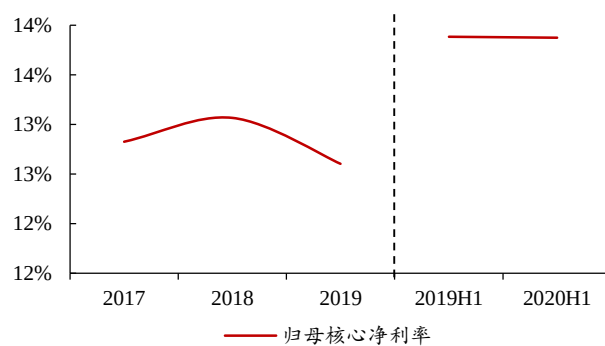
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 3：公司 2020 年中期核心净利润稳步增长



数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 4：公司 2020 年中期核心净利率保持平稳

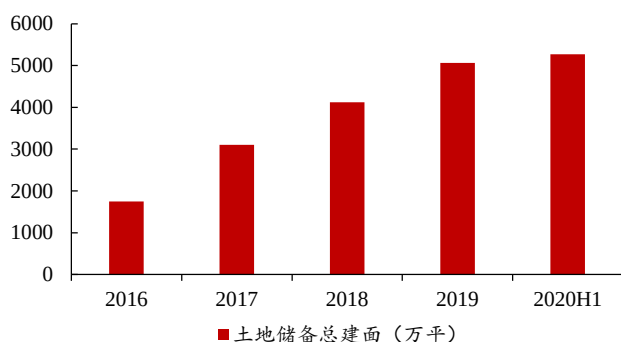


数据来源：公司公告, 中达证券研究



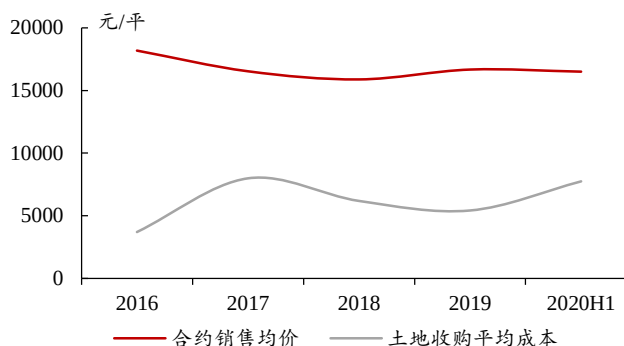
多元化拿地稳步推进，优质布局支撑成长。公司将近年来加大多元拿地力度，2020年上半年多元拿地按权益面积占比约为37%（2019年：33%），平均销投比达3.3倍。截至2020年7月末，公司包含已锁定待挂牌土储总货值达1.03万亿元，其中一线城市占比约10%，二线城市占比约为64%，准二线城市占比约为15%。公司上半年拿地均价约7758元/平，销售均价约16500元/平，整体拿地成本仍较平稳；新拿地权益比达69%，2019年全年为65%，整体权益比稳步提升。公司优质的城市布局和丰富的拿地渠道将有力支撑公司成长。

图 5：公司土地储备稳步增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司拿地成本基本维持稳定

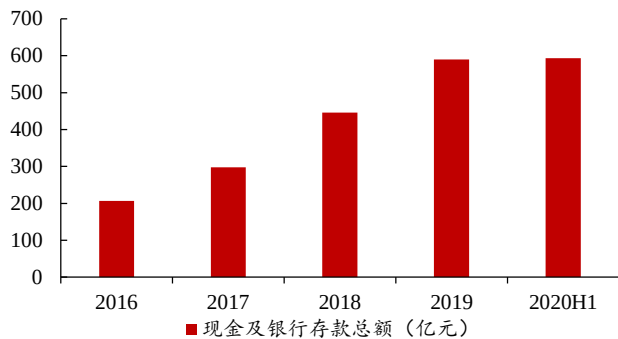


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2020年中期数据

融资成本持续下行，财务状况持续改善。公司2020年上半年继续积极管理债务结构与财务资金，在优化债务年期和渠道的同时降低整体融资成本。截至2020年6月末，公司现金及存款总额达593.68亿元，较2019年末增长0.7%；现金短债比为2.4倍，继续保持在2倍以上的充足水平；有息负债总额和结构保持稳定，净负债率较2019年末继续下降2.4个百分点至63.2%。公司上半年也首次发行绿色美元债券，整体加权融资成本约5.6%，较2019年下降0.4个百分点。公司整体财务状况较为稳健，能够继续发挥公司于民营房企内融资成本上的优势。

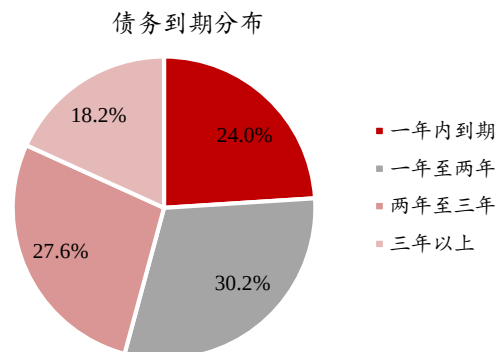


图 7：公司现金及存款总额稳步上升



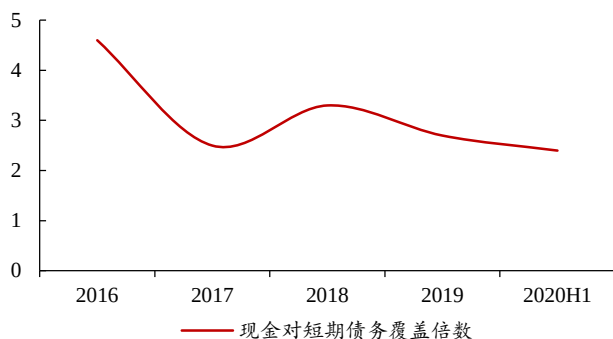
数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：包含全部货币资金

图 8：公司有息负债结构维持稳定



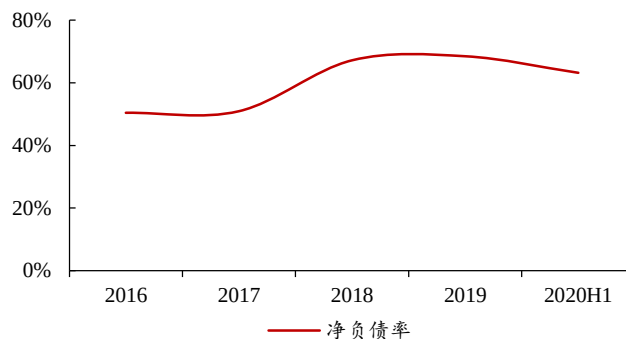
数据来源：公司公告, 中达证券研究

图 9：公司现金短债比保持 2 倍以上充足水平



数据来源：公司公告, 中达证券研究；注：包含全部货币资金

图 10：公司净负债率稳步下行，杠杆水平可控



数据来源：公司公告, 中达证券研究

维持“买入”评级，目标价 7.6 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，维持 NAV 折让 20%，目标价 7.6 港元，对应 2020 年 6.7 倍 PE，较现价空间达 16%。（最新股价为 2020 年 8 月 27 日收盘价）



表 1：旭辉控股集团 NAV 约 9.53 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2020
开发物业总计	116,974
投资物业总计	17,407
总资产估值	134,380
净负债	58,883
NAV 估值	75,497
每股 NAV（港元/股）	9.53
股价（港元，8 月 27 日）	6.56
NAV 折让	31%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



损益表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	42,368	54,766	70,421	87,182	105,742
营业成本	-31,755	-41,012	-52,648	-65,221	-79,049
毛利润	10,613	13,754	17,773	21,961	26,693
销售及行政开支	-3,275	-4,648	-5,977	-7,934	-9,623
EBIT	8,910	10,013	12,704	14,935	17,978
利息成本	-369	-728	-985	-1,290	-1,383
利息收入	493	517	778	552	623
联营公司利润	2,175	3,556	4,234	4,858	5,669
其他收入	106	198	0	0	0
税前利润	11,317	13,556	16,731	19,055	22,886
所得税	-4,199	-4,515	-4,985	-5,731	-6,610
少数股东权益	-1,709	-2,604	-3,603	-3,453	-4,494
净利润	5,409	6,437	8,143	9,871	11,783
核心净利润	5,536	6,903	8,143	9,871	11,783
股权数	7,699	7,804	7,921	7,921	7,921
核心 EPS	0.72	0.88	1.03	1.25	1.49
每股分红	0.26	0.35	0.40	0.49	0.59

资产负债表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	16,147	17,635	21,270	24,881	31,277
长期股权投资	17,563	24,963	24,993	29,119	30,282
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	33,711	42,598	46,263	54,000	61,559
发展中物业	84,138	115,203	129,914	143,643	147,936
竣工待售物业	18,188	24,266	23,811	20,542	19,933
应收账款	16,740	24,192	34,856	48,798	58,558
银行存款及现金	44,618	57,642	62,110	67,065	78,496
其他流动资产	43,667	58,800	58,800	58,800	58,800
总资产	241,061	322,700	355,753	392,847	425,282
流动负债合计	123,344	169,756	182,703	196,632	203,905
长期借款	64,469	82,560	91,642	101,722	112,912
其他非流动负债	0	59	59	59	59
递延所得税	3,802	3,109	2,542	2,078	1,699
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	50,097	56,549
归属母公司股东权益	25,604	30,165	35,592	42,258	50,158
总负债和权益合计	241,061	322,700	355,753	392,847	425,282

现金流量表

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润	5,409	6,437	8,143	9,871	11,783
营运资本变动	-6,401	-16,400	-8,719	-7,179	-2,736
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	-1,571	3,643
投资物业	-203	-863	-3,635	-3,611	-6,395
其他	-14,875	-17,773	549	-2,749	2,054
投资性现金流合计	-15,078	-18,636	-3,087	-6,360	-4,341
自由现金流	-17,916	-30,661	-6,785	-7,931	-698
每股自由现金流	-2	-4	-1	-1	-0
权益融资	250	114	0	0	0
债权融资	20,767	24,546	11,407	12,662	14,054
其他	10,439	19,926	-153	223	-1,925
融资性现金流合计	31,457	44,587	11,253	12,885	12,129
现金变动合计	13,541	13,925	4,469	4,954	11,431
期初现金	29,787	43,328	57,253	61,722	66,676
期末现金	43,328	57,253	61,722	66,676	78,107

财务分析 (%)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	25.0%	25.1%	25.2%	25.2%	25.2%
经营利润率	21.0%	18.3%	18.0%	17.1%	17.0%
核心净利率	13.1%	12.6%	11.6%	11.3%	11.1%
营收增长率	33.1%	29.3%	28.6%	23.8%	21.3%
EBIT 增长率	24.3%	12.4%	26.9%	17.6%	20.4%
核心净利增长率	35.6%	24.7%	18.0%	21.2%	19.4%
EPS 增长率	24.7%	23.0%	16.2%	21.2%	19.4%
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
净负债资本率	28%	30%	31%	31%	29%
净负债率	67%	69%	67%	66%	59%
总资产周转率	0.22	0.19	0.21	0.23	0.26
资产权益比	9.41	10.70	10.00	9.30	8.48
ROA	2.5%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%
ROE	23.8%	24.8%	24.8%	25.4%	25.5%
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。