

买入 (维持)

00884.HK 旭辉控股

港股通 (沪、深)

目标价: 8.30 港元

现价: 5.66 港元

保持二线城市拿地力度

2020年10月18日

预期升幅: 47%

市场数据

日期	2020.10.16
收盘价(港元)	5.66
总股本(亿股)	82.20
总市值(亿港元)	465.25
净资产(亿元)	321.61
总资产(亿元)	3528.48
每股净资产(元)	3.95

数据来源: Wind

相关报告

《多元拓展土储, 业绩稳健增长》20200829
《销售增速快速回升》20200604
《保持增长, 优化结构》20200329
《优化当下布局, 着眼长期发展》20200120

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190118100175

事件:

- 据公告, 公司 2020 年 9 月实现合同销售金额和合同销售面积 260 亿元和 195 万平米, 分别同比增长 30% 和 76%。前三季度, 公司累计实现合同销售金额和面积 1544 亿元和 1020 万平米, 同比增长 13% 和 27%。

投资要点

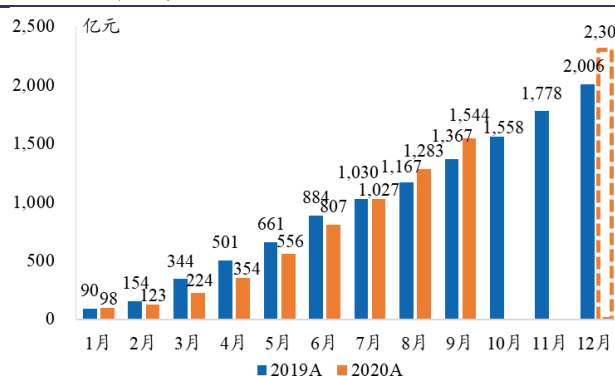
- **维持“买入”评级, 目标价 8.30 港元:** 8 月以来公司的销售增速显著提升, 全年 2300 亿销售目标完成难度不大。公司在保持财务稳健的基础上, 有序扩张土地储备, 积极布局二线城市。我们预计公司 2020/2021 年的营业收入为 731/921 亿元, 同比增长 33%/26%; 核心净利润为 82/100 亿元, 同比增长 18%/23%, 2020 全年核心净利润增速将较中期业绩有所修复。我们维持“买入”评级, 目标价 8.30 港元, 对应 2020/2021 年 PE 为 7/6 倍, 较现价还有 47% 的增长空间。
- **累计销售同比增速持续增长:** 8 月起公司累计销售增速转正, 9 月进一步扩大。2020 年 9 月公司实现销售金额和面积 260 亿元和 195 万平米, 分别同比增长 30% 和 76%。截至 9 月, 公司累计实现销售金额 1544 亿元和 1020 万平米, 分别同比增长 13% 和 27%, 较上月增长 3 和 6 个百分点。累计销售均价为 15134 元/平米, 同比下降 11%。8、9 月公司的销售完成度迅速提升, 截至 9 月, 公司的销售完成度为 67%, 已恢复至去年同期水平。
- **拿地权益比例超过 70%:** 2020 年 1 至 9 月, 公司共新增 44 个土地项目, 合计建筑面积为 811 万平米, 权益建筑面积为 592 万平米, 权益比例为 73%。累计新增土地款为 678 亿元, 占销售金额比例为 53%, 较 2019 年提升 12 个百分点, 平均土地成本为 8369 元/平米。
- **保持二线城市拿地力度:** 拿地上公司以长三角和中西部为主, 推进全国性布局, 长三角、环渤海、中西部和华南区域的新增 GFA 占比分别为 34%、19%、34%、13%。公司保持在一二线尤其是二线城市的拿地力度, 1 至 9 月合计在二线城市拿地 554 万平米, 占比达 68%; 总土地款为 424 亿元, 占比达 63%。

风险提示: 宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 人民币贬值。

报告正文

- **累计销售同比增速持续增长:** 8月起公司累计销售增速转正, 9月进一步扩大。2020年9月公司实现销售金额和面积260亿元和195万平方米, 分别同比增长30%和76%。截至9月, 公司累计实现销售金额1544亿元和1020万平方米, 分别同比增长13%和27%, 较上月增长3和6个百分点。累计销售均价为15134元/平米, 同比下降11%。8、9月公司的销售完成度迅速提升, 截至9月, 公司的销售完成度为67%, 已恢复至去年同期水平。

图1、累计销售金额



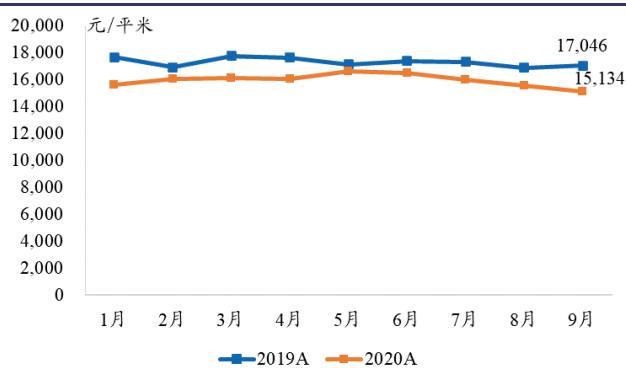
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、销售金额增速



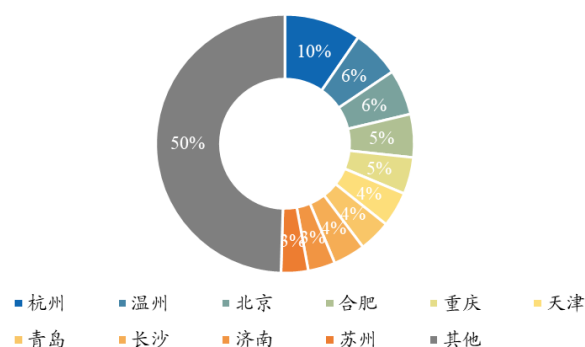
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、累计销售均价



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

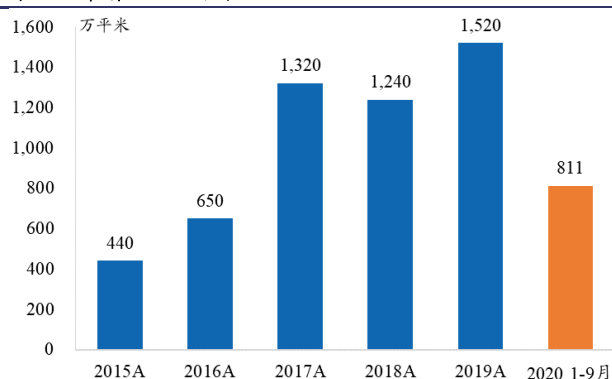
图4、销售金额城市分布



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

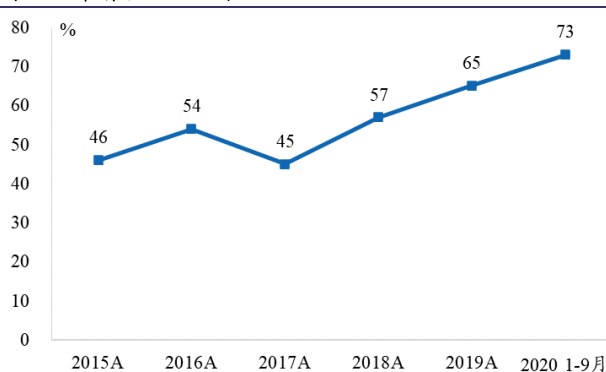
- **拿地权益比例超过70%:** 2020年1至9月, 公司共新增44个土地项目, 合计建筑面积为811万平方米, 权益建筑面积为592万平方米, 权益比例为73%。累计新增土地款为678亿元, 占销售金额比例为53%, 较2019年提升12个百分点, 平均土地成本为8369元/平米。

