

买入

合同销售稳步回升 并表永升协同发展

旭辉控股集团 (0884.HK)

2020-07-03 星期五

投资要点

目标价: **8.45 港元**
 现价: 6.87 港元
 预计升幅: 23%

重要数据

日期	2020-07-02
收盘价 (港元)	6.87
总股本 (百万股)	8,127
总市值 (百万港元)	55,835
净资产 (百万元)	67,216
总资产 (百万元)	322,688
52 周高低 (港元)	6.94/3.95
每股净资产 (元)	8.27

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

林氏家族 (49.23%)

相关报告

首发报告-20190905
 更新报告-20191017
 更新报告-20200213

研究部

姓名: 杨森
 SFC: BJO644
 电话: 0755-21519190
 Email: yangsen@gyzq.com.hk

➤ 合同销售亮眼, 同比环比稳步攀升:

2020年初受新冠疫情影响, 公司2、3月份合同销售受到一定影响, 4月开始同比明显回升, 5、6月单月合同销售金额分别为人民币202和251.3亿元人民币, 同比录得26.5%和12.5%的增长; 销售面积分别录得113.5、155.6万平方米, 同比分别增长12%和26%; 2020年上半年累计实现合同销售金额807亿, 已完成全年销售目标的35%。3月以来, 公司合同销售持续保持较高增长水平, 可见公司受疫情影响的恢复情况较佳, 业绩回暖的势头有望持续;

➤ 并表“永升”提升盈收水平, 助推业务协同发展:

公司5月底宣布收购5%永升股权(1995.HK), 收购完成后, 结合公司自身原本持有的永升股权以及林氏家族委托的投票权, 公司共持有永升50.1%的投票权, 即实现对永升的控股。物管行业拥有高增长、稳收入、高毛利的特性, 并表完成后, 有助于进一步推进公司盈收水平的提升, 结合永升带来的稳定的经常性收入, 公司的偿债能力也将得以加强。此外, 公司在为永升物管规模增长提供多方面支撑的同时, 永升也能为公司提供稳定高质量的物管服务, 二者相互协同发展, 未来业绩增长可期。

➤ 维持“买入”评级, 上调目标价至8.45港元:

公司合同销售恢复迅速, 销售均价维持相对稳定; 拥有大量优质土储资源且货值充足, 权益占比大幅提升, 拿地溢价率显著降低, 全国化布局更趋完善, 公司未来业绩的增长较有保障。此外公司完成并表“永升”, 未来现金流状况将在一定程度上得到优化, 盈收质量增强, 有助于公司信用评级的提升, 进而降低财务成本, 助力规模扩张, 未来前景可期。我们预计公司2020至2022年核心EPS分别为0.99、1.19和1.42元, 上调公司目标价至8.45港元, 维持“买入”评级。

百万元人民币	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业额	42,368	54,766	70,183	86,700	103,142
同比增长(%)	33.1%	29.3%	28.2%	23.5%	19.0%
毛利率	25.0%	25.1%	25.0%	24.7%	24.8%
核心净利润	5,536	6,903	8,024	9,711	11,522
同比增长(%)	35.6%	24.7%	16.2%	21.0%	18.6%
核心净利润率	13.1%	12.6%	11.5%	11.2%	11.2%
核心每股盈利	0.71	0.87	0.99	1.19	1.42
CORE PE@6.87HKD	8.76	7.16	6.34	5.24	4.42

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

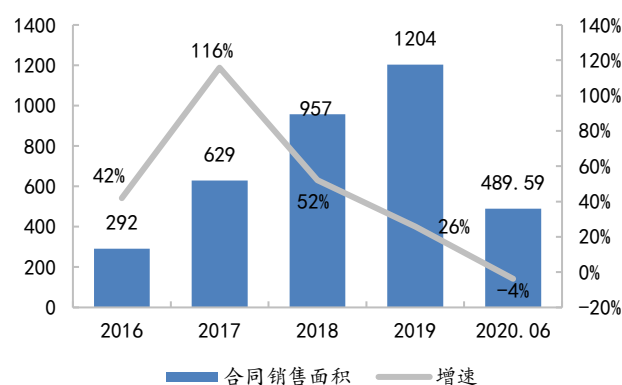
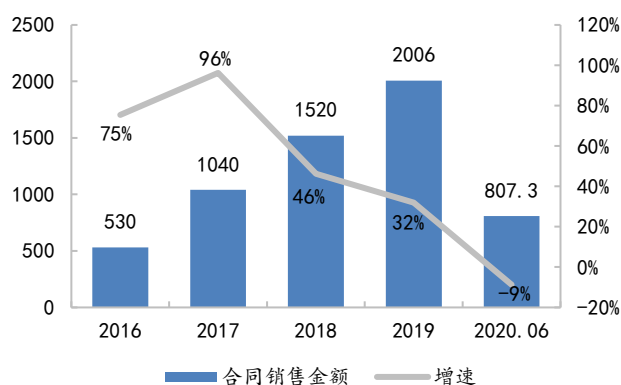
合同销售亮眼，同比环比稳步攀升：

