

中信证券研究部


陈聪
 首席基地产业
 分析师
 S1010510120047



张全国
 地产分析师
 S1010517050001



联系人: **李金哲**

核心观点

我们认为，旭辉对永升的并表关键影响并不在于财务，而在于产业协同。这种协同，即开发企业大规模承担房屋交付之后的维修养护责任，避免小区走向老旧化，并不是短期推高物业管理平台业绩的技巧，而是解决客户痛点，提升整个社会居住品质，实现物业管理和开发业务双赢的产业趋势。

■ **事项：**5月29日，公司向林氏家族收购5%永升生活服务股票，总对价港币7.83亿元，对应永升每股股价10.19港元，公司对永升的持股比例达到26.48%。同时，由于林氏家族将23.64%的股份投票权委托给公司，公司持有永升50.12%的投票权，将永升并表。5月31日，公司将短期去化存在难度的香港项目出售给林氏家族，总对价18亿港元。另外，公司在前5月完成销售合同金额556亿元，合同面积334万平米。5月单月实现销售金额同比增长27%，在业内位于前列。

■ **降低融资成本，为精耕细作奠定资金基础。**公司在5月27日发行公司债，利率最低达到3.8% (3+2)。债券公告拟偿还回售或到期公司债历史利率为5.2%-5.96%。在行业资金成本缓慢下行背景下，公司凭借稳定历史记录，在资金成本方面领先同行。较低的资金成本，也为公司精耕细作打下基础。房价相对稳定环境下，只有较低资金成本的企业，才能透过深耕，保证高于同行水平的利润水平，才能应对更剧烈的市场波动。

■ **并表永升，长期而言可能为厘清开发和物管权责边界奠定基础，交付更高质量的居住空间和服务。**房住不炒意味着消费者更重视房屋品质，而房屋品质不仅仅包括外立面和户型，更包括持久如新的小区环境，安全可靠的楼宇设施和有满意度的社区服务。历史来看，房修和运维责任常常交给物业管理公司，实际上物管公司却没有足够的财力去全面承担责任。从商业逻辑上说，妥善履行房修责任，超越法律要求限度照料存量业主，对公司长期品牌形象打造，提升公司产品溢价，有极大的好处。产品溢价和资金成本优势，是中长期地产企业持续为股东贡献稳定利润的最可靠来源（不再是周转速度和资源增值）。客观上说，开发企业持续投入房修运维，也会有助于物业管理满意度的提升，并可能推动物管平台将社区运维标准推向第三方项目，以品牌力量要求第三方开发企业承担更多房修责任。我们认为，旭辉对永升的并表，关键影响并不在于财务，而在于产业协同。这种协同，是开发企业大规模承担房屋交付之后的维修养护责任，避免小区走向老旧化。这并不是推高物业管理平台业绩的技巧，而是解决客户痛点，厘清商业权责，提升社会居住品质，实现物业管理和开发业务双赢的产业趋势。旭辉不断投入资金改造存量小区，并在5月推出点亮行动，即对存量小区社区大门，归家干道，单元大堂，地下车库出资更新，提升老社区品质。我们认为这一趋势将被社会公众认可，被业界仿效。

■ **位处强势区域，受益市场复苏，盘活存量资产。**公司从长三角起步，2019年有48%的合约销售来自于长三角，2020年3800亿货值有36%位于环沪、浙江和江苏，十分受益于当前长三角区域良好的去化环境。而公司盘活香港项目，进一步减少了由于复杂的国际情势带来的资产去化不确定性，在获得少量利润贡献的同时，补充了充裕运营资金。

■ **风险提示：**当前土地市场缺乏系统性拿地机会的风险。

■ **长期主义的回报：白银时代的黄金机遇。**房地产开发的黄金时代已经结束，商品房总销售额增长空间不大。受限价影响，土地资源增值空间有限，加杠杆本身不足以成就良性商业模型。但与此同时，消费者对于住房空间的长期运维要求提升，这种要求和开发环节中开发企业的长期义务履行，存量社区养护水平都密切相关。此外，长期稳健的信用记录所奠定的资金成本优势，也成为企业盈利能力的来源。总体而言，行业从追求拿地红利和周转红利，转而追求品质红利和信用红利。我们相信，公司对存量社区运维不计短期回报的资金投入，终究对股东是有利的。因为公司盘活存量，并表永升，且销售表现良好，我们小幅上调公司2020-22年核心EPS预测到1.09/1.31/1.57元/股（原预测1.02/1.24/1.49元/股），参考可比公司，给予公司2020年8倍PE的目标价，对应9.54港元。鉴于公司在更新改造存量社区方面的努力，物业和开发业务的协同推进，我们对公司投资价值判断更趋乐观，维持公司“买入”的投资评级。

