

买入

业绩稳健增长 盈利能力持续增强

旭辉控股集团 (0884.HK)

2020-08-28 星期五

投资要点

目标价: **8.83 港元**
 现价: 6.56 港元
 预计升幅: 35%

➤ 业绩稳健增长，盈利能力持续增强：

公司上半年实现营收人民币 230.2 亿元，同比增长 11.3%。其中物业销售收入 19.4 亿元，同比增长 7.6%；租金收入 2.2 亿元，比去年同期增加 25.1%；物业管理收入 11.8 亿元，同比大幅增长 88.2%；项目管理收入 22.4 亿元，同比增长 20.2%。期内公司核心净利润按年增长 11.2% 至 31.9 亿元，核心净利率为 13.9%。虽受疫情影响，公司上半年收入依然维持稳健增长，增速处于行业较高水平。同时得益于永升业务的并入，物业管理收入录得大幅增长，在二者良好的协同效应下，未来有望对公司盈利形成良好的支撑。

➤ 合同销售量质同升，全年目标有望超额达成：

公司 1-7 月实现合同销售金额约人民币 1027 亿元，其中 7 月单月销售同比增幅达到 51%，前 7 个月目标完成率为 45%；合同销售均价维持稳定：比 2019 年下降约 4.1% 至 16,000 元/平米，较 2018 年提升约 6.2%；签约回款率持续提升，前 7 月累计回款率达到 95%，比 2019 年提升近 3 个百分点，回款周期缩短至 45 天。公司 2020 年下半年可售货值达 2800 亿，从目前销售进度来看，未来 5 个月只需达到 49.3% 的去化即可完成全年销售目标。整体来看，公司合同销售回升迅速，在手可售货源充足；项目区域分布均衡，一二线和准二线占比达到 88%，去化更有保障，公司全年销售目标有望超额达成。

➤ 维持“买入”评级，上调目标价至 8.83 港元：

公司上半年业绩表现出色，整体维持稳健增长，盈利能力持续增强；合同销售恢复迅速，销售均价维持稳定；在手货源充足，区域分布良好，未来业绩的增长较有保障。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.42 元，上调公司目标价至 8.83 港元，维持“买入”评级。

重要数据

日期	2020-08-27
收盘价 (港元)	6.56
总股本 (百万股)	8,218
总市值 (百万港元)	53,912
净资产 (百万元)	67,216
总资产 (百万元)	322,688
52 周高低 (港元)	7.46/3.95
每股净资产 (元)	8.18

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

更新报告-20200703

研究部

姓名: 杨森

SFC: BJO644

电话: 0755-21519190

Email: yangsen@gyzq.com.hk

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	42,368	54,766	73,837	90,339	109,566
同比增长 (%)	33.1%	29.3%	34.8%	22.4%	21.3%
毛利率	25.0%	25.1%	25.6%	25.5%	25.5%
核心归母净利润	5,536	6,903	8,041	9,720	11,696
同比增长 (%)	35.6%	24.7%	16.5%	20.9%	20.3%
核心归母净利率	13.1%	12.6%	10.9%	10.8%	10.7%
核心每股盈利	0.71	0.87	0.98	1.18	1.42
CORE PE@6.56HKD	8.14	6.66	5.95	4.92	4.09

数据来源: 公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

业绩稳健增长，盈利能力持续增强：

公司上半年实现营收人民币 230.2 亿元，同比增长 11.3%。其中物业销售收入 19.4 亿元，同比增长 7.6%；租金收入 2.2 亿元，比去年同期增加 25.1%；物业管理收入 11.8 亿元，同比大幅增长 88.2%；项目管理收入 22.4 亿元，同比增长 20.2%。期内公司核心净利润按年增长 11.2%至 31.9 亿元，核心净利润率为 13.9%。

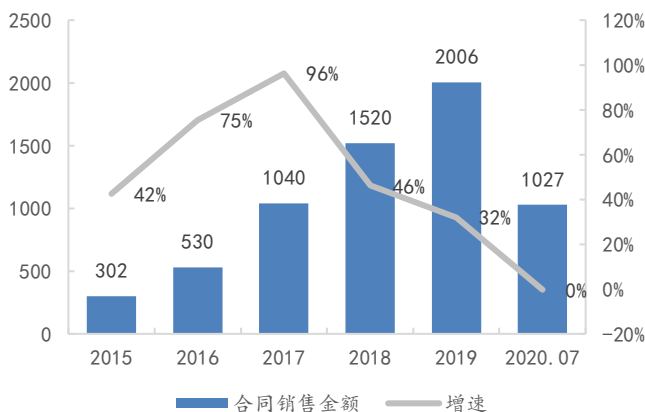
虽受疫情影响，公司上半年收入依然维持稳健增长，增速处于行业较高水平。同时得益于永升业务的并入，物业管理收入录得大幅增长，在二者良好的协同效应下，未来有望对公司盈利形成良好的支撑。