公司 2020 年初受疫情影响，累计合同销售金额、面积同比均有所下降，随着行业复苏，合同销售当前回暖状况良好，下半年销售额增长趋势有望持续。

单位：人民币亿元/万平方米

图 1：公司 2016-2020.06 合同销售金额及同比增速

图 2：公司 2016-2020.06 合同销售面积及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

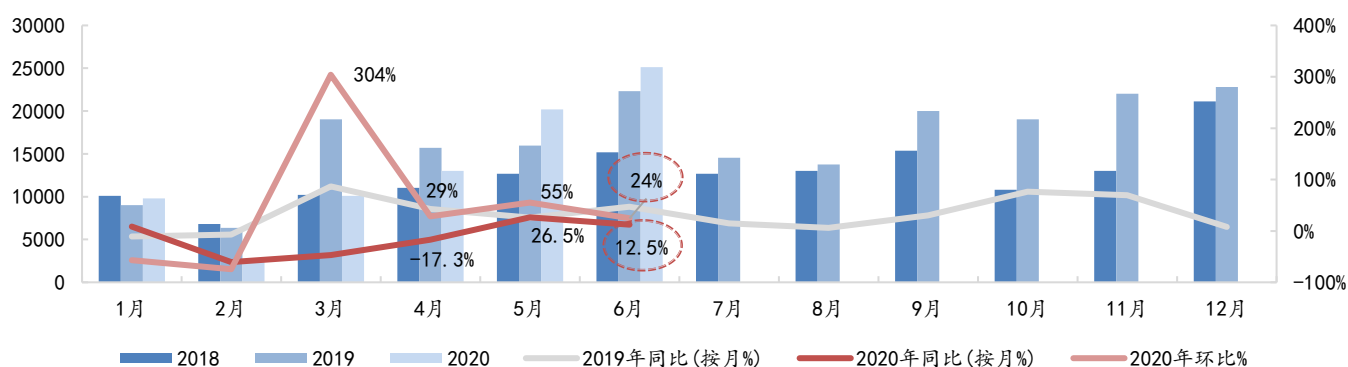
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

从单月销售数据来看。受新冠疫情影响，20 年 2、3 月销售同比有所下降；4 月以来销售恢复状况良好；公司 2020 年 5、6 月单月合同销售金额分别为人民币 202、251.3 亿元人民币，同比录得 26.5% 和 12.5% 增长率；销售面积分别为 113.5、155.6 万平方米，同比分别增长 12% 和 26%。