旭辉控股集团	00884.HK
评级	买入 (维持)
当前价	6.28 港元
目标价	9.54 港元
总股本	7,914 百万股
港股流通股	7,914 百万股
52周最高/最低价	6.84/4.18 港元
近1月绝对涨幅	6.62%
近6月绝对涨幅	5.02%
近12月绝对涨幅	36.84%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	44,434	56,190	75,441	91,006	109,779
营业收入增长率	36.2%	26.5%	34.3%	20.6%	20.6%
净利润(百万元)	5,409	6,437	8,823	10,588	12,634
净利润增长率	12.0%	19.0%	37.1%	20.0%	19.3%
归母核心净利润	5,536	6,903	8,643	10,371	12,386
归母核心净利增长率	35.6%	24.7%	25.2%	20.0%	19.4%
每股核心收益 EPS	0.70	0.87	1.09	1.31	1.57
毛利率%	28.5%	27.0%	27.0%	26.6%	26.1%
净资产收益率 ROE%	18.3%	18.9%	21.9%	22.0%	22.1%
每股净资产	3.7	4.3	5.1	6.1	7.2
PE (核心)	7.6	6.4	5.4	4.5	3.7
PB	1.4	1.3	1.2	1.0	0.8

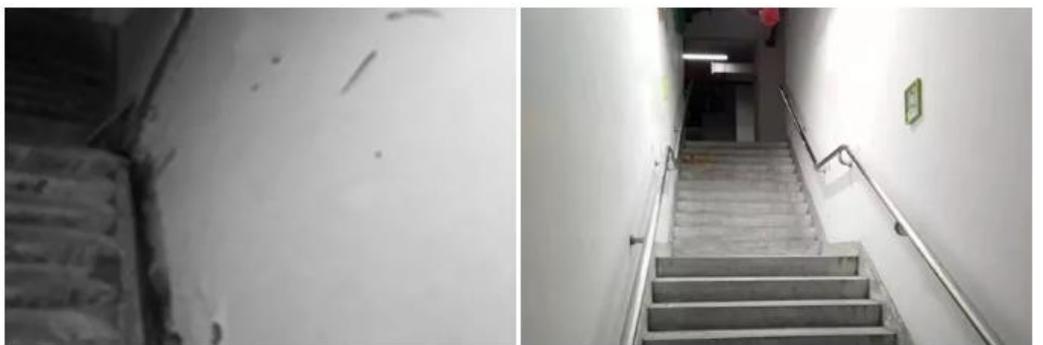
资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2020 年 6 月 3 日收盘价

