业绩实现稳步增长，综合实力继续夯实

——旭辉控股集团 2021 中报点评

旭辉控股集团
(0884.HK)
买入
(维持)

营业收入快速增长，盈利能力小幅下滑。旭辉控股集团 2021 年上半年实现营收 363.73 亿元，同比增长 58.0%；归母核心净利润 33.46 亿元，同比增长 4.8%。受地价上升等因素影响，公司 2021 年上半年报表毛利率约 20.7%，2020 年同期为 25.6%。费用率方面，公司 21H1 销售费用率因新推项目增多而上升 0.3pct 至 3.2%，但管理费用率下降 1.0pct 至 4.8%。另一方面，合联营企业业绩由 20H1 的 12.43 亿元下降至 21H1 的 6.55 亿元，也一定程度影响利润增速。综上，公司 2021H1 核心净利率约为 9.2%（2020H1：13.9%），盈利能力小幅下滑。不过，随着公司综合优势的持续释放，公司未来业绩有望继续稳健成长。

多元化拿地稳步推进，综合实力继续夯实。公司近年来加大多元拿地力度，2021 年上半年通过多元化渠道获取的新增土地储备货值占比约为 27%（2020 年：51%），平均地价 6982 元/平，上半年销售均价达 17100 元/平。截至 2021H1，公司包含已锁定待挂牌土储总面积 6857 万方，其中按货值一线城市占比约 11%，二线城市占比约为 61%，准二线城市占比约为 13%。重点城市方面，公司货值占比前五的城市分别为北京、长沙、武汉、温州和重庆，市场基本面强劲，发展具备支撑。在楼市新政频出、行业分化加大的当下，**公司有望持续受益于自身开发、投资、融资等方面的综合优势，通过新城市的扩张与区域深耕驱动公司整体的稳步成长。**

融资渠道保持畅通，财务状况持续稳健。公司 2021 年上半年继续积极管理债务结构与财务资金，在优化债务年期和渠道的同时降低整体融资成本。截至 2021 年上半年末，公司现金及存款总额为 524.06 亿元，较 2020 年末上升 2.4%；现金短债比为 2.7 倍，继续保持在 2 倍以上的充足水平；有息负债总额和结构保持稳定，2021 年上半年末有息负债总额较 2020 年末小幅增长 5.8%，净负债率较 2020 年末继续下降 3.6 个百分点至 60.4%。公司 2021 年上半年整体加权融资成本约为 5.1%，较 2020 年下降 0.3 个百分点。公司今年来继续保持了审慎的财务政策，整体财务状况更趋稳健。

维持“买入”评级，目标价 8.1 港元。考虑到最新的市场环境变化，我们小幅下调公司 21-23 年核心净利预测 1.2%/2.1%/2.8%，预测公司 2021-2023 年核心 EPS 分别为人民币 1.12 元、1.25 元和 1.39 元，核心净利同比增长 12.0%、11.3% 和 11.2%。考虑到公司综合实力优势，维持 45%目标 NAV 折让，小幅下调目标价 3.1%至 8.1 港元（部分系股本变动影响），对应 2021 年 6.3 倍 PE，较现价空间达 60%。（最新股价为 2021 年 8 月 26 日收盘价）

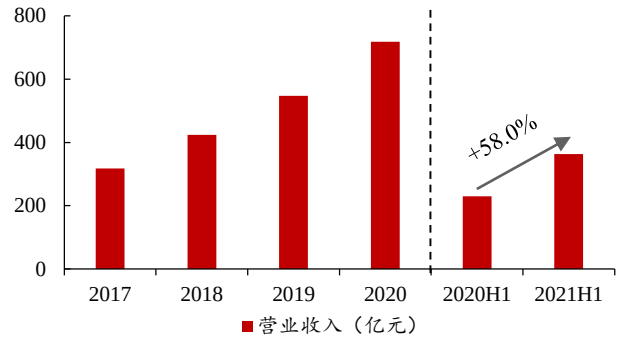
微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3700 7094
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

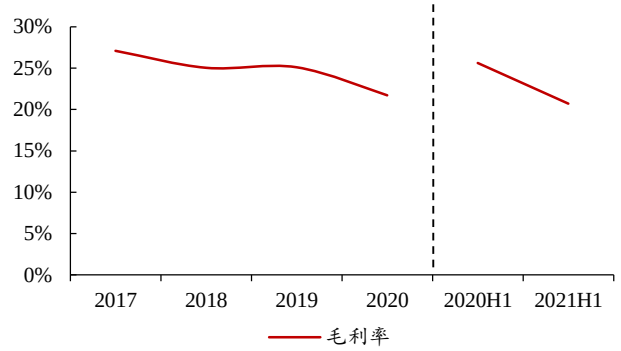
财务摘要 (百万人民币)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
营业收入	42,368	56,451	71,799	83,370	96,263	110,055
(+/-)%	*33.1%*	*33.2%*	*27.2%*	*16.1%*	*15.5%*	*14.3%*
毛利润	10,613	14,116	15,609	18,029	20,726	24,267
核心净利润	5,536	6,903	8,026	8,992	10,009	11,130
(+/-)%	*35.6%*	*24.7%*	*16.3%*	*12.0%*	*11.3%*	*11.2%*
核心 PE	6.68	5.36	4.61	4.11	3.69	3.32
PB	1.44	1.22	1.03	0.88	0.75	0.65

图 1：公司 2021 年上半年营业收入同比增长 58.0%



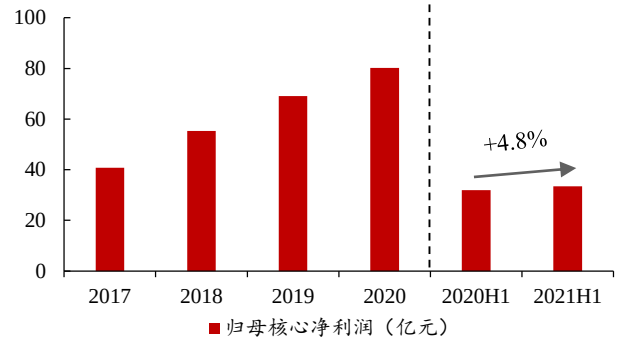
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司 2021 年上半年报表毛利率有所下降



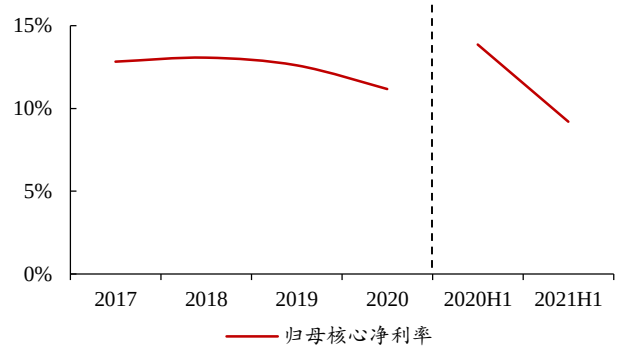
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司 2021 年上半年核心净利润稳步增长



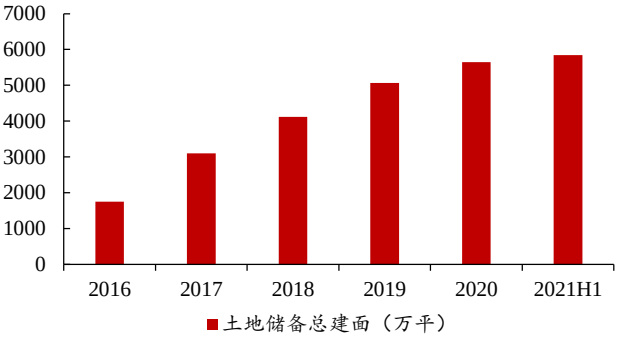
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 4：公司 2021 年上半年核心净利率有所下降



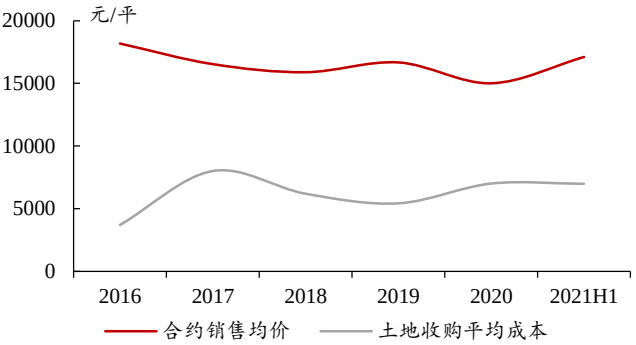
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 5：公司土地储备稳步增长