环比方面，3 月以来持续保持较高增长水平，公司业绩回暖势头有望持续。

单位：人民币百万元

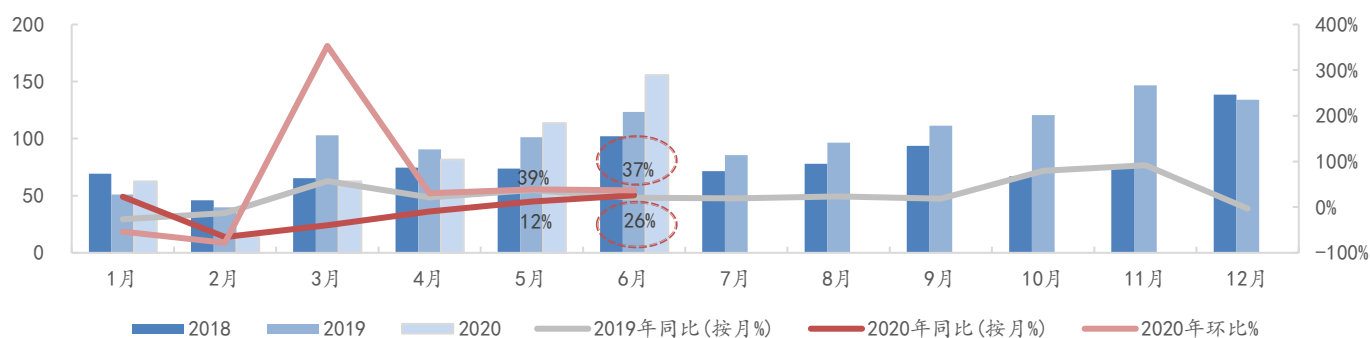
图 3：公司 2018 年 1 月-2020 年 6 月单月合同销售金额及同比增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司 2018 年 1 月-2020 年 6 月单月合同销售面积及同比增速

单位：万平方米



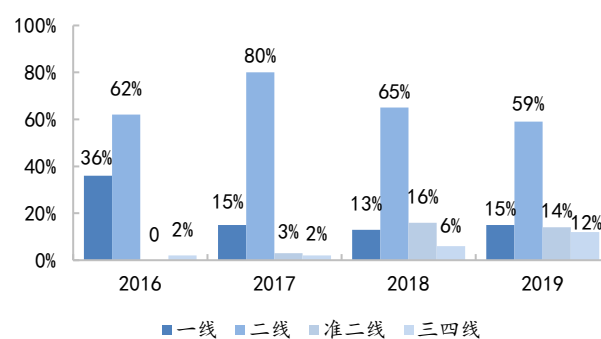
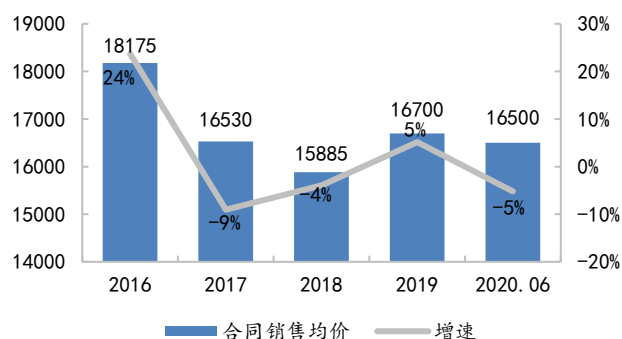
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

从全年数据来看，截至 2020 年 6 月底，公司合同销售均价同比下降 5% 至人民币 16500 元/平方米。公司销售均价的变化与不同城市等级结构的推盘节奏相关，我们预计公司全年合同销售均价将维持在稳定的水平。

从单月销售均价来看，2020 年 1 月以来，合同销售均价表现并不稳定，考虑到疫情影响及公司推盘策略等因素，我们认为销售均价的变化属于正常波动范围；6 月均价录得 16200 元/平米，同环比均有所下降。

图 5：公司 2016-2020.06 合同销售均价 (单位：人民币元)

图 6：公司 2016-2019 合同销售按城市等级分布

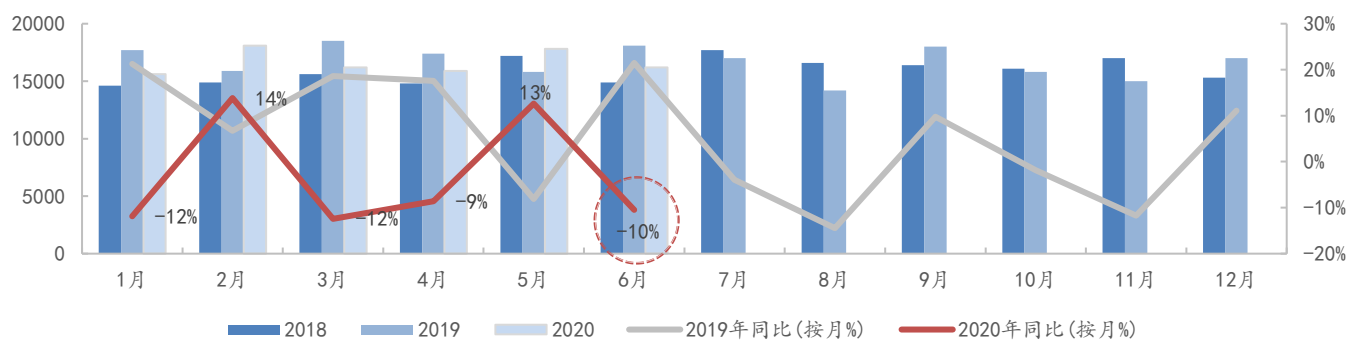


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 7：公司 2018 年 1 月-2020 年 6 月单月销售均价

