

投资评级 优于大市 维持

核心利润高增长，踏准周期扩土储

股票数据

08月17日收盘价(港元)	4.34
52周股价波动(港元)	3.90-7.68
总股本/流通H股(亿股)	77.66/77.66
总市值/流通市值(亿港元)	337.0/337.0

相关研究

《核心净利润同增45%，规模效益双管齐下》
 2018.03.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.9	-27.8	-30.5
相对涨幅(%)	-3.2	-16.6	-18.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl5535@htsec.com

证书:S0850510120001

联系人:金晶

Tel:(021)23154128

Email:jj10777@htsec.com

投资要点:

- **事件。**公司公告2018年半年报。
- **营收同增64%，核心利润率保持稳定。**2018年上半年公司总营业收入实现人民币184.21亿元，较上年同期大幅增长64.0%。公司实现核心业务净利润为人民币24.46亿元，同比增加59.0%，核心业务净利率为13.3%，较上年同期下降0.4个百分点。实现每股基本收益为人民币0.45元，每股稀释收益为0.42元，分别较上年同期上升40.6%和64.0%。分红方面，18年中期拟派息0.07港元/股，按年增加40.0%。
- **1-7月实现签约销售787亿元，同比增长41%。**2018年1-7月公司实现累计签约销售金额787亿元，同比增长41.3%，实现签约销售面积502.77万平，同比增长63.8%，销售均价15700元/平，较1-6月增加2.6%，同比减少13.7%。
- **把握机会增加土储，扩展战略纵深。**2018年1-7月公司共获取72个新项目，权益地价合计人民币346.5亿元，总建筑面积达955万平方米，同比增加58%，平均拿地成本6276元/平米。2018年前7个月新增货值约为人民币1800亿元，同比增加45%。2018年全年可销售资源超2600亿元，项目分布超50个城市，2019年预计可供销售资源4500亿元，为业绩持续增长提供保障。
- **融资成本保持平稳，净负债率有所上升。**截至2018年6月30日，公司加权平均利息成本为5.3%，较2017年底上升0.1个百分点，境外与境内债务平均成本分别为5.5%、5.1%，融资成本维持在行业较低水平。公司净负债比率（不计入永续资本工具）为72.0%，较17年底50.9%上升21.1个百分点，主要是上半年公司加大境内外融资，净负债比率仍处于行业较低水平。公司利息偿付水平持续稳健，截至2018上半年利息覆盖率达4.5倍。
- **投资建议：给予“优于大市”评级。**我们预计2018、2019年公司总营业收入分别在426.25亿元、621.39亿元，归属于母公司股东净利润分别为人民币61.54亿元和81.60亿元。以上收入和净利润对应的2018、2019年EPS分别为人民币0.79、1.05元。截止2018年08月17日，公司收盘于4.34港元（人民币3.81元），对应2018、2019年PE分别为4.82倍、3.63倍，对应18年PEG值仅0.16。我们给予公司2018年6.5-8XPE，6个月合理价值区间在5.85-7.20港元（人民币5.14-6.32元），较每股RNAV折价约44.1%-31.3%，给予“优于大市”评级。**风险提示：**公司项目进展不及预期；行业面临基本面下行风险。**全文港元：人民币=1:1.139。**

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22224	31824	42625	62139	89083
(+/-) YoY (%)	21.90	43.20	33.94	45.78	43.36
净利润(百万元)	2808	4828	6154	8160	10680
(+/-) YoY (%)	34.03	71.94	27.47	32.59	30.89
全面摊薄EPS(元)	0.36	0.62	0.79	1.05	1.38
毛利率(%)	25.40	27.09	27.50	28.50	27.10
净资产收益率(%)	18.74	23.10	22.65	22.92	22.56

资料来源：公司年报(2016-2017)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

事件:

公司公告 2018 年半年报情况。

点评:
营收同增 64%，核心利润率保持稳定

截至 2018 年 6 月 30 日，公司总营业收入实现人民币 184.21 亿元，较上年同期大幅增长 64.0%。其中物业销售部分收入为人民币 173.95 亿元，占比高达 94.4%。公司实现归母净利润人民币 34.19 亿元，同比增加 58.6%；净利率为 18.6%，较上年同期下降 0.6 个百分点；其中核心业务净利润为人民币 24.46 亿元，同比增加 59.0%，核心业务净利率为 13.3%，较上年同期下降 0.4 个百分点。2018H1 利润率保持稳定，主要是由于盈利更高的已交付楼盘、合理的土地成本、低融资成本及通过改善质量及品牌而实现的产品溢价。

公司实现每股基本收益为人民币 0.45 元，稀释后每股收益为 0.42 元，分别较上年同期上升 40.6%和 64.0%。分红方面，18 年中期拟派息 0.07 港元/股，按年增加 40.0%。

表 1 旭辉 2018 年中期综合经营指标

单位货币：人民币百万元	2018H1	2017H1	同比变动
营业收入	18421	11235	64.0%
物业销售	17395	10590	64.3%
租金	57	51	11.6%
项目管理及其他	969	594	63.1%
毛利	4352	3555	22.4%
股东应占净利润	3419	2156	58.6%
股东应占核心净利润	2446	1538	59.0%
每股基本收益 (人民币分)	45	32	40.6%
每股稀释收益 (人民币分)	42	31	64.0%
毛利率 (经调整)	33.7%	31.6%	提高 2.1 个百分点
净利率	18.6%	19.2%	下降 0.6 个百分点
核心净利润率	13.3%	13.7%	下降 0.4 个百分点
银行结余及现金	39097	29787	20.3%

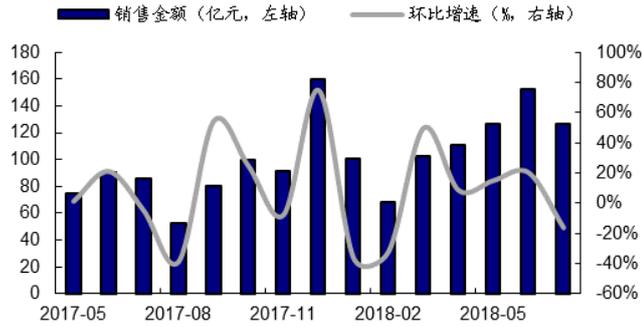
资料来源：公司 2017-2018 年半年报，海通证券研究所

备注：核心净利润不包括投资物业的公允价值收益、汇兑亏损净额、授出购股权相关开支、支付信托及由衍生性质的其他贷款的利息开支、回购优先票据的亏损、分占合营企业及联营公司公允价值收益及汇兑亏损净额 (扣除递延税项)。

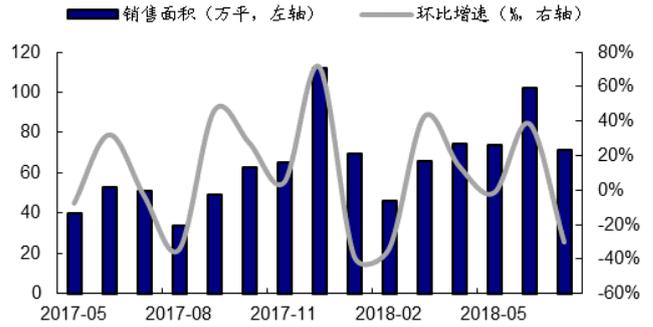
1-7 月实现签约销售 787 亿元，同比增长 41%

根据公司月度营运数据，2018 年 7 月旭辉实现签约销售金额约 126.7 亿元，同比增长 48.0%；签约销售面积 71.58 万平，同比增长 40.6%；销售单价 17700 元每平方米，环比增长 15.7%，同比增长 5.4%。

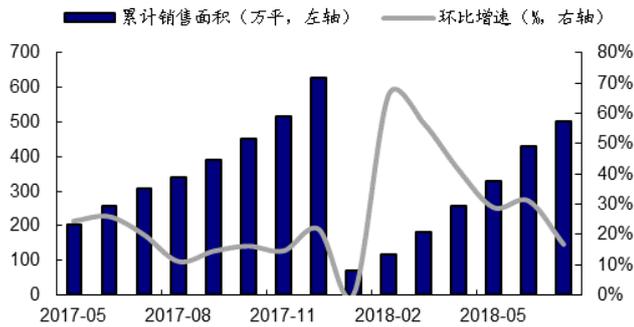
2018 年 1-7 月公司实现累计签约销售金额 787 亿元，同比增长 41.3%；实现签约销售面积 502.77 万平，同比增长 63.8%，销售均价 15700 元每平方米，较 1-6 月增加 2.6%，同比减少 13.7%。2018 年上半年公司销售现金回款率超过 80%，维持在行业较高水平。

图1 公司月度销售金额


资料来源：公司月度营运数据，海通证券研究所

图2 公司月度销售面积


资料来源：公司月度营运数据，海通证券研究所

图3 公司累计销售面积


资料来源：公司月度营运数据，海通证券研究所

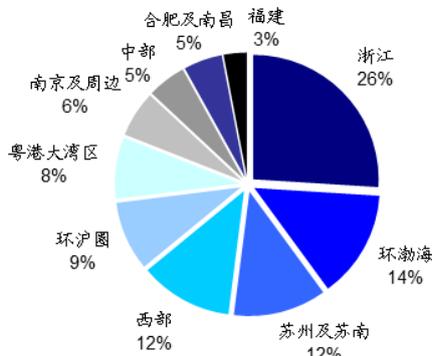
图4 公司当月销售均价


资料来源：公司月度营运数据，海通证券研究所

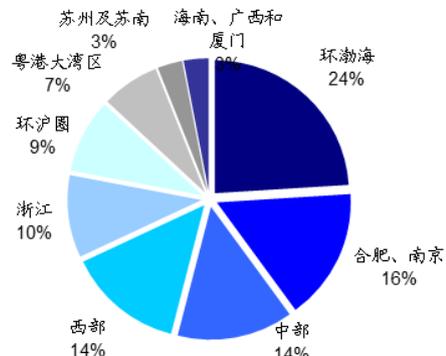
把握机会增加土储，扩展战略纵深

2018年房地产调控频繁，融资环境紧缩，部分城市限价导致利润空间有限，大多数土地市场表现疲软，土地溢价有所降低。公司把握机会，在2018年1-7月共获取72个新项目，权益地价合计人民币346.5亿元，总建筑面积达955万平方米，同比增加58%，平均拿地成本6276元/平米，拿地权益比按金额提升至58%。2018年前7个月新增货值约为人民币1800亿元，同比增加45%。截至2018年6月30日，公司土地储备建筑面积约4040万平方米，货值约6500亿元。2018年公司战略性新进入14个城市，扩大区域覆盖及分散至各线城市，加强区域及省域化的渗透。

公司2018年全年可销售资源超2600亿元，项目分布超50个城市，2019年预计可供销售资源4500亿元，为业绩持续增长提供保障。

图5 2018年1-7月收购地价占比（按城市区域划分）


资料来源：公司2018年中期业绩PPT，海通证券研究所

图6 2017年收购地价占比（按城市区域划分）


资料来源：公司2018年中期业绩PPT，海通证券研究所

图7 公司 2018 年新进入城市情况


资料来源: 公司 2018 年半年报, 海通证券研究所

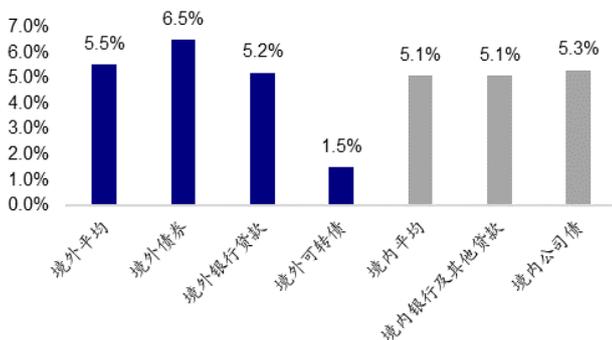
融资成本保持平稳, 净负债率有所上升

截至 2018 年 6 月 30 日, 公司加权平均利息成本为 5.3%, 较 2017 年底上升 0.1 个百分点, 境外与境内债务平均成本分别为 5.5%、5.1%, 融资成本维持在行业较低水平。境外融资方面, 2018 年公司共发行债券 19.57 亿美元, 加权平均利率为 6.36%; 境内融资方面, 公司共发行债券 60 亿元, 平均利率为 6.20%。以上集资所得款项部分用于偿还合共约 3.28 亿美元的境外贷款及约人民币 15 亿元的境内公司债券。

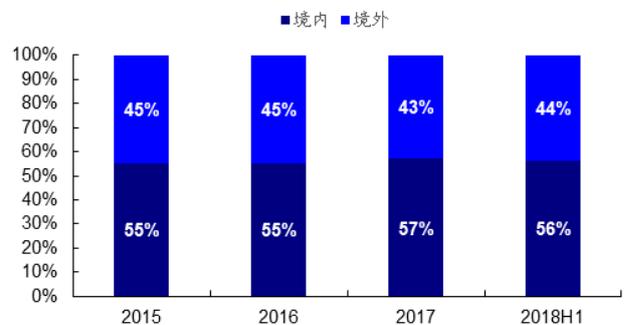
表 2 公司 2018 融资情况

债券类型	起息日	期限 (年)	发行规模	发行利率
境外融资	2018-04	2	3.00 亿美元	6.375%
	2018-04	3	5.00 亿美元	6.875%
	2018-01	5	3.00 亿美元	5.50%
	2018-03	3.5	5.00 亿美元	HIBOR/LIBOR+3.32%
	2018-02	1	3.57 亿美元	零息可转换债券
境内融资	2018-03	2+2	8.00 亿元	6.50%
	2018-03	3+2	27.00 亿元	6.80%
	2018-08	2+1	25.00 亿元	5.46%

资料来源: 公司 2018 年半年报, 海通证券研究所

图8 平均债务成本细分 (截至 2018 年 6 月 30 日)


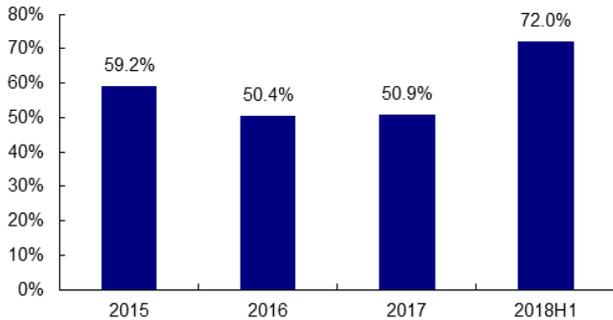
资料来源: 公司 2018 年中期业绩 PPT, 海通证券研究所

图9 公司境内境外债务比例 (截至 2018 年 6 月 30 日)


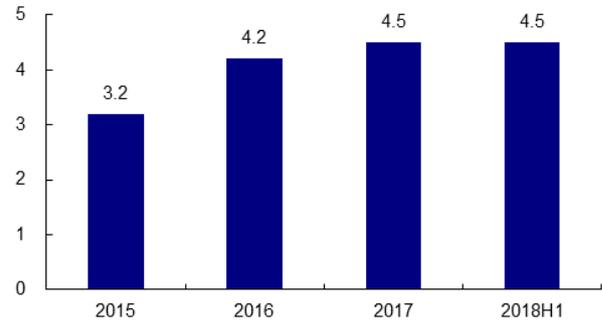
资料来源: 公司 2018 年中期业绩 PPT, 海通证券研究所

截至 2018 年 6 月 30 日, 公司净负债比率 (不计入永续资本工具) 为 72.0%, 较 17 年底 50.9% 上升 21.1 个百分点, 主要是上半年公司加大境内外融资, 整体净负债比率仍处于行业中低水平。如果计入永续工具, 则公司净负债率为 88.8%,

较 2017 年末的 70.0% 提升 18.8 个百分点。公司利息偿付水平持续稳健，截至 2018 上半年利息覆盖率为 4.5 倍，与 2017 年持平。

图10 公司净负债比率


资料来源：公司 2018 年中期业绩 PPT，海通证券研究所
备注：净负债比率计算中未计入永续资本工具

图11 公司利息覆盖率 (倍)