合同销售量质齐升，全年目标有望超额达成：

公司 2020 年初受疫情影响，累计合同销售金额及均价同比增速略微乏力，随着疫情恢复行业复苏，公司销售回暖状况良好，合同销售量质齐升，下半年销售额复苏的态势有望持续。

- 1-7 月实现合同销售金额约人民币 1027 亿元，其中 7 月单月销售同比增幅达到 51%，前 7 个月目标完成率为 45%；
- 合同销售均价维持稳定：比 2019 年下降约 4.1%至 16,000 元/平米，较 2018 年提升约 6.2%；
- 签约回款率持续提升，前 7 月累计回款率达到 95%，比 2019 年提升近 3 个百分点，回款周期缩短至 45 天。

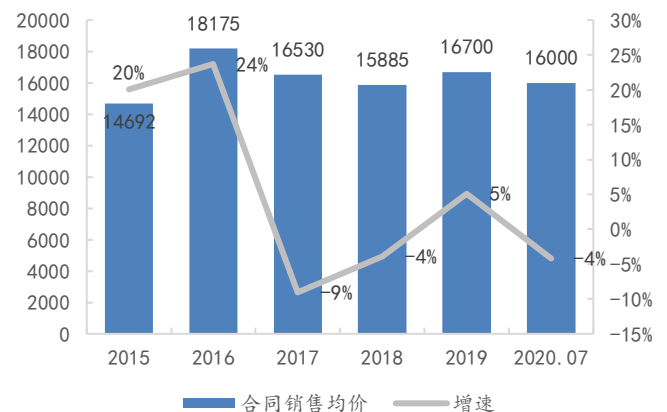
图 1：公司 2015-2020 年 7 月合同销售金额及增速



单位：人民币亿元

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司 2015-2020 年 7 月合同销售均价及增速

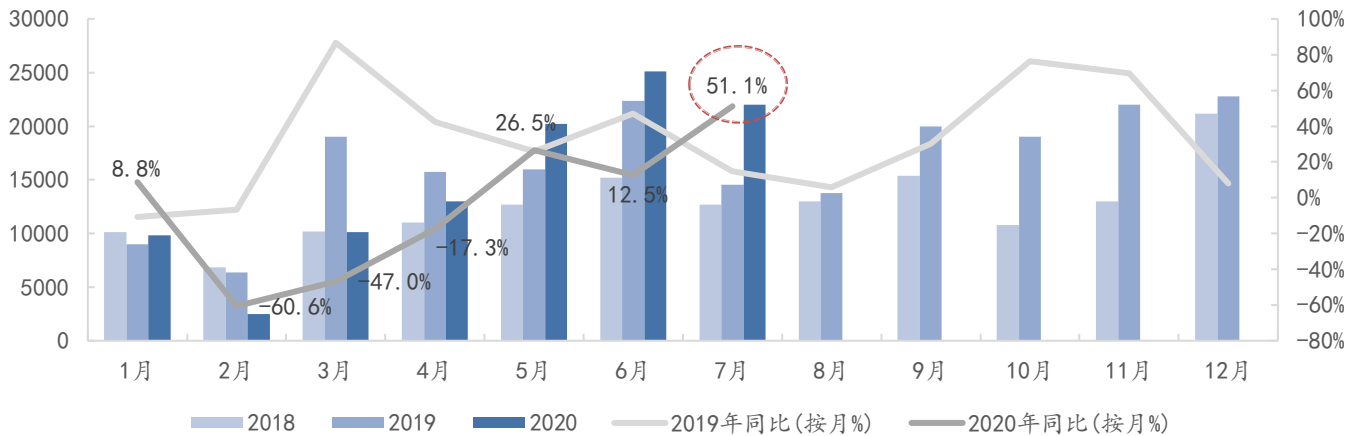


单位：人民币元

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2-4月销售同比有所下降；5月以来销售恢复状况良好。公司2020年5-7月单月合同销售金额分别为人民币202、251.3和219.9亿元，同比分别录得26.5%、12.5%和51.1%的增长，整体来看公司受疫情影响的恢复情况良好。

