



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-12-09

公司点评报告

买入/维持

旭辉控股 (00884)

目标价: 7.368 港元

今收盘: 6.140 港元

房地产

旭辉控股 11 月数据点评

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7891/7891
总市值/流通(百万元)	484/484
12 个月最高/最低(元)	6.31/2.99

证券分析师: 徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519080001

销售增长突飞猛进, 预计超额完成全年目标。11 月, 公司单月销售金额 220 亿元, 环比增长 15.7%, 同比大幅增长 69%, 增速可观。2019 年前 11 月累计实现合同销售 1778 亿元, 同比增长 36%, 已完成全年销售目标 1,900 亿的约 94%, 预期能超额达成全年销售目标。

11 月单月实现销售面积 146.6 万平方米, 环比增长 21.6%、同比增长 91.8%, 前 11 月公司累计销售面积 1069.37 万平方米, 同比增长 30.7%; 公司 11 月销售均价为 15000 元/平方米, 较上月相比每平米下降 800 元, 环比下降 5.1%, 同比下降 11.7%, 主要是受当月销售结构影响, 前 11 月累计销售均价 16600 元/平方米, 同比增长 3.8%。

积极布局一二线, 拿地成本维持低位。11 月共拿 5 幅地块, 分布在惠州、石家庄、深圳、青岛和宁波, 主要聚焦于一二线城市。累计建面 115.5 万平方米, 环比上升 54.4%; 拿地总金额 55.7 亿元, 环比上升 22.3%; 平均拿地成本 4822 元/平方米, 低于 1-11 月平均拿地成本。总体拿地积极, 成本维持低位。公司拿地方式多样, 招拍挂, 旧改, 产业勾地, 收并购等多种方式均有涉及。同时其中大湾区项目以合作开发加旧改模式进行拿地, 已经在 8 个城市拿下 30 多个项目。

1-11 月累计拿地 1241.5 万平方米, 拿地总价 611.5 亿元, 平均楼面价 4925 元/平方米, 同比下降 20.4%。公司拿地与销售面积比为 1.16 倍, 以低成本积极扩充一二线核心区域优质土储, 后续发展势头强劲。

土储结构优化, 权益比例提升。目前公司库存与可售布局集中在长三角、中西部, 环渤海等城市群, 一线城市将会成为旭辉运作商业的主要战场。

随着一线城市的政府管控力度加大、拿地成本提高和增量房市场的停滞, 旭辉未来将改变其“聚焦一二线”的投资战略布局, 转向二线与强三线城市, 优化土地储备结构, 提高利润率。

提升权益比例是旭辉未来发展的另一个聚焦点, 1-11 月新增土储中, 旭辉的平均权益占比达到了 71.1%, 这同时也为以后销售权益占比的提升创造了条件。同时为了控制拿地成本, 公司在旧改项目上也有加大力度布局的趋势。

融资成本领先行业, 负债处于合理水平。负债稳中有降, 融资成本优势显著。公司于 3 月 28 日发行 2.55 亿美元于 2024 年到期的优先票据, 利率为 6.55%, 7 月 16 日, 公司发行 16 亿元 2022 年到期优先票据, 利率为 6.70%。11 月 8 日, 公司发行 4 亿美元于 2024 年到期的优先票据, 利率为 6.45%。公司加权平均融资成本在 5.9% 左右, 远优于行业平均水平。截至 2019 年 6 月 30 日, 旭辉集团手头现金充裕达人民币 543 亿元, 净负债率约为 69.5%, 较 2018 年 12 月 31 日增长了 2.3%, 但同比下降了 2.5%。整体而言, 公司负债处于合理水平, 现金压力不大。

■ 盈利预测和财务指标:

财务数据与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	31,824.29	42,367.65	58,536.17	79,402.08	108,704.87
增长率(%)	43.19	33.13	38.16	35.65	36.90
EBITDA(百万元)	10,338.29	11,747.13	14,202.01	17,758.51	22,858.95
归属母公司净利润	4,828.11	5,408.99	6,543.79	8,080.07	10,463.89
增长率(%)	71.97	12.03	20.98	23.48	29.50
EPS(元/股)	0.64	0.70	0.84	1.02	1.33
市盈率(P/E)	5.89	5.38	3.56	2.94	2.27
市净率(P/B)	1.36	1.14	0.80	0.64	0.50
市销率(P/S)	0.89	0.69	0.40	0.30	0.22
EV/EBITDA	3.02	5.04	5.02	4.87	4.48