资料来源：公司 2018 年中期业绩 PPT，海通证券研究所
备注：利息覆盖率=EBITDA/年内利息支出

盈利预测：

我们预计公司 2018、2019 年公司总营业收入分别在 426.25 亿元、621.39 亿元。我们预计 2018 和 2019 年公司实现归属于母公司股东净利润分别为人民币 61.54 亿元和 81.60 亿元。以上收入和净利润对应的 2018、2019 年 EPS 分别为人民币 0.79、1.05 元。

表 3 营业总收入测算表 (百万元人民币)

项目	2017	2018E	2019E	2020E
房地产开发收入	30295	41077	60569	87485
增速	46%	36%	47%	44%
房地产投资	94	113	136	163
租金收入增长率	52%	20%	20%	20%
项目管理及其他	1435	1435	1435	1435
增速	-1%	0	0%	0%
营业收入总计	31824	42625	62139	89083
增速	43%	34%	46%	43%

资料来源：公司 2017 年年报，海通证券研究所

我们测算公司 RNAV 是 9.20 元人民币，对应港币 10.48 元。

表 4 公司 RNAV 估值表 (百万元人民币)

WACC	8.50%
地产业务净权益增加值	35557.46
其他业务	1623.18
2017 年净资产账面价值	34270.00
RNAV	71450.64
股本 (百万股)	7765.63
每股 RNAV	9.20

资料来源：公司 2017 年年报，公司 2018 年半年报，海通证券研究所

投资建议：给予“优于大市”评级

公司战略聚焦一二线，布局下沉优质三线及都市圈周围四五线，布局进一步优化。同时，公司坚持不拿高价地，投资把握窗口期，坚持合作开发分散风险，使得公司的土地价格更具安全稳定性。公司高周转与利润两手抓，使得公司的资金充裕，融资成本小幅上行整体可控，处于民企房地产企业较低水平，我们看好公司未来三年前景。截止 2018 年 08 月 17 日，公司收盘于 4.34 港元 (人民币 3.81 元)，对应 2018、2019 年 PE 分别为 4.82 倍、3.63 倍，对应 18 年 PEG 值仅 0.16。我们给予公司 2018 年 6.5-8XPE，6 个月合理价值区间在 5.85-7.20 港元 (人民币 5.14-6.32 元)，较每股 RNAV

折价约 44.1%-31.3%，给予“优于大市”评级。

风险提示：公司面临房地产行业政策调控风险。公司项目进展不及预期。**全文港元：人民币=1:1.139。**

表 5 市场可比公司估值情况 (按 2018 年 08 月 17 日收盘价计算)

公司	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			PEG
	(港元每股)	(人民币元每股)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
华润置地	26.30	23.09	3.28	3.83	4.53	7.04	6.03	5.10	0.34
中国海外	23.20	20.37	3.72	3.99	4.62	5.48	5.10	4.41	0.45
龙湖地产	20.00	17.56	2.13	2.43	3.04	8.24	7.23	5.78	0.37
中国恒大	26.80	23.53	1.79	3.35	3.89	13.14	7.02	6.05	0.15
融创中国	23.10	20.28	2.70	3.38	5.44	7.51	6.00	3.73	0.14
平均						8.28	6.28	5.01	0.29
旭辉控股集团	4.34	3.81	0.62	0.79	1.05	6.15	4.82	3.63	0.16

资料来源：旭辉 EPS 为海通预测数据，其余 EPS 为 Wind 一致预测值，海通证券研究所
 备注：港元：人民币=1: 1.139。PEG 的 G 按照预测的 2017-2019 年净利润年化复合增速计算。

