

均衡均好增长，发力商办和物管

投资要点

- **业绩总结:** 公司近日发布2019年报, 报告期实现收入547.7亿, 同比增长29.3%, 实现归母净利润64.4亿, 同比增长19.0%, 实现归母核心净利润69.0亿, 同比增长24.7%。公司拟派息每股38港仙, 按最新股价估算股息率为7.04%。
- **毛利率表现稳定, 业绩增长符合预期:** 过去四年公司收入复合增速35%, 2019年增速29.3%, 相比有一定回落但依然好于同行。报告期公司毛利率(会计准则)25.11%, 相比2018年小幅上升0.06pp, 按经调整后的毛利率为30.0%(同比下降4.7pp, 反应了行业性趋势)。归母净利润增速低于收入增速的原因: 1) 少数股东权益上升59.4%至23.8亿; 2) 三项费用增速达39.3%, 高于收入增速。2019年公司核心净利率12.6%, 核心净利润增速明显高于归母净利润, 我们推测与汇兑损益和收并购项目非并表转并表所产生的评估值变动相关。
- **销售表现出有质量的增长, 土储结构进一步优化:** 公司2019年实现销售额2006亿(+32%), 销售均价16700元每平方米(+5%), 签约回款率92%, 同比上升了5个百分点, 销售回款和销售均价证明了销售增长的质量。2020年可推售货值3800亿(一二线及准二线占比89%), 只需要60%的去化率即可完成2300亿销售目标(增长约15%, 按权益销售口径增长约20%)。2019年公司拿地1520万方(87%位居一二线), 权益地价532亿(楼面成本5425元每平方米, 对应货值2407亿), 权益比从2018年的58%提升至65%。截止2020年2月底, 公司总土储6540万方, 总货值9880亿, 其中一二线及准二线占比87%。
- **商业逐步发力、财务依旧安全:** 公司销售突破2000亿后发力商业地产, 2019年公司成立商业集团, 打造一二线城市精品商办物业。截止2019年末公司持有125.76万方商办物业(已运营面积66.22万方), 未来租金收入有望快速增长。负债指标方面, 2019年末公司净负债率68.5%, 小幅上升1.3pp, 现金短债比2.7倍, 加权融资成本仅6.0%(境内外融资渠道通畅, 成本也较为均衡)。
- **盈利预测与评级:** 预计公司20/21/22年EPS分别为人民币1.02/1.22/1.46元, 对应的动态市盈率为4.8/4.0/3.4倍。公司注重均衡发展, 业绩稳健增长可期, 物管和商办物业发展势头良好, 我们给予公司2020年7倍PE估值, 对应目标价7.80港元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 竣工交付不达预期, 商办物业推进缓慢等。

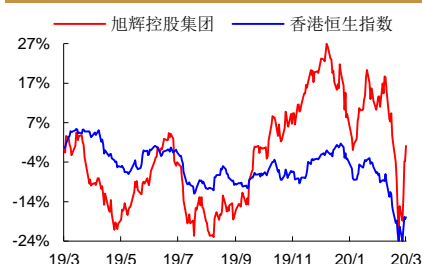
指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	42368	54766	68635	83211	99253
增长率	33%	29%	25%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元人民币)	5409	6437	8041	9657	11538
增长率	12%	19%	25%	20%	19%
每股收益 EPS	0.69	0.82	1.02	1.22	1.46
净资产收益率	23%	23%	26%	24%	24%
PE	7.1	6.0	4.8	4.0	3.4

数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52周区间(港元)	4.18-6.84
3个月平均成交量(百万)	25.64
流通股数(亿)	79.03
市值(亿)	426.74

相关研究

- 旭辉控股集团 (0884.HK): 销售表现明显提速、拿地权益占比提升 (2019-11-13)
- 旭辉控股集团 (0884.HK): 盈利能力稳中有增, 拿地多元高权益 (2019-08-14)
- 旭辉控股集团 (0884.HK): 携手花样年, 深耕大湾区 (2019-05-31)