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

（一）销售增长突飞猛进，预计超额完成全年目标。

11月，公司单月销售金额220亿元，环比增长15.7%，同比大幅增长69%，增速可观。2019年前11月累计实现合同销售1778亿元，同比增长36%，已完成全年销售目标1,900亿的约94%，预期能超额达成全年销售目标；

11月单月实现销售面积146.6万平方米，环比增长21.6%、同比增长91.8%，前11月公司累计销售面积1069.37万平方米，同比增长30.7%；公司11月销售均价为15000元/平方米，较上月相比每平方米下降800元，环比下降5.1%，同比下降11.7%，主要是受当月销售结构影响，前11月累计销售均价16600元/平方米，同比增长3.8%。

（二）积极布局一二线，拿地成本维持低位。

11月共拿5幅地块，分布在惠州、石家庄、深圳、青岛和宁波，主要聚焦于一二线城市。累计建面115.5万平方米，环比上升54.4%；拿地总金额55.7亿元，环比上升22.3%；平均拿地成本4822元/平方米，低于1-11月平均拿地成本。总体拿地积极，成本维持低位。公司拿地方式多样，招拍挂，旧改，产业勾地，收并购等多种方式均有涉及。同时其中大湾区项目以合作开发加旧改模式进行拿地，已经在8个城市拿下30多个项目。

1-11月累计拿地1241.5万平方米，拿地总价611.5亿元，平均楼面价4925元/平方米，同比下降20.4%。公司拿地与销售面积比为1.16倍，以低成本积极扩充一二线核心区域优质土储，后续发展势头强劲。

（三）土储结构优化，权益比例提升。

目前公司库存与可售布局集中在长三角、中西部，环渤海等城市群，一线城市将会成为旭辉运作商业的主要战场。

随着一线城市的政府管控力度加大、拿地成本提高和增量房市场的停滞，旭辉未来将改变其“聚焦一二线”的投资战略布局，转向二线与强三线城市，优化土地储备结构，提高利润率。

提升权益比例是旭辉未来发展的另一个聚焦点，1-11月新增土储中，旭辉的平均权益占比达到了71.1%，这同时也为以后销售权益占比的提升创造了条件。同时为了控制拿地成本，公司在旧改项目上也有加大力度布局的趋势。

（四）融资成本领先行业，负债处于合理水平。

负债稳中有降，融资成本优势显著。公司于3月28日发行2.55亿美元于2024年到期的优先票据，利率为6.55%，7月16日，公司发行16亿元2022年到期优先票据，利率为6.70%。11月8日，公司发行4亿美元于2024年到期的优先票据，利率为6.45%。公司加权平均融资成本在5.9%左右，远优于行业平均水平。截至2019年6月30日，旭辉集团手头现金充裕达人民币543亿元，净负债率约为69.5%，较2018年12月31日增长了2.3%，但同比下降了2.5%。整体而言，公司负债处于合理水平，现金压力不大。

（五）投资建议

公司销售增长突飞猛进，预计超额完成全年目标；拿地成本控制在低位，且重点聚焦一二线核心城市，优化土地储备结构，提高利润率；新增土储权益比率提升，为以后销售权益占比提升创造条件；负债稳中有降，融资成本优势显著。我们预计公司19-21年EPS分别为0.84，1.02和1.33元，对应PE为3.56X，2.94X和2.27X，目标价7.368港元，维持公司“买入”评级。