(单位：人民币元)



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

并表“永升”提升盈利水平，助推业务协同发展

2020年5月29日，公司公告宣布以总对价7.83亿元港币收购5%永升股份。收购完成后，结合公司自身原本持有的永升股权以及林氏家族委托的投票权，公司共持有永升50.12%的投票权，实现了对永升的控股权。

对比公司与永升的收入增速及毛利率水平对比来看，永升的收入增速要显著高于公司的增长水平，毛利率水平也高出公司4-5个百分点，并表完成后，公司盈收增速预计均会得到显著提升。二者协同发展，既有利于永升的规模扩张，也有利于公司在永升的优质物管服务下提升溢价，我们相信，本次收购在进一步体现公司价值的同时，对未来业务发展也将有良好的促进作用，公司未来业绩增长可期。

图 8：2016-2019 公司收入增速及毛利率水平

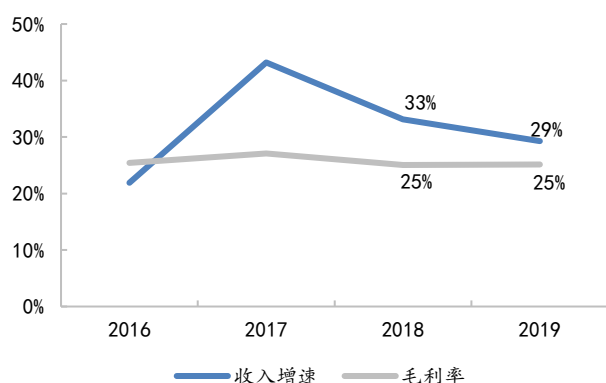
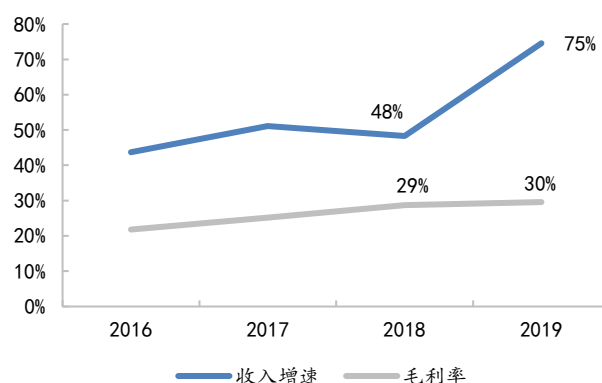


图 9：2016-2019 永升收入增速及毛利率水平



资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

新增土储优质，可售货值充沛：

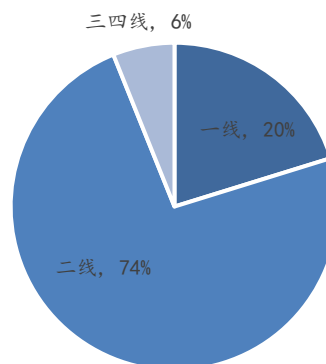
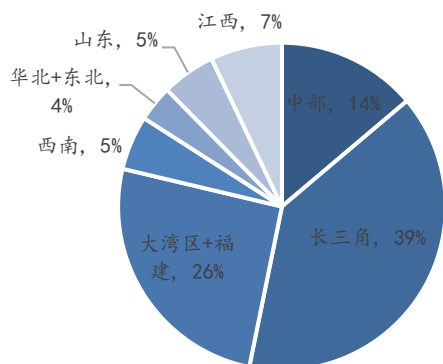
2020年前5个月共获取23幅地块，主要集中在长三角、中部、江西等地区。总建筑面积约382万平方米，对应货值近700亿元人民币。权益地价约212亿元人民币，权益比大幅提升至近74%；其中多元化拿地面积约占总量40%，且均通过零溢价方式获取，整体土地溢价率也维持在较低水平。整体拿地步伐符合公司“以收定支，严控负债”的策略以及“多元化、低溢价、高权益”的拿地策略。

