旭辉控股集团（0884.HK） 房地产开发/房地产

发布时间：2019-08-14

证券研究报告 / 公司点评报告

盈利能力获改善，多元化拿地方式逐步发力

买入

上次评级：买入

公司发布中期业绩公告，报告期内实现营收 200.63 亿元，同比增长 8.9%，股东应占核心净利润 28.7 亿元，同比增长 17.3%；毛利率 29.6%，同比增长 6 个百分点，核心净利率为 14.3%，同比增长 1 个百分点，利润率有明显提升；中期股息为 10 港分/股。

销售金额延续增长，签约回款率表现突出。2019 年上半年，公司实现销售金额 884.4 亿元，同比增长 34%；规模快速增长的同时，签约回款率达到 95%。从区域结构来看，长三角、环渤海、中西部、华南区域销售金额分别占比 51%、24%、18%、7%；城市能级来看，一线、二线、准二线城市销售金额占比分别为 21%、49%、20%。下半年公司可售货值达 2300 亿元，其中位于一二线+准二线城市的货值占比 89%，我们认为公司大概率将顺利完成全年 1900 亿元的销售目标。

四轮驱动多元化补仓，新增土储权益比例明显提升。2019 年前七个月，公司新增土储建筑面积 878 万平米，对应的权益对价为 324 亿元，新增货值 1370 亿元，平均土地成本仅为 4967 元/平米，地货比保持良好；新增土储权益比例为 74%，并表比 92%，均有明显提升。今年以来公司的拿地渠道表现出明显多元化，来自于公开市场、合作并购、旧改、商业勾地的比例分别为 61%、20%、17%、2%，与之相比，2018 年公司新增土地中 89%来自于公开市场，11%来自于合作并购。

杠杆水平表现依旧稳健。截止至 2019 年 6 月底，公司债务总额约 948 亿元，同比增长 21.7%；净负债率为 69.5%，考虑永续工具后净负债率为 81.7%，分别上升 2.3pct、0.2pct；一年内到期债务占比仅为 18%，现金短债比维持 3.3 倍；加权融资成本仅为 5.9%，较 2018 年上浮 0.1pct，债务结构、杠杆水平均保持行业优秀水平。

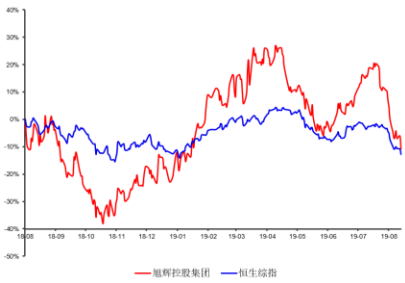
维持公司买入评级，预计 2019、20、21 年 EPS 分别为 0.94、1.19、1.47 元，对应的 PE 分别为 4.0、3.2、2.6 倍。

风险提示：项目结转不及预期，限购政策超预期收紧

财务摘要（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	31,824	42,368	52,769	70,090	88,594
(+/-)%	43.16%	33.13%	24.55%	32.83%	26.40%
归属母公司净利润	4,828	5,409	7,387	9,343	11,571
(+/-)%	71.97%	12.03%	36.57%	26.48%	23.85%
每股收益（元）	0.63	0.70	0.94	1.19	1.47
市盈率	6.00	5.42	4.04	3.19	2.58
市净率	1.37	1.15	0.97	0.88	0.80
净资产收益率(%)	22.83%	21.13%	24.14%	27.57%	31.09%
股息收益率(%)	5.00%	6.81%	8.67%	10.96%	13.58%
总股本（百万股）	7606	7756	7884	7884	7884

股票数据	2019/8/13
6 个月目标价（港币）	6.20
收盘价（港币）	4.22
12 个月区间（港币）	2.86-6.19
总市值（百万港币）	33271
总股本（百万股）	7884
A 股（百万股）	0
B 股/H 股（百万股）	0/7884
日均成交量（百万股）	21

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-25%	-13%	-3%
相对收益	-16%	-3%	8%