（六）风险提示

政策调控超预期，公司销售不及预期。

资产负债表 (百万)						现金流量表 (百万)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	29,787	43,328	48,883	52,400	56,550	净利润	4,828	5,409	6,544	8,080	10,464
应收账款	637	645	914	1,104	1,435	折旧摊销	17	31	18	20	22
交易性金融资产	521	705	846	1,016	1,219	财务费用	161	232	350	442	580
存货	43,732	94,376	109,117	146,004	199,838	少数股东损益	1,320	1,709	2,068	2,553	3,307
其他	51,395	68,296	94,214	119,253	142,696	营运资金变动	-20,463	-34,227	-8,771	-21,057	-24,546
流动资产合计	126,071	207,351	253,975	319,777	401,737	经营性应收项目的减	678	-9	-269	-190	-331
权益性投资	8,626	15,210	16,731	18,404	20,245	经营性应付项目的增	0	0	1,950	1,625	2,201
金融资产投资	15,024	17,295	19,024	20,927	23,019	存货的减少	-15,648	-50,644	-14,741	-36,888	-53,834
固定资产合计	85	134	146	156	164	其它	-5,493	16,427	4,288	14,395	27,418
无形资产	0	0	0	0	0	经营活动现金流	5,596	-32,517	413	-9,695	-9,830
商誉	0	0	0	0	0	交易性金融资产的减	-168	-184	-141	-169	-203
递延所得税资产	0	0	0	0	0	金融性投资的减少	-8,407	-2,270	-1,729	-1,902	-2,093
其他非流动资产	1,951	1,072	1,557	1,727	1,864	权益性投资的减少	213	-6,584	-1,521	-1,673	-1,840
非流动资产合计	25,686	33,711	37,458	41,214	45,291	固定资本投资	0.00	0.00	-30.00	-30.00	-30.00
资产总计	151,758	241,061	291,433	360,991	447,028	无形资产投资	0.00	0.00	-0.10	-0.10	-0.10
短期借款及长期借款	11,820	13,396	15,490	17,784	20,980	投资活动现金流	-19,802	-9,038	-3,422	-3,775	-4,166
应付账款	4,739	10,306	12,256	13,881	16,082	债权融资	17,848	30,626	12,198	17,695	19,069
应交税费	4,296	9,782	9,782	9,782	9,782	股权融资	69	14	0	0	0
其他流动负债	58,329	89,860	119,130	156,905	205,330	其他	5,772	-369	-554	-708	-923
流动负债合计	79,185	123,344	156,658	198,352	252,174	筹资活动现金流	23,689	30,272	11,643	16,987	18,146
长期借款	35,419	64,469	74,573	89,973	105,847	汇率变动影响	0	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0	0	现金净增加额	9,484	-11,284	8,635	3,517	4,149
其他非流动负债	2,884	3,802	5,224	7,053	9,625						
非流动负债合计	38,303	68,271	79,796	97,027	115,472						
负债合计	117,487	191,615	236,455	295,379	367,646	成长能力					
少数股东权益	13,367	23,842	25,910	28,463	31,770	营业收入	43.19%	33.13%	38.16%	35.65%	36.90%
股本	612	626	626	626	626	营业利润	107.60%	12.71%	20.43%	24.95%	28.67%
资本公积	2,739	3,080	3,080	3,080	3,080	归属于母公司净利润	71.97%	12.03%	20.98%	23.48%	29.50%
留存收益	15,707	18,956	25,500	33,580	44,044	获利能力					
其他	1,845	2,942	2,942	2,942	2,942	毛利率	27.09%	25.05%	24.25%	24.35%	24.30%
股东权益合计	34,270	49,446	54,978	65,612	79,382	净利率	15.17%	12.77%	11.18%	10.18%	9.63%
负债和股东权益总计	151,758	241,061	291,433	360,991	447,028	ROE	17.94%	14.40%	15.66%	16.21%	17.35%
						ROIC	26.31%	14.92%	10.90%	14.38%	14.38%
						偿债能力					
						资产负债率	77.42%	79.49%	81.14%	81.82%	82.24%
						净负债率	35.07%	54.44%	117.99%	143.25%	165.11%
						流动比率	1.59	1.68	1.62	1.61	1.59
						速动比率	1.04	0.92	0.92	0.88	0.80
						营运能力					
						应收账款周转率	32.61	66.09	75.06	78.68	85.63
						存货周转率	0.89	0.61	0.58	0.62	0.63
						总资产周转率	0.26	0.22	0.22	0.24	0.27
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.64	0.70	0.84	1.02	1.33
						每股经营现金流	0.74	-4.20	0.05	-1.23	-1.25
						每股净资产	2.76	3.31	3.75	4.71	6.03
						估值比率					
						市盈率	5.89	5.38	3.56	2.94	2.27
						市净率	1.36	1.14	0.80	0.64	0.50
						EV/EBITDA	3.02	5.04	5.02	4.87	4.48
						EV/EBIT	3.03	5.05	5.02	4.87	4.49

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。