关键假设：

假设 1：公司 20-22 年物业销售收入分别增长 23%、18%和 15%，毛利率维持 24%不变；

假设 2：公司 20-22 年房地产投资收入增长 80%、70%和 60%，毛利率维持 50%不变；

假设 3：公司 20-22 年其他物业管理收入增长 50%、50%和 50%，毛利率维持 32%不变。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元人民币		2019A	2020E	2021E	2022E
物业销售	收入	50644	62293	73505	84531
	增速	30%	23.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	25%	24%	24%	24%
房地产投资	收入	533	960	1632	2611
	增速	125%	80%	70%	60%
	毛利率	55%	50%	50%	50%
其他物业相关服务	收入	3589	5383	8074	12111
	增速	15%	50%	50%	50%
	毛利率	35%	32%	32%	32%
合计	收入	54766	68635	83211	99253
	增速	29.3%	25.3%	21.2%	19.3%
	毛利率	25.9%	25.0%	25.3%	25.7%

数据来源：公司公告，西南证券

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	42,368	54,766	68,635	83,211	99,253
毛利	10,613	13,754	17,153	21,041	25,468
EBIT	10,079	13,366	17,774	19,383	22,916
財務收入(費用)	369	728	793	1,032	1,240
聯營公司	1,607	918	1,030	2,496	1,886
非經常性項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	11,317	13,556	18,011	20,848	23,562
稅項	4,199	4,515	6,186	7,052	7,970
非控股權益	1,709	2,604	3,784	4,139	4,054
已终止经营业务利潤	0	0	0	0	1
淨利潤(歸屬母公司)	5,409	6,437	8,041	9,657	11,538

資產負債表

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
現金及現金等價物	43,328	57,253	80,200	100,200	125,000
應收賬款	645	2,671	2,059	2,496	2,978
存貨	94,376	130,756	159,596	186,511	206,597
其他流動資產	69,001	89,422	111,018	126,278	150,195
物業、廠房及設備	17,295	18,579	18,579	18,579	18,579
無形資產	0	121	0	0	0
其他非流動資產	16,416	23,898	24,829	24,829	24,829
總資產	241,061	322,700	396,281	458,894	528,178
應付賬款	10,306	16,202	20,593	27,977	33,203
短期借款	13,396	21,138	28,357	25,258	33,798
其他流動負債	54,020	65,601	84,101	110,573	143,014
長期借款	64,469	82,560	92,560	102,560	112,560
遞延稅項負債	0	0	-8	-16	-24
其他非流動負債	3,802	3,168	3,368	3,368	3,368
總負債	191,615	255,484	318,970	369,719	425,919
股本	7,793	7,897	7,897	7,897	7,897
儲備	24,978	29,526	35,837	43,563	52,593
股東權益	25,604	30,165	36,477	44,202	53,232
非控股權益	23,604	37,050	40,834	44,973	49,027
總權益	49,446	67,216	77,311	89,175	102,259
淨現金(負債)					

現金流量表

12月31年结(百万CNY)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	5,409	9,041	11,825	13,796	15,591
稅項	-1,347	-3,533	-4,098	-4,059	-4,850
營運資本變動	-6,401	-20,276	-3,834	1,243	-6,816
經營現金流量	-2,339	-14,768	3,892	10,980	3,924
資本開支	46	-1,284	-880	-880	-880
自由現金流量	-2,385	-13,483	4,772	11,860	4,804
股息	-1,602	0	-1,608	-1,931	-2,308
其他非流動資產變動	24,592	18,091	10,000	10,000	10,000
股本變動	175	14	0	0	0
其他	31,047	32,218	14,025	2,906	13,753
淨現金流量	13,951	13,925	22,947	20,000	24,800
期初淨現金(負債)	29,787	43,328	57,253	80,200	100,200
期終淨現金(負債)	43,328	57,253	80,200	100,200	125,000

財務比率

12月31年结	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
增長(%)					
收入	33	29	25	21	19
EBITDA	(1)	32	34	13	17
EBIT	(1)	33	33	9	18
淨利潤	16	27	31	17	13
每股盈利	12	17	25	20	19
利潤率(%)					
毛利	25	25	25	25	26
EBITDA	24	24	26	24	24
EBIT	24	24	26	23	23
淨利潤	17	17	17	17	16
其他比率					
ROE(%)	23	23	26	24	24
ROA(%)	4	3	3	3	3
淨負債率	70	69	53	31	21
利息覆蓋率(倍)	27	18	23	20	19
應收賬款周轉天數	5	11	12	10	10
應付賬款周轉天數	64	87	96	105	111
存貨周轉天數	783	988	1015	1002	959
有效稅率(%)	37	33	34	34	34

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn