

进取之心 稳健前行

公司 2018 年 1-6 月实现营业收入 184.21 亿元，同比增长 64%；核心归母净利润 24.46 亿元，同比增长 59%；EPS0.45 元。

业绩高速增长，充足货值保障目标实现无虞：公司上半年增收又增利，主要原因在于：1、前期销售高增长基础上公司结算节奏有所加快；2、子公司并表增加了股权公允价值重估收益 9.03 亿元。3、公司实际毛利率继续稳中有升。1-7 月公司实现销售金额 787 亿元，同比增长 41%。区域销售趋于均衡，中西部和华南地区占比有所提升，三线城市比重上升明显。截止 7 月公司已完成全年销售目标的 56%，当前已推货值仅为全年可售货值 2600 亿元的 35%，我们认为当前公司销售结构趋于均衡，抵御政策风险能力增强，下半年充足的货值将保障公司全年目标实现无虞。

拿地扩大战略纵深：公司 1-7 月权益拿地金额 347 亿元，平均拿地成本 6276 元/平方米，较 2017 年下降 23.6%。截止 6 月底，公司储备货值约 6500 亿元。拓纵深，前 7 月新进 14 城；调结构，继续聚焦二线城市，减少一线并明显加大准二线及强三线城市布局；前 7 月拿地金额权益占比 58%，较 2017 年提升 9 个百分点。我们认为公司在拿地方面较好地执行了年初“扩土储、增权益、调结构、拓纵深”四大战略目标，充沛而优化的资源储备将为公司今后平稳渡过行业调控期并实现成长提供有力支撑。

净负债率因扩土储而提升，稳健财务确保融资成本处低位：由于上半年持续新购土储叠加融资窗口期提前融资以完成下半年到期债务的再融资，公司净负债率较 2017 年末的 50.9% 上升 21.1 个百分点至 72%，上升较为明显但仍处于可控水平。上半年综合融资成本 5.3%，仍处低水平。我们认为，当前行业“资源集中度”逐渐向“融资集中度”转变，具备多元融资渠道和较低融资成本的房企将在本轮调控中脱颖而出，融资优势将使公司在未来行业集中度提升过程中保持较强的竞争力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.86 元、1.13 元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产调控政策延续、结算速度不及预期。

预测和比率

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	31824	43385	58858	84545
营业收入增长率	43.2%	36.3%	35.7%	43.6%
核心归母净利润(百万)	4082	5516	7193	9351
核心归母净利润增长率	44.6%	35.1%	30.4%	30.0%
EPS(元)	0.64	0.86	1.13	1.52

请参阅最后一页的重要声明

旭辉控股集团 (0884. HK)

维持

买入

陈慎

chenshen@csc.com.cn

021-68821630

执业证书编号：S1440514080003

香港牌照：BIO834

发布日期：2018 年 08 月 17 日

当前股价：4.47 港元

目标价格 6 个月：8.61 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-5.00/-0.05	-28.42/-15.53	11.71/12.60
12 月最高/最低价 (港元)			7.31/3.88
总股本 (万股)			77.66
流通 A 股 (万股)			--
总市值 (亿元)			347.12
流通市值 (亿元)			347.12
近 3 月日均成交量 (万)			2504.76
主要股东			
第一大股东			30.1%