图5、新增土地储备



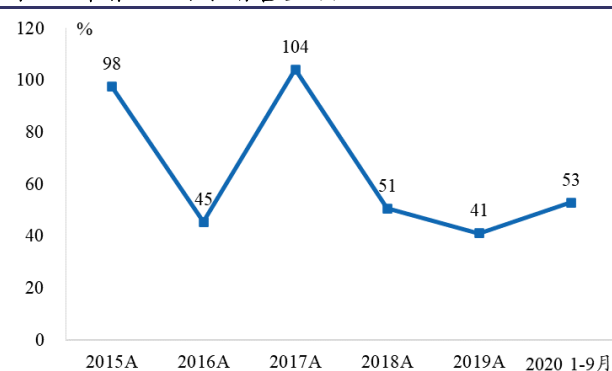
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、新增权益比例



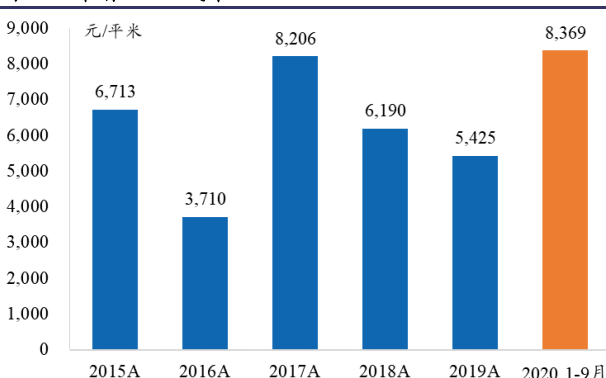
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、新增土地款/销售金额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、新增土地成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **保持二线城市拿地力度：**拿地上公司以长三角和中西部为主，推进全国性布局，长三角、环渤海、中西部和华南区域的新增 GFA 占比分别为 34%、19%、34%、13%。公司保持在一二线尤其是二线城市的拿地力度，1 至 9 月合计在二线城市拿地 554 万平方米，占比达 68%；总土地款为 424 亿元，占比达 63%。

表1、2020年1-9月拿地情况

区域	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	占地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	获取项目数量 (幅)
长三角	67%	273	34%	182	31%	149	44%	342	50%	196	46%	12,517	18
环渤海	66%	158	19%	104	18%	76	22%	115	17%	57	14%	7,303	9
中西部	84%	277	34%	232	39%	91	27%	120	18%	95	23%	4,321	11
华南	71%	103	13%	74	12%	26	8%	102	15%	74	18%	9,879	6
城市	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	占地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	获取项目数量 (幅)
一线	47%	85	10%	40	7%	32	9%	160	24%	74	18%	18,760	6
二线	77%	554	68%	426	72%	234	69%	424	63%	283	67%	7,660	28
强三线	69%	50	6%	34	6%	27	8%	60	9%	40	9%	11,966	5
其他	76%	122	15%	92	16%	49	14%	35	5%	25	6%	2,853	5
时间	权益	GFA (万平方米)	%	权益 GFA (万平方米)	%	占地面积 (万平方米)	%	土地款 (亿元)	%	权益土地款 (亿元)	%	楼面地价 (元/平方米)	获取项目数量 (幅)
1月	100%	23	3%	23	4%	8	2%	13	2%	13	3%	5,720	2
2月	75%	121	15%	90	15%	37	11%	71	10%	53	12%	5,891	7
3月	50%	16	2%	8	1%	6	2%	21	3%	11	3%	12,975	1

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

4月	84%	117	14%	98	17%	73	21%	55	8%	37	9%	4,678	6
5月	66%	104	13%	69	12%	55	16%	126	19%	78	18%	12,067	7
6月	57%	83	10%	47	8%	29	9%	74	11%	53	13%	8,942	4
7月	69%	164	20%	112	19%	60	18%	171	25%	90	21%	10,425	8
8月	84%	125	15%	105	18%	49	14%	102	15%	60	14%	8,132	5
9月	67%	57	7%	38	6%	25	7%	46	7%	28	7%	7,962	2
合计	73%	811		592		342		678		422		8,369	44

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”评级，目标价 8.30 港元：**8月以来公司的销售增速显著提升，全年2300亿销售目标完成难度不大。公司在保持财务稳健的基础上，有序扩张土地储备，积极布局二线城市。我们预计公司2020/2021年的营业收入为731/921亿元，同比增长33%/26%；核心净利润为82/100亿元，同比增长18%/23%，2020全年核心净利润增速将较中期业绩有所修复。我们维持“买入”评级，目标价8.30港元，对应2020/2021年PE为7/6倍，较现价还有47%的增长空间。
- **风险提示：**宏观经济增长放缓；行业调控政策加严；流动性收紧；公司销售不及预期；人民币贬值。

表2、行业估值表(截至20201016)

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A		
0081.HK	中海宏洋	4.95	169	0.97	1.23	1.53	4.6	3.6	2.9	0.7	5.2	18.0
0123.HK	越秀地产	1.55	240	0.24	0.31	0.38	5.7	4.5	3.7	0.6	6.6	9.3
0337.HK	绿地香港	2.60	73	0.89	1.07	1.28	2.6	2.2	1.8	0.5	9.6	20.2
0604.HK	深圳控股	2.41	214	0.48	0.57	0.68	4.6	3.8	3.2	0.5	7.5	9.4
0688.HK	中国海外	19.58	2145	3.80	4.00	4.40	4.6	4.4	4.0	0.7	5.2	15.6
0813.HK	世茂集团	30.30	1089	3.18	3.72	4.53	8.6	7.3	6.0	1.4	4.8	17.4
0817.HK	中国金茂	4.15	528	0.53	0.58	0.69	7.0	6.5	5.4	1.2	5.5	17.2
0884.HK	旭辉控股	5.66	465	0.82	1.03	1.27	6.2	4.9	4.0	1.3	6.7	23.1
0960.HK	龙湖集团	42.25	2536	2.66	3.18	3.75	14.3	12.0	10.1	2.5	3.1	20.9
1030.HK	新城发展	6.50	404	1.32	1.52	1.75	4.4	3.9	3.4	1.3	5.2	35.4
1109.HK	华润置地	35.80	2553	3.11	3.39	3.80	10.4	9.5	8.5	1.3	3.3	18.4
1233.HK	时代中国	10.74	209	2.87	3.27	3.98	3.4	3.0	2.4	1.1	8.6	28.9
1238.HK	宝龙地产	5.71	237	0.67	0.87	1.15	7.7	5.9	4.5	0.7	7.0	13.7
1628.HK	禹洲集团	3.07	170	0.71	0.81	0.95	3.9	3.4	2.9	0.7	13.0	17.0
1777.HK	花样年控股	1.51	87	0.15	0.17	0.20	9.0	8.2	6.8	0.6	3.6	6.5
1813.HK	合景泰富	10.42	331	3.09	2.20	2.69	3.0	4.3	3.5	0.8	7.8	30.4
1908.HK	建发国际	13.68	161	1.99	2.78	3.70	6.2	4.4	3.3	2.3	6.0	25.7
1918.HK	融创中国	29.15	1359	5.99	6.62	7.75	4.4	4.0	3.4	1.3	4.6	37.2
1966.HK	中骏集团	3.57	151	0.85	0.95	1.11	3.8	3.4	2.9	0.7	6.7	21.2
2007.HK	碧桂园	9.62	2120	1.88	1.97	2.21	4.6	4.4	3.9	1.2	6.5	28.9
2772.HK	中梁控股	4.99	179	1.17	1.29	1.58	3.8	3.5	2.8	1.8	9.6	67.8
2777.HK	富力地产	9.74	365	3.00	2.77	3.04	2.9	3.2	2.9	0.4	14.4	13.3
3301.HK	融信中国	5.96	101	1.87	1.44	1.84	2.9	3.7	2.9	0.6	10.1	21.6
3377.HK	远洋集团	1.59	121	0.35	0.39	0.44	4.1	3.7	3.2	0.2	8.6	5.4
3380.HK	龙光集团	12.12	669	1.83	2.19	2.65	6.0	5.0	4.1	1.6	6.8	35.5
3383.HK	雅居乐集团	10.64	417	1.94	2.08	2.32	4.9	4.6	4.1	0.8	9.4	17.5
3883.HK	中国奥园	7.79	211	1.56	2.20	2.71	4.5	3.2	2.6	1.2	7.7	31.2
3900.HK	绿城中国	13.80	344	0.55	0.63	0.76	22.6	19.6	16.4	1.0	2.4	9.0
3990.HK	美的置业	18.08	222	3.61	4.15	4.98	4.5	3.9	3.3	1.0	8.8	24.0
6158.HK	正荣地产	4.56	199	0.59	0.68	0.81	7.0	6.0	5.0	1.1	2.2	16.8
	平均						6.1	5.3	4.5	1.0	6.9	21.9