图3：公司2018年1月-2020年7月单月合同销售金额及同比增速

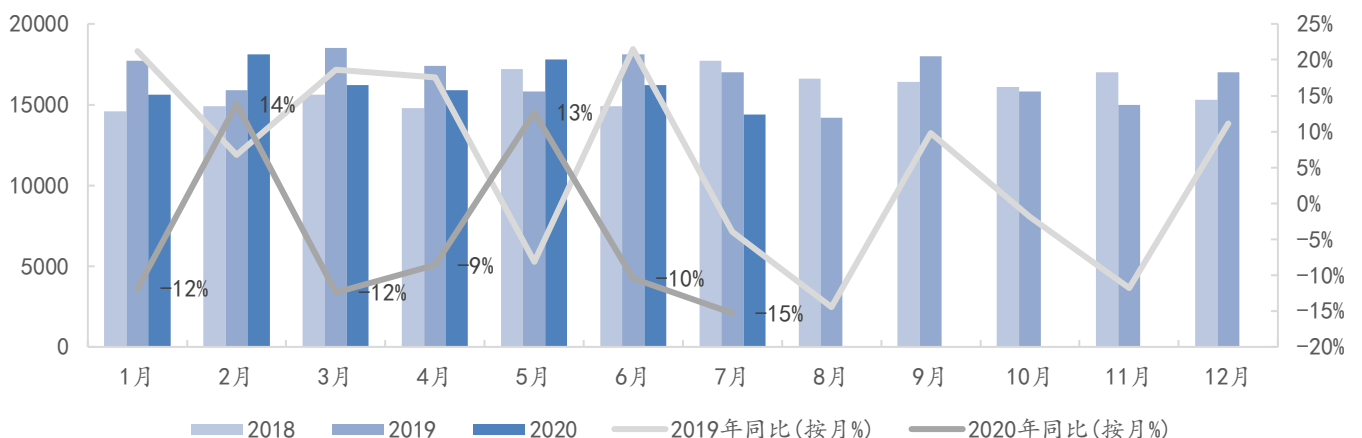


单位：人民币百万元

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

从单月销售均价来看，2020年1月以来，合同销售均价表现波动较大，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正常范围，预计公司全年合同销售均价将维持在稳定的水平。

图4：公司2018年1月-2020年7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

公司 2020 年下半年可售货值达 2800 亿，项目遍布全国 60 多个城市，主要分布在东南、华北东北、中部、江苏、环沪圈、西南、山东、大湾区以及西北区域。其中，项目分布以一二线、准二线城市为主，占比达到 88%；高一二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 5：公司 2020 全年可售货值按区域分布

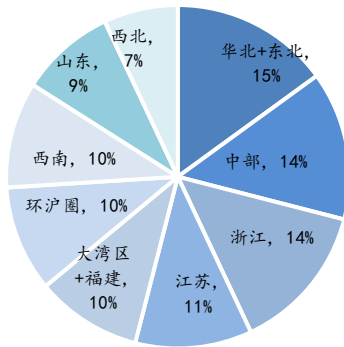
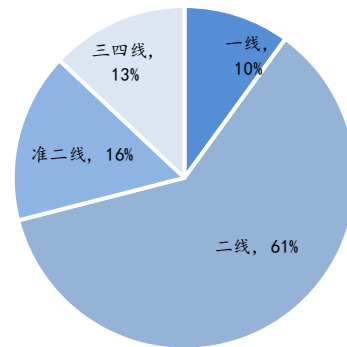


图 6：公司 2020 全年可售货值按城市等级分布



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

从目前销售进度来看，公司未来 5 个月只需达到 49.3% 的去化即可完成全年销售目标。整体来看，公司合同销售回升迅速，在手可售货源充足；项目区域分布均衡，城市等级良好，去化更有保障，公司全年销售目标有望超额达成。

上调目标价至 8.83 港元，维持“买入”评级：

公司上半年业绩表现出色，整体维持稳健增长，盈利能力持续增强；合同销售恢复迅速，销售均价维持稳定；在手货源充足，区域分布良好，未来业绩的增长较有保障。我们预计公司 2020 至 2022 年核心 EPS 分别为 0.98、1.18 和 1.42 元，上调公司目标价至 8.83 港元，相较于现价约 35% 的涨幅，维持“买入”评级。

百万元人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	42,368	54,766	73,837	90,339	109,566
同比增长(%)	33.1%	29.3%	34.8%	22.4%	21.3%
毛利率	25.0%	25.1%	25.6%	25.5%	25.5%
核心归母净利润	5,536	6,903	8,041	9,720	11,696
同比增长(%)	35.6%	24.7%	16.5%	20.9%	20.3%
核心归母净利润率	13.1%	12.6%	10.9%	10.8%	10.7%
核心每股盈利	0.71	0.87	0.98	1.18	1.42
CORE PE@6.56HKD	8.14	6.66	5.95	4.92	4.09

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	73,837	90,339	109,566	增长率(%)				
-房地产业务	39,014	50,644	67,357	81,502	97,803	收入	33.1	29.3	34.8	22.4
-其他	3,354	4,122	6,479	8,837	11,763	经营利润	13.4	22.2	24.2	20.7
销售成本	-31,755	-41,012	-54,920	-67,273	-81,595	盈利分析(%)				
毛利	10,613	13,754	18,916	23,066	27,971	毛利	25.0	25.1	25.6	25.5
其他收入	2,066	1,424	1,567	1,723	1,896	经营利润	27.6	26.1	24.0	23.7
行政费用	-2,122	-2,909	-3,921	-4,798	-5,819	净利润	12.8	11.8	11.2	11.1
其他费用	-1,047	-1,541	-2,345	-2,869	-3,480	其他(%)				
经营利润	9,510	10,728	14,217	17,122	20,567	有效税率	34.6	38.9	37.1	33.3
利息支出	-369	-713	-812	-924	-1,062	流动比率	168.1	165.0	164.1	164.2
联营公司收入	2,175	3,556	3,549	4,294	5,153	派息比率	31.5	29.6	39.7	30.0
税前利润	11,316	13,571	16,953	20,492	24,658	ROE	21.1	21.3	23.1	23.7
税项	-4,198	-4,515	-5,634	-6,818	-8,204	ROA	2.2	2.0	2.2	2.4
税后利润	6,903	8,819	11,077	13,452	16,232	估值				
少数股东权益	1,494	2,382	2,842	3,439	4,139	P/Sales (x)	106.4	83.9	64.8	52.9
净利润	5,409	6,437	8,235	10,013	12,093	PE (x)	8.3	7.1	5.8	4.8
核心归母净利润	5,536	6,903	8,041	9,720	11,696	P/Cash flow (x)	104.0	80.3	72.6	66.0
每股收益(元)	0.70	0.82	1.00	1.22	1.47	派息率(%)	31.5	29.6	39.7	30.0
每股派息(元)	0.25	0.29	0.46	0.42	0.51					
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	16,933	20,492
应收帐款	57,955	79,528	87,481	96,229	105,852	折旧	17	134	28	28
存货	94,376	130,756	149,919	179,903	215,884	经营资产变动	-12,264	-13,853	-4,692	-11,572
其他固定资产	3,273	3,825	3,999	4,192	4,403	税项	-3,902	-4,198	-4,515	-5,634
无形资产	0	0	0	0	0	预收款变动	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	1,199	-4,146
联营公司	14,290	21,138	28,114	34,018	40,821	资本支出	-1,170	-1,556	-1,625	-1,775
投资物业	16,147	17,635	19,261	21,036	22,975	联营公司投资	-5,663	-6,848	-6,976	-5,904
资产总额	241,060	322,688	368,423	422,991	486,310	其他	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	-8,601	-7,679
应付帐款	58,053	84,839	97,463	110,153	122,795	新增股份	177	152	321	0
可转换债券	908	0	0	0	0	债务变动	30,368	25,836	15,129	17,170
长期借款	64,469	82,560	96,295	111,932	131,407	派息	-1,524	-1,816	-3,123	-2,812
递延税项	11,458	12,751	14,509	16,514	18,803	其他	0	0	0	0
其他负债	44,238	54,196	62,139	74,566	89,480	融资现金流	29,021	24,172	12,328	14,358
负债总额	191,614	255,484	292,938	337,231	388,238	现金变动	12,966	5,660	4,926	2,532
股东权益	25,604	30,165	35,601	42,191	50,134	汇对改变	-575	-274	0	0
少数股东权益	19,959	33,167	36,009	39,448	43,587	期初现金	11,028	23,419	28,805	33,730
总权益	49,447	67,216	75,493	85,523	97,604	期末现金	23,419	28,805	33,730	36,263
净负债率	67%	69%	70%	74%	79%	调整	-19,909	-28,448	-32,111	-36,162
每股净资产(元)	6.26	8.18	9.19	10.41	11.88	现金及现金等价物	43,328	57,253	65,841	72,425

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）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）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）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）及/或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）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）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）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）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）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）及/或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）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