股价表现



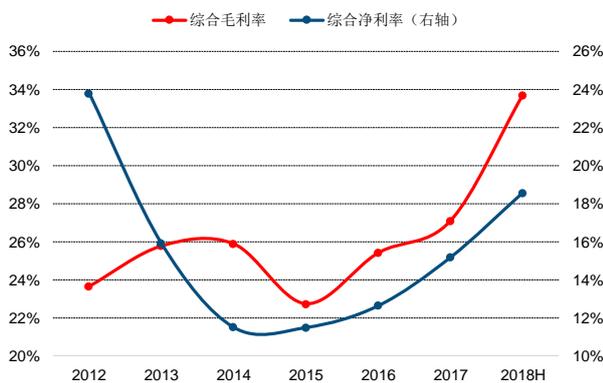
相关研究报告

18.03.26 旭辉控股集团 (00884)：千亿迎初旭，成长争光辉

第一，业绩高速增长，充足货值保障目标实现无虞

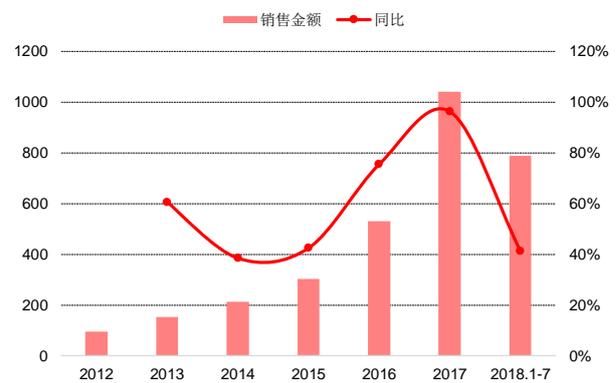
公司报告期内实现营业收入 184.21 亿元，同比增长 64%；实现归母净利润 34.19 亿元，同比增长 58.6%，其中核心归母净利润 24.46 亿元，同比增长 59%。公司上半年大幅增收又增利，主要原因在于：1、前期销售高速增长基础上公司结算节奏有所加快；2、原先部分联营及合营公司在报告期内并表增加了股权公允价值重估收益 9.03 亿元；3、若剔除子公司并表影响，报告期内公司结算毛利率实为 33.7%，较去年同期增长 2.1 个百分点，继续保持稳中有升趋势。

图：毛利率（非会计准则）和净利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

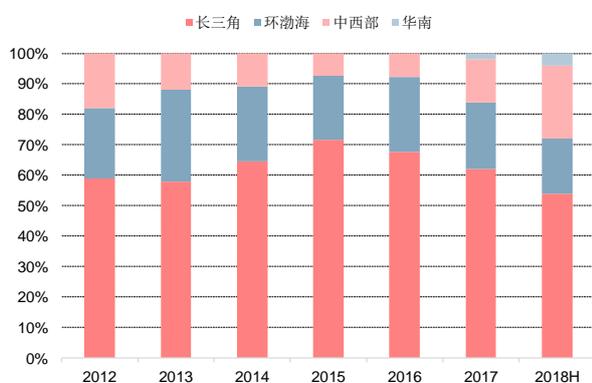
图：销售金额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

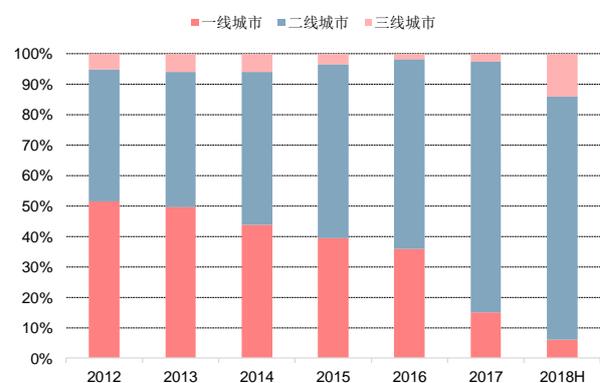
1-7 月，公司累计实现销售金额 787 亿元，销售面积 503 万平方米，分别同比增长 41%和 64%；销售均价 15700 元/平方米，同比下降 14%。上半年公司销售贡献主要来自合肥、重庆、苏州、温州、宁波等 25 个城市超 135 个项目。分区域来看，长三角、中西部、环渤海和华南四大区域销售占比分别为 54%、24%、18%和 4%，布局趋于均衡，其中中西部和华南地区占比提升，分别提升 10 个百分点和 2 个百分点。分能级来看，一二三线城市销售占比分别为 6%、80%和 14%，其中三线城市比重上升，提升 11 个百分点。截止 7 月底公司已完成全年销售目标的 56%，当前已推货值仅为全年可售货值 2600 亿元的 35%，我们认为当前公司销售结构趋于均衡，抵御政策风险能力增强，下半年充足的新推货值将保障公司全年目标实现无虞。