- 公司6月份继续保持着稳定的拿地节奏，分别于广州、青岛、厦门和临沂以合计约74亿元人民币竞得四幅优质地块，总建面83万方，土地储备得到进一步补充。

总的来看，公司 2020 年 1-6 月累计新增拿地近 465 万方，总地价约 360 亿元，权益占比超过七成，一二线占比超九成；上半年已落地 9 个多元化拿地项目，零溢价获取，销投比达 3.3 倍，占拿地总量近 40%。

图 10：截至 2020 年 6 月底新增土储按城市等级分布

图 11：截至 2020 年 6 月底新增土储按区域分布



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

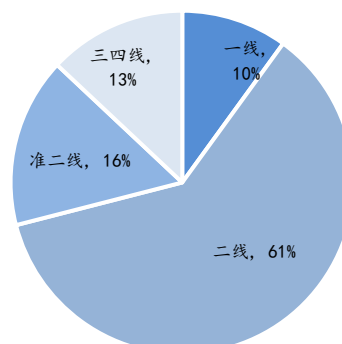
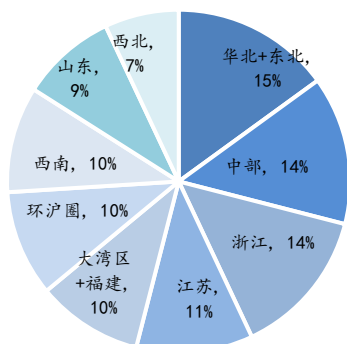
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

可售货值充沛：2020 年公司可售货值达 3800 亿元人民币，项目遍布全国 60 多个城市，主要分布在华北、东北、中部、长三角、福建、大湾区、西南、山东以及西北地区。其中，项目分布以一二线、准二线城市为主，占比达到 87%；三四线城市仅占约 13%。

高一线二线城市货值占比进一步保障项目的销售去化，公司未来规模的增长较有保障。

图 12：公司 2020 年可售货值按区域分布

图 13：公司 2020 年可售货值按城市等级分布



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

上调目标价至 8.45 港元，维持“买入”评级：

公司合同销售恢复迅速，销售均价维持相对稳定；拥有大量优质土储资源且货值充足，权益占比大幅提升，拿地溢价率显著降低，全国化布局更趋完善，公司未来业绩的增长较有保障。此外公司完成并表“永升”，未来现金流状况将在一定程度上得到优化，盈收质量增强，有助于公司信用评级的提升，进而降低财务成本，助力规模扩张，未来前景可期。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.99、1.19 和 1.42 元，上调公司目标价至 8.45 港元，相较于现价约 23% 的涨幅，维持“买入”评级。

百万元人民币	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业额	42,368	54,766	70,183	86,700	103,142
同比增长(%)	33.1%	29.3%	28.2%	23.5%	19.0%
毛利率	25.0%	25.1%	25.0%	24.7%	24.8%
核心净利润	5,536	6,903	8,024	9,711	11,522
同比增长(%)	35.6%	24.7%	16.2%	21.0%	18.6%
核心净利润率	13.1%	12.6%	11.5%	11.2%	11.2%
核心每股盈利	0.71	0.87	0.99	1.19	1.42
CORE PE@6.87HKD	8.76	7.16	6.34	5.24	4.42

数据来源：公司年报、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>											
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业额	42,368	54,766	70,183	86,700	103,142	增长率(%)					
-房地产业务	39,014	50,644	64,825	79,735	94,087	收入	33.1	29.3	28.2	23.5	19.0
-其他	3,354	4,122	5,358	6,966	9,055	经营利润	13.4	22.2	25.4	20.6	18.3
销售成本	-31,755	-41,012	-52,617	-65,267	-77,538	盈利分析(%)					
毛利	10,613	13,754	17,567	21,433	25,604	毛利	25.0	25.1	25.0	24.7	24.8
其他收入	2,066	1,424	1,567	1,723	1,896	经营利润	27.6	26.1	25.5	24.9	24.8
行政费用	-2,122	-2,909	-3,727	-4,605	-5,478	净利润	12.8	11.8	11.8	11.7	11.6
其他费用	-1,047	-1,541	-2,031	-2,556	-3,078	其他(%)					
经营利润	9,510	10,728	13,375	15,996	18,944	有效税率	34.6	38.9	37.1	33.3	33.3
利息支出	-369	-713	-812	-924	-1,062	流动比率	168.1	165.0	164.9	164.6	166.2
联营公司收入	2,175	3,556	4,552	5,599	6,607	派息比率	32.4	30.4	42.9	30.0	30.0
税前利润	11,316	13,571	17,115	20,671	24,488	ROE	21.1	21.3	23.3	23.7	23.6
税项	-4,198	-4,515	-5,688	-6,878	-8,148	ROA	2.2	2.0	2.3	2.4	2.5
税后利润	6,903	8,819	11,185	13,571	16,119	估值					
少数股东权益	1,494	2,382	2,869	3,470	4,110	P/Sales (x)	114.5	90.3	72.5	58.7	49.3
净利润	5,409	6,437	8,316	10,102	12,008	PE (x)	9.0	7.7	6.1	5.0	4.2
核心净利润	5,536	6,903	8,024	9,711	11,522	P/Cash flow (x)	111.9	86.4	77.3	70.3	63.9
每股收益(元)	0.70	0.82	1.02	1.24	1.48	派息率(%)	32.4	30.4	42.9	30.0	30.0
每股派息(元)	0.25	0.29	0.47	0.39	0.47						
资产负债表						现金流量表					
<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>						<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	43,328	57,253	65,841	72,425	79,668	经营利润	11,316	13,571	17,095	20,671	24,488
应收帐款	57,955	79,528	87,481	96,229	105,852	折旧	17	134	28	28	29
存货	94,376	130,756	149,919	179,903	215,884	经营资产变动	-12,264	-13,853	-5,592	-11,107	-16,366
其他固定资产	3,273	3,825	3,999	4,192	4,403	税项	-3,902	-4,198	-4,515	-5,688	-6,878
无形资产	0	0	0	0	0	预售款变动	0	0	0	0	0
其他流动资产	11,691	12,553	13,808	15,189	16,708	经营现金流	-9,222	-10,108	461	-3,555	-7,303
联营公司	14,290	21,138	27,057	33,280	39,270	资本支出	-1,170	-1,556	-1,842	-2,011	-2,197
投资物业	16,147	17,635	19,477	21,488	23,685	联营公司投资	-5,663	-6,848	-5,919	-6,223	-5,990
资产总额	241,060	322,688	367,582	422,706	485,469	其他	0	0	0	0	0
短期负债	12,488	21,138	22,533	24,066	25,753	投资现金流	-6,833	-8,405	-7,760	-8,235	-8,187
应付帐款	58,053	84,839	96,563	109,718	121,795	新增股份	177	152	230	0	0
可转换债券	908	0	0	0	0	债务变动	30,368	25,836	15,121	17,170	21,162
长期借款	64,469	82,560	96,287	111,923	131,398	派息	-1,524	-1,816	-3,088	-2,598	-3,090
递延税项	11,458	12,751	14,509	16,514	18,803	其他	0	0	0	0	100
其他负债	44,238	54,196	62,139	74,566	89,480	融资现金流	29,021	24,172	12,262	14,572	18,171
负债总额	191,614	255,484	292,029	336,787	387,229	现金变动	12,966	5,660	4,963	2,782	2,681
股东权益	25,604	30,165	35,681	42,587	50,793	汇对改变	-575	-274	0	0	0
少数股东权益	19,959	33,167	36,036	39,506	43,616	期初现金	11,028	23,419	28,805	33,768	36,550
总权益	49,447	67,216	75,601	85,976	98,292	期末现金	23,419	28,805	33,768	36,550	39,232
净负债率	67%	69%	70%	73%	78%	调整	-19,909	-28,448	-32,073	-35,875	-40,436
每股净资产(元)	6.26	8.27	9.30	10.58	12.09	现金及现金等价物	43,328	57,253	65,841	72,425	79,668

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）整理有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）整理为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）整理及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）整理及其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）整理可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）整理的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）整理的销售人员、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。国元证券经纪（香港）整理没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）整理可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）整理及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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）整理所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313