财务报表分析和预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
收入	31824	42625	62139	89083	现金及现金等价物	29787	37234	44681	53617
销售及服务成本	23203	30903	44430	64941	交易性金融资产	521	677	880	1145
毛利	8621	11722	17710	24141	应收款项合计	52032	67642	77227	89669
投资物业公允价值变动	658	305	126	126	应收账款及票据	637	828	1060	1314
其他收入、收益及亏损	796	450	140	240	其他应收款	51395	66814	76167	88354
营销及市场推广开支 (销售费用)	610	853	1243	1782	存货	43732	56852	76750	99775
行政开支 (管理费用)	1268	1696	2473	3545	流动资产合计	126072	162404	199538	244204
营业利润	8198	9928	14260	19180	固定资产净值	85	89	94	98
金融资产公允价值变动损益	0	0	0	0	权益性投资	8626	8626	9057	9510
应占合营企业业绩	1406	1600	1800	1800	可供出售投资	624	624	624	624
应占联营企业业绩	700	785	810	900	其他长期投资	15024	19531	23437	27656
融资成本 (财务费用)	262	895	1305	1871	土地使用权	33	38	42	46
除税前利润	10041	11418	15565	20010	其他非流动资产	1294	1423	1651	1915
所得税开支	3893	4419	6024	7744	非流动资产合计	25686	30332	34905	39850
年内利润及全面收入总额	6149	6999	9541	12266	资产合计	151758	192736	234443	284054
少数股东损益	1320	845	1381	1586	应付账款及票据	4739	6161	8009	10652
永久资本工具持有人	0	0	0	0	应交税金	4296	5714	7599	9879
归属于母公司的净利润	4828	6154	8160	10680	交易性金融负债	333	333	333	333
					短期借贷及长期借贷当期到期部分	11820	10874	13593	16991
					其他流动负债	57996	77813	86635	96780
					流动负债合计	79184	100895	116169	134635
					长期借贷	35419	44024	55796	67399
					其他非流动负债	2884	3266	4115	5079
					非流动负债合计	38303	47289	59911	72478
					总负债	117487	148184	176080	207113
					普通股权益总额	20904	27175	35600	47347
					少数股东权益	9519	12375	16211	21074
					股东权益合计	34271	44552	58363	76941
					负债股东权益合计	151758	192736	234443	284054

现金流量表 (百万元)					比率分析				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4828	6154	8160	10680	成长率 (%)				
折旧与摊销	21	25	28	30	营业收入	43.20	33.94	45.78	43.36
营运资本变动	-1438	842	842	842	营业利润	90.47	21.10	43.63	34.51
其他非现金调整	6417	1660	2468	953	净利润	71.94	27.47	32.59	30.89
经营活动产生的现金流量净额	9828	8681	11498	12505	获利能力与收益质量 (%)				
出售固定资产收到的现金	4	4	4	4	毛利率	27.09	27.50	28.50	27.10
资本性支出	-58	-60	-57	-54	净利率	15.17	14.44	13.13	11.99
投资减少	2149	2579	2965	3410	销售费用/营业收入	1.92	2.00	2.00	2.00
减: 投资增加	-2274	-2869	-3741	-4867	财务费用/营业收入	3.98	3.98	3.98	3.98
其他投资活动产生的现金流量净额	-5629	-7317	-9147	-6403	偿债能力 (%)				
投资活动产生的现金流量净额	-5807	-7664	-9976	-7910	资产负债率	77.42	76.88	75.11	72.91
债务增加	1786	2143	2529	2832	流动资产/总资产	0.83	0.84	0.85	0.86
股本增加	69	86	104	124	流动比率	1.59	1.61	1.72	1.81
支付的股利合计	-1448	-1846	-2448	-3204	速动比率	1.04	1.05	1.06	1.07
其他筹资活动产生的现金流量净额	5032	6038	5736	4589	运营能力				
筹资活动产生的现金流量净额	5438	6421	5920	4341	资产周转率	0.26	0.25	0.29	0.34
现金及现金等价物净增加额	9459	7438	7443	8936	存货周转率	0.65	0.61	0.67	0.74
					应收账款周转天数	14.03	13.97	12.29	10.64

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 17 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国恒大,中国国贸,华侨城 A,新湖中宝,浦东金桥,黑牡丹,中粮地产,海航基础,我爱我家,国创高新,光大嘉宝,格力地产,金科股份,福星股份,光明地产,天健集团,中华企业,粤泰股份,莱茵体育,旭辉控股集团,万业企业,蓝光发展,合景泰富,招商蛇口,北京城建,融创中国,华发股份,中国海外发展,彩生活,金融街

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。