资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 粗体部分为兴业证券预测, 其余为 Wind 一致预测

附表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	280,101	297,468	343,899	388,722
货币资金	57,253	63,275	68,634	74,182
存货	130,756	146,267	184,642	221,412
应收账款	24,192	20,025	22,721	25,227
其他流动资产	67,901	67,901	67,901	67,901
非流动资产	42,598	42,604	42,608	42,611
物业、厂房及设备	131	137	141	145
投资物业	17,635	17,635	17,635	17,635
于联营公司的权益	8,266	8,266	8,266	8,266
于合营公司的权益	12,872	12,872	12,872	12,872
其他非流动资产	1,947	1,947	1,947	1,947
递延税项资产	1,747	1,747	1,747	1,747
资产总计	322,700	340,072	386,507	431,334
流动负债	169,756	172,667	202,805	229,064
短期借款	21,138	23,638	26,138	28,638
应付账款	39,083	36,190	55,202	69,042
合约负债	54,196	57,500	66,125	76,044
其他流动负债	55,339	55,339	55,339	55,339
非流动负债	85,728	91,728	97,728	103,728
长期借款	82,560	88,560	94,560	100,560
租赁负债	59	59	59	59
递延所得税负债	3,109	3,109	3,109	3,109
负债合计	255,484	264,395	300,533	332,791
股本	640	640	640	640
储备	29,526	34,823	41,330	49,299
永久资本工具	3,884	3,884	3,884	3,884
少数股东权益	33,167	36,331	40,121	44,719
总权益	67,216	75,677	85,974	98,542
负债及权益合计	322,700	340,072	386,507	431,334

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	13,556	16,965	20,621	25,119
折旧和摊销	36	39	41	42
公允价值变动损失	198	0	0	0
财务费用	648	699	737	774
所得税开支	5,056	5,429	6,599	8,038
营运资金的变动	-16,400	-10,934	-13,434	-15,516
经营活动产生现金流量	-12,025	505	471	1,416
投资活动产生现金流量	-18,636	738	812	882
融资活动产生现金流量	44,561	4,778	4,076	3,250
现金净变动	13,899	6,022	5,359	5,548
现金的期初余额	43,328	57,253	63,275	68,634
现金的期末余额	57,253	63,275	68,634	74,182

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	54,766	73,092	92,147	115,097
营业成本	41,012	55,039	69,479	86,898
其它收益	1,424	1,901	2,396	2,993
销售费用	1,739	2,339	3,041	3,798
管理费用	2,909	3,874	4,976	6,215
营业利润	10,530	13,742	17,048	21,179
财务费用	728	689	730	792
其它经营开支	3,556	3,912	4,303	4,733
公允价值变动	198	0	0	0
税前盈利	13,556	16,965	20,621	25,119
所得税	4,515	5,429	6,599	8,038
税后盈利	9,041	11,536	14,022	17,081
少数股东损益	2,382	3,164	3,790	4,598
归母核心净利润	6,903	8,150	10,010	12,261
核心 EPS(元)	0.88	1.03	1.27	1.55

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.3	33.5	26.1	24.9
营业利润增长率	12.0	30.5	24.1	24.2
核心净利润增长	24.7	18.1	22.8	22.5
盈利能力(%)				
毛利率	25.1	24.7	24.6	24.5
净利率	11.8	11.2	10.9	10.7
ROE	23.1	24.8	25.9	26.7
偿债能力				
净资产负债率	68.5	64.6	60.6	55.8
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.7
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.7
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3
应收帐款周转率	2.3	3.7	4.1	4.6
每股资料(元)				
每股收益	0.8	1.0	1.3	1.6
每股净资产	3.82	4.49	5.31	6.32
估值比率(倍)				
PE	7.3	6.2	4.9	4.0
PB	1.3	1.1	1.0	0.8

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。