相关报告

《旭辉控股集团（0884.HK）：销售超额完成目标，融资成本保持低位》 2018-08-16

《旭辉控股集团（0884.HK）：融资优势明显，土地投资权益提升》 2018-08-16

证券分析师：高建
执业证书编号：S0550511020011

研究助理：张云凯
执业证书编号：S0550117090050

研究助理：沈路遥
执业证书编号：S0550118070032
021-20363213 shenly@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	43,328	53,100	54,645	53,689
交易性金融资产	705	776	815	896
应收款项	67,651	104,860	120,589	133,854
存货	94,376	122,739	146,475	168,509
其他流动资产	1,290	1,419	1,490	1,564
流动资产合计	207,351	282,894	324,014	358,511
权益性投资	15,210	21,294	26,618	33,272
其他长期投资	17,295	19,024	19,975	20,974
固定资产净值	134	141	148	155
其他长期投资	17,295	19,024	19,975	20,974
其他非流动资产	1,072	1,183	1,313	1,434
非流动资产合计	33,711	41,642	48,054	55,835
资产总计	241,061	324,552	372,068	414,347
短期借贷及长期借贷当期到期	13,396	15,406	16,946	18,641
应付款项及票据	10,306	11,476	11,576	12,155
应交税金	9,782	10,760	11,836	13,019
其他流动负债	89,785	134,678	159,201	182,497
流动负债合计	123,344	172,577	199,817	226,570
长期借贷	64,469	83,809	91,381	96,519
其他非流动负债	3,802	4,182	4,601	5,061
非流动负债合计	68,271	87,992	95,982	101,580
负债合计	191,615	260,569	295,799	328,150
归属于母公司股东权益合计	25,604	30,604	33,893	37,219
少数股东权益	23,842	33,379	42,282	48,883
负债和股东权益总计	241,061	324,552	372,068	414,347

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	42,368	52,769	70,090	88,594
营业成本	-31,755	-38,106	-50,654	-64,331
毛利	10,613	14,663	19,436	24,264
其他经营净收益	2,066	1,653	1,950	2,446
销售费用	-1,153	-1,372	-1,892	-2,392
管理费用	-2,122	-2,638	-3,505	-4,430
投资物业之公允价值变动	106	662	992	1,191
营业利润	11,686	15,425	19,643	24,160
财务费用	-369	-472	-604	-737
所得税	-4,199	-5,234	-6,664	-8,198
净利润（含少数股东权益）	7,118	9,720	12,375	15,225
净利润（不含少数股东权益）	5,409	7,387	9,343	11,571
其他综合收益-汇兑差额	0	0	0	0
综合收益总额	7,431	9,720	12,375	15,225
综合收益总额（母公司）	5,721	7,387	9,343	11,571
综合收益总额（少数股东）	1,709	2,333	3,032	3,654

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润（含少数股东权益）	7,118	9,720	12,375	15,225
净利润（不含少数股东权益）	5,409	7,387	9,343	11,571
营运资本变动	7,151	6,590	5,890	2,146
债务增加	30,626	21,350	9,112	6,833
支付的股利合计	2,001	2,585	3,270	4,050
现金及现金等价物净增加额	13,541	9,773	1,545	-957
现金及现金等价物期初余额	29,787	43,328	53,100	54,645
现金及现金等价物期末余额	43,328	53,100	54,645	53,689

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益（元）	0.70	0.94	1.19	1.47
每股净资产（元）	3.30	3.88	4.30	4.72
		0.00	0.00	
成长性指标				
营业收入增长率	33.13%	24.55%	32.83%	26.40%
净利润增长率	12.03%	36.57%	26.48%	23.85%
盈利能力指标				
毛利率	25.05%	27.79%	27.73%	27.39%
净利润率	12.77%	14.00%	13.33%	13.06%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	1.12	0.94	1.09	1.25
存货周转率（次）	0.46	0.35	0.38	0.41
偿债能力指标				
资产负债率	79.49%	80.29%	79.50%	79.20%
流动比率	1.68	1.64	1.62	1.58
速动比率	0.92	0.93	0.89	0.84
费用率指标				
销售费用率	2.72%	2.60%	2.70%	2.70%
管理费用率	5.01%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用率	0.87%	0.89%	0.86%	0.83%
分红指标				
分红比例	37.00%	35.00%	35.00%	35.00%
股息收益率	5.14%	8.67%	10.96%	13.58%
估值指标				
P/E（倍）	7.19	4.04	3.19	2.58
P/B（倍）	1.52	0.97	0.88	0.80
P/S（倍）	0.66	0.40	0.30	0.24
净资产收益率	21.13%	24.14%	27.57%	31.09%

资料来源：东北证券

分析师简介:

张云凯，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，三年半信托公司一线业务从业经验，2017年加入东北证券研究咨询分公司，现任房地产组组长。
沈路遥，同济大学土木工程专业学士、硕士，一年房地产开发行业从业经验，2018年加入东北证券证券研究咨询公司。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn