

**旭辉控股集团 (0884.HK) / 房地产行业**
**销售表现亮眼，业绩稳步增长**
**评级：买入（维持）**

市场价格(人民币)：4.55元

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

电话：021-20315288

Email: niyc@r.qlzq.com.cn

研究助理：王洪岩

Email: wanghy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	7,749.9
流通股本(百万股)	7,749.9
市价(人民币元)	4.55
市值(百万元)	35,262.0
流通市值(百万元)	35,262.0

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 相关报告一
- 2 相关报告二
- 3 相关报告二

**公司盈利预测及估值（人民币）**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,824	42,368	52,282	64,046	78,776
增长率 yoy%	43.2%	33.1%	23.4%	22.5%	23.0%
核心归母净利润(百万元)	4,082	5,536	6,771	8,192	10,109
增长率 yoy%	44.5%	35.6%	22.3%	21.0%	23.4%
每股收益(元)	0.57	0.70	0.87	1.06	1.30
每股现金流量	0.71	-0.82	2.00	2.51	2.90
净资产收益率	22.8%	23.8%	21.7%	22.3%	22.6%
P/E	8.0	6.3	5.2	4.3	3.5

备注：

**投资要点**

■ **事件：公司发布2018年业绩公告：全年实现营业收入424亿元，同比增长3.1%；实现核心净利润55.4亿元，同比增长36%；每股EPS0.7元。**

■ **销售提速进行时，业绩稳步增长**

报告期内，公司核心净利润增速高于营收主要原因在于：1、少数股东损益占净利润比重同比下降0.6个百分点；2、随着近两年行业回暖期成交项目陆续结转，报告期内毛利率由17年的29.7%改善至34.7%。

销售方面，公司2018年实现销售金额1520亿元，销售面积956.9万方，同比增速分别为46%、52%，超额完成全年销售目标（1400亿元）。从销售区域来看，长三角区域贡献占比较去年下降14个百分点至48%；环渤海占比稳定在24%左右；随着公司在中西部城市由进驻到深耕，占比由14%提升至23%，销售布局更加均衡。销量的大幅提升，主要受益于公司精准的选址能力、均衡的土储布局以及准确的产品定位等。展望2019年，公司可售货值充裕（3500亿元），并且近87%的货源来自一二线及准二线城市，全年有望向1900亿元的销售目标发起冲击。

■ **踩准时点，逆势拿地；合作开发助成长**

公司准确把握市场调整窗口期，逆势拿地，全年新增93个项目，新进入15个城市，合计新增建筑面积1240万方，新增货值约2200亿元。从拿地方式来看，在土地市场过热时，公司主动降权益、分散风险；随着2018年下半年，土地市场热度逐渐转淡，公司积极入市，增加权益比，2018年四季度以来，新增土地项目平均溢价率低于20%，平均权益比在75%以上，全年新增土地面积权益占比约58%，2019年公司目标继续提升权益比至60%以上。同时，公司擅长综合运用收并购、招拍挂、合作开发等多元化方式进行土地获取。截至2018年末，公司总土储5500万平，布局55个城市，货值近8000亿，一二线及准二线城市占比91%。总量丰沃且布局合理的土储、张弛有度的拿地策略，为公司销量再上新台阶保驾护航。

■ **多元化布局“房地产+”业务，实现全维度地产生态圈，提升公司平台能力**

目前，公司已逐步建立起包括：物业管理、长租公寓、商业地产、教育领域、建筑产业化在内的多元化业务布局。作为一家具备一级资质的物业服务企业，公司旗下永升物业已经布局35个城市，在管总建筑面积约3210万方，服务超过17.8万住户，随着永升物业成功在香港联交所主板上市，自主经营带来的发展潜力将获得进一步释放。长租公寓方面，公司旗下领寓已完成对一二线核心城市的布局，目前全国重点城市管理公寓近5万间。由旭辉广场、旭辉里、旭辉集市组成的三大产品线已布局上海、重庆、嘉兴等核心都市圈内的重点城市，规划管理规模近40万平，未来3年公司计划将在上海、北京、重庆继续推出商业项目，以实现区域价值的提升。此外，公司在教育领域携手中旭天下，专注于发展高质、特色教育的投资、管理和服务。为实现建筑产业化而设立的毅匹堡，也已开始投产。

■ **低融资成本，高管控水平，负债率保持稳健**

截至2018年末，公司加权平均融资成本为5.8%，处于行业较低水平。同时，公司保持着较高的执行力，存货周转率逐年提升，销售管理费用率降至2.15%（销售金额口径）。安全的杠杆率（截至2018年末，公司净负债率为67.2%）和较高的利润率水平（2018年毛利率达34.7%），主要受益于公司较强的成本管控能力。进入2019年后，公司又成功发行规模3亿美元的优先票据，利率7.625%。考虑到公司稳健的负债率水平，融资优势将进一步突显。2018年，

公司 ROE 达 23.8%，较 2017 年提升 1 个百分点。同时，公司上市后始终保持着较高的派息率：2018 年全年派息 30 港分，同比增长 30%，上市以来已经累计派息 1.06 港元，占 IPO 发行价 80%。

- **投资建议：**公司拥有总量丰沃且布局合理的土储、张弛有度的拿地策略、较为稳健的负债率、以及低融资成本和高利润水平。根据 NAV 测算（2018 年末项目），公司 RNAV 为 9.66 元，相较当前股价折价 53%，具备较高安全边际，公司目前处于估值洼地。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.87、1.06、1.30 元，对应当前 PE 倍数为 5.2x、4.3x、3.5x，维持“买入”评级。

**风险提示事件：**公司重点布局的城市调控政策放松节奏不及预期；销售、回款进度低于预期；“房地产+”业务发展进度不及预期等。

**图表 1: 财务报表及指标预测 (币种: 人民币)**

利润表 (单位: 百万元)					资产负债表 (单位: 百万元)				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	42368	52282	64046	78776	货币资金	29787	35814	44340	54651
营业成本	27686	34331	42158	51433	应收账款	10808	15900	20800	22789
毛利润	14682	17951	21888	27343	存货	56141	31790	59006	95411
销售费用	-891	-1027	-1005	-1005	其他流动资产	29336	52883	95843	119886
管理费用	-1853	-2137	-2091	-2091	流动资产合计	126071	136387	219989	292737
其他收入/支出	0	0	0	1	投资性房地产	14402	15843	17427	19170
折旧及摊销	-18	-19	-20	-21	递延所得税资产	503	503	503	503
应占合营、联营公司收益	5241	5583	4073	949	其他非流动资产	10781	66976	87409	105290
财务费用	-349	-431	-528	-649	非流动资产	25686	83322	105338	124962
税前利润	15219	18085	20254	22587	资产合计	151758	219709	325327	417699
所得税	-4566	-5425	-6076	-6776	短期借款	11820	52501	77080	98203
税后利润 (含少数股东)	9653	10659	12178	13812	应付款项	26445	45757	65875	92226
少数股东权益	-4117	-3889	-3986	-3703	预收款项	25549	21825	62328	82831
核心归母净利润	5536	6771	8192	10109	应付税款	4296	5566	7425	8076
派息	-1938	-2370	-2867	-3538	其他流动负债	36624	38438	86997	119584
当年留存收益	3598	4401	5325	6571	流动负债合计	79185	142262	237377	318089
					长期负债	26386	27927	35163	40951
					递延所得税负债	2884	2884	2884	2884
					非流动性负债	38303	38616	44195	49984
					负债合计	117487	180878	281573	368073
					股本	20292	20292	20292	20292
					少数股东权益	13367	160586	261281	347781
					股东权益合计	34270	38831	43754	49626
					负债及权益合计	151758	219709	325327	417699

  

现金流量表 (单位: 百万元)					主要财务指标				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	15219	18085	20254	22587	营业收入	42368	52282	64046	78776
折旧和摊销	-17	-18	-19	-20	营业收入增速	33.1%	23.4%	22.5%	23.0%
资本变动	422	643	1024	1750	核心归母净利润	5536	6771	8192	10109
经营活动净现金流	5596	11829	16297	18068	核心归母净利润增速	35.6%	22.3%	21.0%	23.4%
联营、合营公司投资	0	0	0	0	毛利率	34.7%	34.3%	34.2%	34.7%
投资活动净现金流	-19802	-6299	-7296	-8128	ROE	23.8%	21.7%	22.3%	22.6%
增加/减少贷款	19546	47315	31814	26912	EPS (基本)	0.72	0.87	1.06	1.30
融资活动现金流净额	7989	9927	10426	12524	市盈率	6.3	5.2	4.3	3.5

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**分析师承诺：**

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。