图：1-6 月销售区域结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：1-6 月销售能级结构

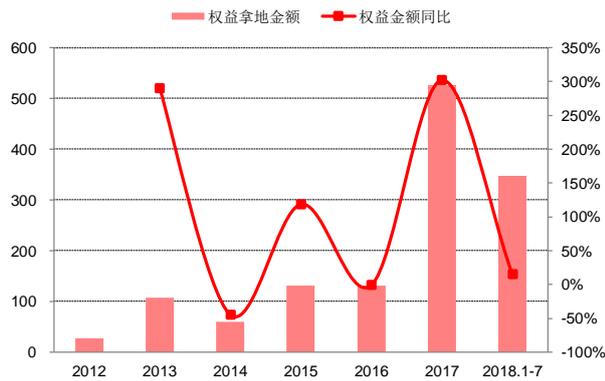


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第二，拿地扩大战略纵深

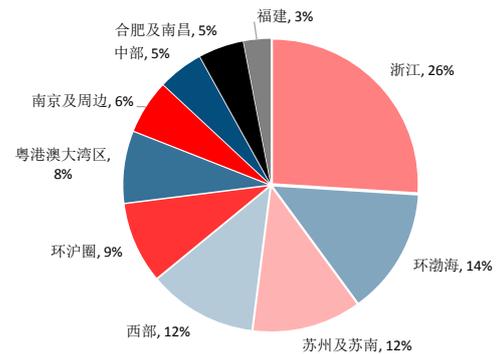
公司土储持续扩张，1-7 月权益拿地金额 347 亿元，同比增长 15%，新增货值 1800 亿元。1-7 月平均拿地成本 6276 元/平方米，较 2017 年下降 23.6%，约占同期销售均价 40%，较去年保持平稳。截止 6 月底，公司土地储备约 4040 万平方米，货值约 6500 亿元。我们认为，在当前时点保持拿地节奏，将为公司在实现“二五战略”道路上持续发力提供充足弹药。

图：权益拿地金额及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

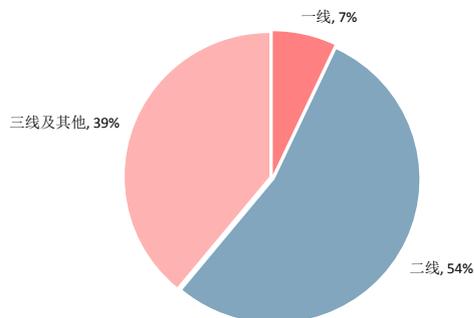
图：拿地区域结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

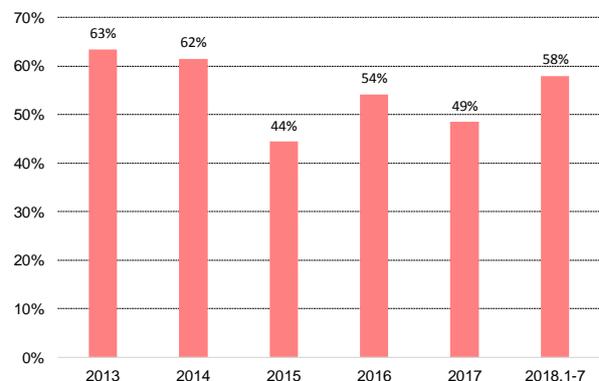
新进入城市方面，公司 1-7 月新进 14 城，多为原先所布局区域周围的强三线城市，战略纵深持续扩大；区域结构方面，公司 1-7 月在浙江、环渤海、苏州及苏南、西部等区域拿地金额占比较高，依旧保持长三角区域的重要战略地位；能级结构方面，公司继续聚焦二线城市，减少一线并明显加大准二线及强三线城市布局，其中二线、三线及其他城市拿地金额占比分别达 54%、39%；权益占比方面，公司 1-7 月拿地金额权益占比 58%，较 2017 年提升 9 个百分点，权益的提升将进一步提升业绩锁定性。我们认为，公司在拿地方面较好地执行了年初“扩土储、增权益、调结构、拓纵深”四大战略目标，充沛而优化的资源储备将为公司实现成长提供有力支撑。

图：拿地能级结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

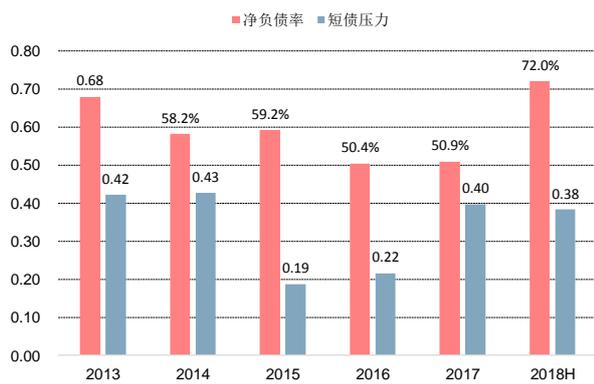
图：拿地权益占比



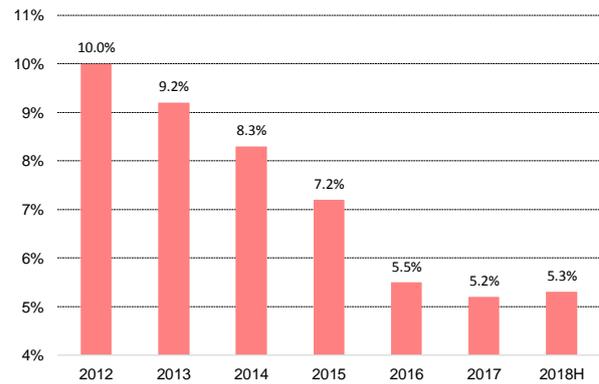
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

第三，净负债率因扩土储而提升，稳健财务确保融资成本处低位

公司上半年短债压力有所下降，较 2017 年末的 40% 下降 2 个百分点至 38%，主要原因在于公司偿还了 3.28 亿美元境外贷款和 15 亿元公司债，一年内到期债务比例较 2017 年底下降 4 个百分点至 21%。由于上半年持续新购土储叠加融资窗口期提前融资以完成下半年到期债务的再融资，公司净负债率较 2017 年末的 50.9% 上升 21.1 个百分点至 72%，上升较为明显但仍处于可控水平。

图：短债压力和净负债率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：综合融资成本


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

在上半年房企融资受限的环境下，旭辉凭借出色的财务管控能力实现多笔债务融资，并将融资成本保持在较低水平。1-8 月，旭辉共发行 3 笔美元债募资 11 亿美元、1 笔可转债募资 27.9 亿港元、1 笔私募债募资 35 亿元和 1 笔小公募募资 25 亿元，并已完成下半年境内外主要到期债务的再融资；上半年综合融资成本 5.3%，较 2017 年 5.2% 仅上升 0.1 个百分点。我们认为，当前行业“资源集中度”逐渐向“融资集中度”转变，具备多元融资渠道和较低融资成本的房企将在本轮调控中脱颖而出，旭辉作为民企，依然能够做到杠杆控制与成长兼具，进而展现融资优势，这一稀缺属性，将使公司在未来行业集中度提升过程中保持较强的竞争力。

表：2018 年公司债券发行情况

发行日期	债券种类	发行规模	发行利率	发行期限
2018 年 1 月	美元债	3 亿美元	5.50%	5 年
2018 年 2 月	可转债	27.9 亿港元	-	1 年
2018 年 3 月	私募公司债	35 亿元	6.50% (8 亿); 6.80% (27 亿)	4 年 (8 亿); 5 年 (27 亿)
2018 年 4 月	美元债	5 亿美元	6.875%	3 年
2018 年 4 月	美元债	3 亿美元	6.375%	2 年
2018 年 8 月	小公募公司债	25 亿元	5.46%	3 年
2018 年 8 月	资产支持证券	2.5 亿元	优先 A 级 5.9%; 优先 B 级 6.5%	3+2 年

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表：公司最新评级

评级机构	评级
惠誉	BB (稳定)
穆迪	Ba3 (正面)
标普	BB- (正面)

中诚信	AAA
联合评级	AAA
联合资信	AAA

资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

第四，盈利预测与投资评级

上市以来旭辉无论是发展速度还是盈利质量、周转能力都在同一梯队房企中处于领先地位，战略清晰且目标远大，未来公司若能够保持稳健经营、适时出击，成长空间则可再打开新局面。预计公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.86 元、1.13 元，维持“买入”评级。

风险提示：应考虑房地产调控政策延续、结算速度不及预期的风险。

报表预测

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	31824	43385	58858	84545	货币资金	29787	40613	75990	98613
营业成本	-23203	-31715	-42790	-61718	预付账款	10808	14836	27759	36023
毛利	8621	11671	16068	22827	存货	56141	129640	241432	315705
其他收入/(开支)	796	651	883	1268	其他流动资产	29336	26712	44549	57687
销售费用	-610	-912	-1251	-1732	流动资产	126071	211800	389730	508027
管理费用	-1268	-1630	-2294	-3280	投资性房地产	14402	15555	16799	18143
经营溢利	7540	9779	13405	19084	递延所得税资产	503	350	350	350
应占共同控制实体和联营公司损益	2106	2527	3032	3639	非流动资产	25686	36258	53526	65264
公允价值变动损益	658	724	796	876	资产总计	151758	248059	443256	573292
净财务费用	-262	-625	-912	-1075	短期借款	11820	19845	35460	45863
除税前溢利	10041	12405	16321	22523	应付账款	13602	16899	31472	41154
所得税	-3893	-4477	-5951	-8358	预收款项	25549	40613	75990	98613
净利润	6149	7928	10371	14165	应交税费	4296	6443	9665	14498
少数股东损益	1320	950	1243	1698	其他流动负债	23584	35376	53064	79597
核心归母净利润	4082	5516	7193	9351	流动负债	78851	119177	205652	279725
					长期负债	26386	54573	97516	126124
					递延所得税负债	2884	4326	6489	9734
					非流动性负债	38636	75271	133260	173695
					负债合计	117487	194448	338912	453420
					股本	20904	20904	20904	20904
					少数股东权益	13367	23495	49629	58356
					股东权益合计	34270	53611	104343	119872
					负债及权益总计	151758	248059	443256	573292
					主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
					增长率(%)				
					营业收入	43.2%	36.3%	35.7%	43.6%
					核心归母净利润	52.6%	35.1%	30.4%	34.8%
					毛利率	27.1%	26.9%	27.3%	27.0%
					EBIT Margin	32.4%	30.0%	29.3%	27.9%
					EBITDA Margin	32.4%	30.0%	29.3%	27.9%
					回报率(%)				
					ROE	23.1%	23.1%	19.7%	20.2%
					ROA	6.8%	5.5%	5.5%	5.4%

资料来源：公司公告，中信建投证券

请参阅最后一页的重要声明

分析师介绍

陈慎：上海财经大学经济学学士，英国纽卡斯尔大学金融学硕士，6 年房地产研究经验，2013 年加入中信建投房地产研究团队，所在团队获 2014 年第十二届新财富房地产最佳分析师第一名，2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究服务

社保基金销售经理

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859