图 1: 依云湾-非机动车车库通道改造



资料来源: 旭辉上海微信公众号, 中信证券研究部

图 2: 百合苑-楼道扶手改造



资料来源: 旭辉上海微信公众号, 中信证券研究部

图 3：华庭-儿童乐园改造



资料来源：旭辉上海微信公众号，中信证券研究部

图 4：铂悦西郊-绿化取水口改造



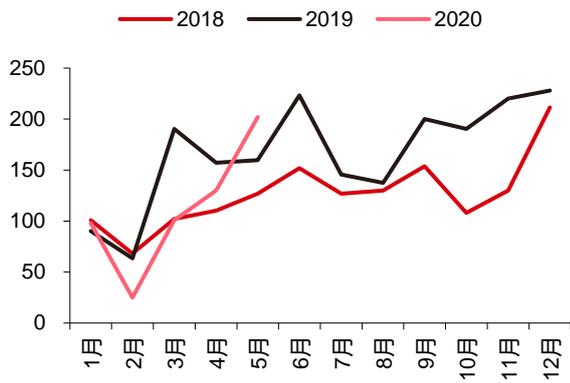
资料来源：旭辉上海微信公众号，中信证券研究部

图 5：上坤旭辉墅-水景改造



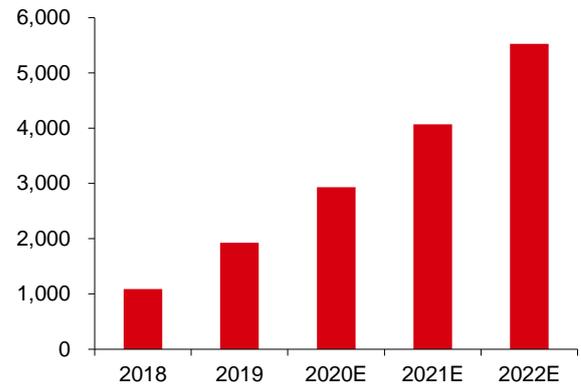
资料来源：旭辉上海微信公众号，中信证券研究部

图 6: 公司各月销售金额 单位: 亿元



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 永升生活服务收入及预测 单位: 百万元



资料来源: 公司公告, Wind, 中信证券研究部预测

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	44,434	56,190	75,441	91,006	109,779
营业成本	-31,755	-41,012	-55,056	-66,829	-81,090
毛利率	28.53%	27.01%	27.02%	26.57%	26.13%
营业税金及附加	-1,153	-1,739	-2,051	-2,300	-2,563
销售费用	2.60%	3.10%	2.72%	2.53%	2.34%
营业费用率	-2,122	-2,909	-3,790	-4,562	-5,621
管理费用	4.78%	5.18%	5.02%	5.01%	5.12%
管理费用率	-369	-728	-690	-623	-611
财务费用	0.83%	1.30%	0.92%	0.69%	0.56%
财务费用率	2,175	3,556	4,623	5,548	6,657
投资收益	11,317	13,556	18,734	22,548	26,907
营业利润	25.47%	24.13%	24.83%	24.78%	24.51%
营业利润率	0	0	0	0	0
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	11,317	13,556	18,734	22,548	26,907
利润总额	-4,199	-4,515	-6,165	-7,465	-8,908
所得税	-37.10%	-33.31%	-32.91%	-33.11%	-33.11%
所得税率	1,709	2,604	3,746	4,495	5,364
少数股东损益	5,409	6,437	8,823	10,588	12,634
归属于母公司股东的净利润	5,536	6,903	8,643	10,371	12,386
净利率	12.17%	11.46%	11.70%	11.63%	11.51%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	44,618	57,642	66,487	80,355	97,095
存货	94,376	130,756	143,146	153,707	178,397
应收账款	65,905	88,241	96,036	107,139	118,672
其他流动资产	2,452	3,463	3,463	3,463	3,463
流动资产	207,351	280,101	309,131	344,664	397,627
固定资产	134	253	458	639	796
长期股权投资	14,291	21,138	23,138	25,138	27,138
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	19,286	21,207	22,207	23,207	24,207
非流动资产	33,711	42,598	45,803	48,984	52,141
资产总计	241,061	322,700	354,935	393,648	449,768
短期借款	3,646	4,007	4,750	5,031	6,796
应付账款	57,978	84,702	93,595	106,926	121,635
其他流动负债	61,719	81,048	100,671	117,475	137,659
流动负债	123,344	169,756	199,016	229,432	266,089
长期借款	64,469	82,560	75,560	71,560	76,560
其他长期负债	3,802	3,168	3,168	3,168	3,168
非流动性负债	68,271	85,728	78,728	74,728	79,728
负债合计	191,615	255,484	277,744	304,159	345,817
股本及储备	25,604	30,165	36,395	44,197	53,295
资本公积	3,884	3,884	3,884	3,884	3,884
归属于母公司所有者权益合计	29,488	34,049	40,278	48,080	57,179
少数股东权益	19,959	33,167	36,913	41,408	46,772
股东权益合计	49,446	67,216	77,191	89,488	103,951
负债股东权益总计	241,061	322,700	354,935	393,648	449,768

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	11,317	13,556	18,734	22,548	26,907
所得税支出	-4,199	-4,515	-6,165	-7,465	-8,908
折旧和摊销	31	46	48	72	96
营运资金的变化	-6,401	4,387	8,332	8,471	-1,331
其他经营现金流	-3,586	-3,515	-4,190	-5,233	-6,401
经营现金流合计	-2,838	9,959	16,759	18,393	10,362
资本支出	-46	-135	-253	-253	-253
投资收益	2,175	3,556	4,623	5,548	6,657
其他投资现金流	-17,207	-17,239	-2,743	-2,691	-2,645
投资现金流合计	-15,078	-13,817	1,627	2,603	3,759
发行股票	175	0	95	126	64
负债变化	24,592	18,231	-6,257	-3,719	6,765
股息支出	-1,473	-2,047	-2,688	-2,912	-3,600
其他融资现金流	7,752	699	-690	-623	-611
融资现金流合计	31,047	16,883	-9,541	-7,128	2,619
现金及现金等价物净增加额	13,131	13,024	8,845	13,868	16,740

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	36.2%	26.5%	34.3%	20.6%	20.6%
营业利润增长率	12.7%	19.8%	38.2%	20.4%	19.3%
净利润增长率	12.0%	19.0%	37.1%	20.0%	19.3%
毛利率	28.5%	27.0%	27.0%	26.6%	26.1%
EBITDA Margin	2.0%	2.2%	2.7%	2.8%	2.9%
净利率	12.2%	11.5%	11.7%	11.6%	11.5%
净资产收益率	18.3%	18.9%	21.9%	22.0%	22.1%
总资产收益率	2.2%	2.0%	2.5%	2.7%	2.8%
资产负债率	79.5%	79.2%	78.3%	77.3%	76.9%
所得税率	-37.1%	-33.3%	-32.9%	-33.1%	-33.1%
股利支付率	27.8%	31.9%	33.0%	34.0%	35.0%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

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：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、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相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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
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6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。