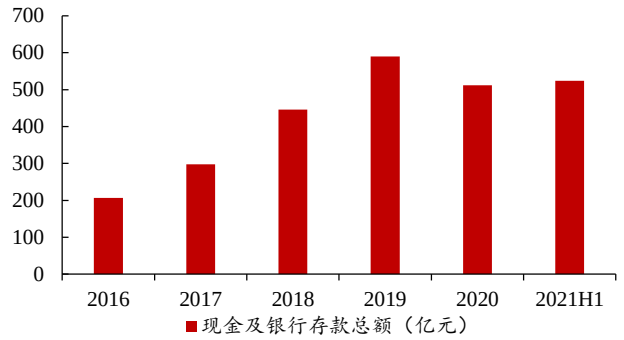
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：公司拿地成本基本维持稳定



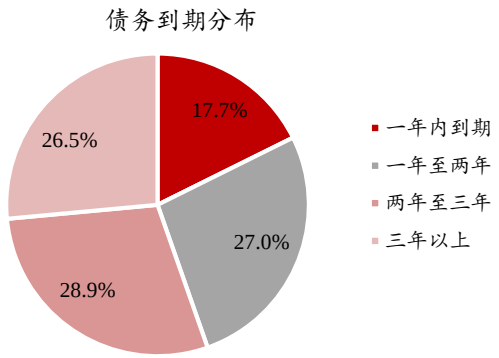
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 7：公司现金及存款总额小幅增长



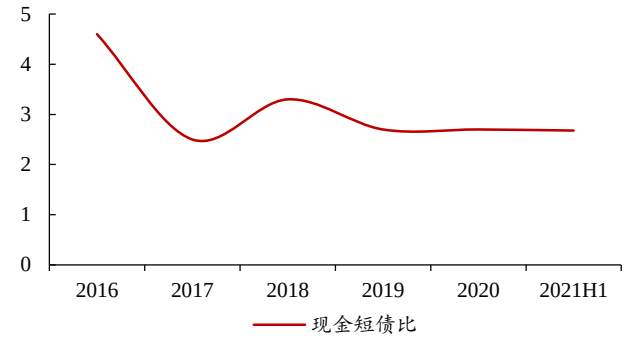
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：包含全部货币资金

图 8：公司有息负债结构保持合理



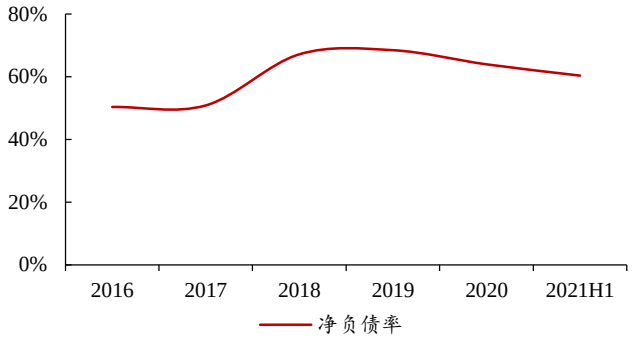
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2021H1

图 9：公司现金短债比保持 2 倍以上充足水平



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：报表口径

图 10：公司净负债率稳步下行，杠杆水平可控



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 1：旭辉控股集团 NAV 约 14.76 港元/股

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	157,043
投资物业总计	17,046
总资产估值	174,089
净负债	50,664
NAV 估值	123,425
每股 NAV（港元/股）	14.76
股价（港元，8 月 26 日）	5.08
NAV 折让	66%

数据来源：公司公告，中达证券研究

注：计算估值指标及 EPS 增速时已使用最新总股本进行调整

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。

损益表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	56,451	71,799	83,370	96,263	110,055
营业成本	-42,335	-56,190	-65,340	-75,536	-85,789
毛利润	14,116	15,609	18,029	20,726	24,267
销售及行政开支	-4,728	-5,014	-6,003	-6,931	-7,924
EBIT	10,321	13,150	14,582	16,350	18,898
利息成本	-729	-667	-958	-931	-1,302
利息收入	536	619	604	621	680
联营公司利润	3,508	2,128	2,610	2,904	2,388
其他收入	201	941	0	0	0
税前利润	13,837	16,170	16,837	18,945	20,664
所得税	-4,595	-4,274	-5,043	-5,634	-6,421
少数股东权益	-2,799	-3,864	-2,801	-3,302	-3,113
净利润	6,443	8,032	8,992	10,009	11,130
核心净利润	6,903	8,026	8,992	10,009	11,130
股权数	7,804	8,018	8,018	8,018	8,018
核心 EPS	0.88	1.00	1.12	1.25	1.39
每股分红	0.35	0.35	0.39	0.44	0.48

现金流量表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润	6,443	8,032	8,992	10,009	11,130
营运资本变动	-16,256	11,309	-1,146	1,154	616
其他	-1,779	-2,199	-2,001	-1,687	-1,851
经营性现金流合计	-11,591	17,142	5,846	9,476	9,895
投资物业	-862	-736	-2,572	-4,477	-6,208
其他	-18,146	-36,604	-4,185	-1,869	4,308
投资性现金流合计	-19,008	-37,341	-6,757	-6,346	-1,900
自由现金流	-30,599	-20,199	-912	3,130	7,996
每股自由现金流	-4	-3	-0	0	1
权益融资	158	2,558	0	0	0
债权融资	24,527	5,558	8,377	7,916	3,630
其他	19,963	4,599	-4,005	-6,618	-7,930
融资性现金流合计	44,648	12,715	4,372	1,298	-4,299
现金变动合计	14,049	-7,484	3,460	4,428	3,696
期初现金	44,488	58,537	51,053	54,513	58,941
期末现金	58,537	51,053	54,513	58,941	62,638

资产负债表

人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	17,686	22,699	25,271	29,748	35,956
长期股权投资	25,336	39,742	43,962	46,129	41,927
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	43,022	62,441	69,233	75,878	77,883
发展中物业	115,203	129,018	131,534	140,231	149,504
竣工待售物业	24,266	18,609	16,615	15,158	14,639
应收账款	24,597	30,384	37,980	45,576	56,970
银行存款及现金	58,968	51,155	54,615	59,043	62,740
其他流动资产	58,800	87,693	87,693	87,693	87,693
总资产	324,855	379,299	397,671	423,579	449,429
流动负债合计	170,867	206,871	210,307	222,438	238,642
长期借款	82,560	86,016	92,897	99,400	102,382
其他非流动负债	73	121	121	121	121
递延所得税	3,157	2,650	2,915	3,498	3,848
非流动负债合计	85,791	88,787	95,933	103,019	106,350
少数股东权益	37,998	47,591	49,189	49,013	47,691
归属母公司股东权益	30,199	36,052	42,241	49,110	56,745
总负债和权益合计	324,855	379,299	397,671	423,579	449,429

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	25.0%	21.7%	21.6%	21.5%	22.0%
经营利润率	18.3%	18.3%	17.5%	17.0%	17.2%
核心净利率	12.2%	11.2%	10.8%	10.4%	10.1%
营收增长率	33.2%	27.2%	16.1%	15.5%	14.3%
EBIT 增长率	15.8%	27.4%	10.9%	12.1%	15.6%
核心净利增长率	24.7%	16.3%	12.0%	11.3%	11.2%
EPS 增长率	23.0%	13.2%	12.0%	11.3%	11.2%
每股净资产	3.87	4.50	5.27	6.12	7.08
利息覆盖倍数	2.66	2.91	3.27	3.49	3.70
净负债资本率	29.0%	31.1%	31.2%	30.8%	29.4%
净负债率	65.6%	64.0%	64.0%	63.2%	59.3%
总资产周转率	0.20	0.20	0.21	0.23	0.25
资产权益比	10.76	10.52	9.41	8.63	7.92
ROA	2.3%	2.3%	2.4%	2.5%	2.7%
ROE	24.7%	24.2%	23.0%	21.9%	21.0%
ROCE	5.1%	4.9%	5.0%	5.2%	5.4%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。