

2021年04月06日

强烈推荐（维持）

## 业绩亮眼财务优化，多元业务进入发力期

目标股价：9.60 港元  
当前股价：7.50 港元

旭辉控股集团 00884.HK

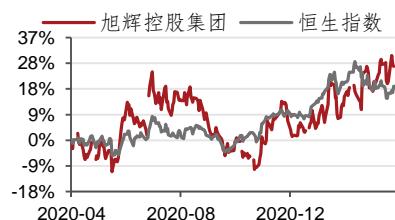
## 基础数据

流通市值（百万港元）	61,672.50
发行股份（百万股）	8,223.00
每股净资产（港元）	4.39
近3月平均日交易量(百万港元)	107.21
主要股东持股比例（%）	
林中或其一致行动人	43.9
平安集团	6.7

## 股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	7.08	15.92	18.31
绝对表现	6.53	20.58	42.85
近12月最高价(港元)	21-03-17	7.80	
近12月最低价(港元)	20-05-25	5.13	

## 近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

## 相关报告

1、《旭辉控股集团 00884.HK：提质增效，二千亿新贵打开增长新空间》2020-10-06

## 分析师 董浩

执业证号：BOI846  
852-25105555  
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君  
852-25105555  
zhouzhuojun@cric.com

## 事件

- 公司发布 2020 年业绩报告：截至年末，公司实现营业收入 718 亿，同比+27%；净利润首次突破百亿，达 119 亿，同比+29%。报告期内，公司净负债率 64%，维持行业较低水平；加权融资成本 5.4%，为三年来最低。

## 投资要点

- 业绩增长稳健，归母核心净利润实现 16% 增长。2020 年公司实现营收 718.0 亿元，同比+27.2%；归母核心净利润 80.3 亿元，同比+16.3%；过去三年公司净利润、归母核心净利润 CAGR 均达 25%，盈利能力长期维持行业高水平。2020 年公司综合毛利率 21.7%，同比下滑 3.3PCT；归母核心净利率 11.2%，同比下滑 1.0 PCT，主要因 17-18 年限价项目集中结转所致。2020 年公司核心 ROE 为 24.2%，已连续五年维持 20% 以上。

- 2021 年公司销售目标稳中有进，维持两位数增长。2020 年公司实现合约销售额 2310 亿元（权益比 53%），同比+15%，对应签约回款率 92%、销售去化率 70%；实现合同销售面积约 1539 万方。从城市能级来看，2020 年合约销售一二线及准二线城市贡献占比约 87%；从都市圈分布来看，长三角/环渤海/中西部/华南分别占比 43%/24%/22%/11%。具体区域来看，东南区域表现优异，销售额突破 500 亿元；江苏、华北、山东区域销售额超 200 亿元。2021 年公司预计新开盘项目超 69 个，总可售货值 4000 亿元，其中一二线及准二线占比约 86%；充裕货值及优质土储结构推动公司销售稳健增长，2021 年公司目标销售约 2650 亿元，同比+15%。

## 核心数据

会计年度（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	54766.2	71798.7	89748.3	110390.4	132468.5
增长率(%)	29.3%	31.1%	25.0%	23.0%	20.0%
归母净利润(百万元)	6436.9	8031.9	9205.9	11304.0	13284.3
增长率(%)	19.0%	24.8%	14.6%	22.8%	17.5%
每股收益（EPS）	0.81	0.99	1.12	1.37	1.62
市盈率（P/E）	7.8	6.4	5.7	4.6	3.9
市净率（P/B）	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

- **多元拿地策略驱动土储丰收。**2020 年公司土地投资金额 915 亿元(新增权益地价 555 亿元), 同比+11%; 拿地总建面 1307 万方, 同比-14%; 拿地单价约 6985 元/平, 同比+28%。公司 90%新增可售货值位于上海、广州、厦门等核心城市, 或带来短期内销售单价的提升; 同时公司持续发力多元拿地以缓和投资成本, 2020 年公司一二级联动、收并购等占比超 50% (2019 年占比 33%)。截至 2020 年底, 公司土储总建面约 5650 万方, 权益比 55%, 较 2019 年提升 3PCT; 土储总货值超万亿, 一二线占比约 73%, 可保证公司未来 3 年销售稳健增长。
- **商业板块进入发力阶段, 预期未来三年租金 CAGR 达 30%。**报告期内, 公司新增 12 座商业综合体, 多紧邻轨道交通沿线; 公司计划每年新扩 12-15 座。截至期末, 公司已储备商业综合体 30 余座, 总建面超 237 万方, 其中一线城市占比超 29.5%, 为未来三年实现租金 CAGR50% 的目标提供坚实保障。
- **财务指标逐渐改善, 融资成本持续创新低。**截至 2020 年末, 公司扣预后资产负债率 72.5%, 同比-2.3pct; 净负债率 64.0%, 同比-1.6pct; 现金短债比 2.7X, 同比-0.1, 位居三道红线“黄档”, 达标指日可期。期间穆迪于 11 月提升公司评级至 Ba2, 联合国际给予 BBB- 的投资级评级, 助力 2020 年公司整体融资成本优化 0.6pct 至 5.4%, 为三年来最低; 其中新增融资成本约 4.5%, 境内境外均实现融资利率新低。
- **投资建议:**公司为均好发展的民营房企, 2019 年销售跨越 2000 亿门槛, 2021 年销售预计维持两位数增长。近年来公司销售权益比稳步提升, 多渠道投资有效控制成本, 叠加商业、物管等存量端业务布局带来长期价值持续增厚, 我们看好公司在行业下半场的发展空间。我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 92.1、113.0、132.8 亿元, 对应 EPS 分别为 1.12、1.37、1.62 元, 对应 PE 分别为 5.7X、4.6X、3.9X。维持“强烈推荐”评级, 目标价 9.60 港元 (对应 28% 增长空间)。
- **风险提示:** 行业销售下滑超预期, 政策调控力度不及预期。

## 公司财务数据

利润表(百万元)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	资产负债表(百万元)	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	54766.2	71798.7	89748.3	110390.4	132468.5	现金及现金等价物	57253.0	51052.7	71798.7	94069.7	104350.2
营业成本	41012.5	56189.6	70003.7	85000.6	102000.8	应收账款及其他应收款项	91118.5	123407.2	102120.5	145600.8	169524.4
毛利	13753.7	15609.1	19744.6	25389.8	30467.8	存货	130755.5	141922.6	165773.2	175042.2	214461.9
销售费用	1739.4	2067.4	2625.8	3304.8	3885.2	其他流动资产	388.7	101.9	245.3	173.6	209.4
管理费用	2908.6	2946.4	4314.7	5233.4	6028.2	流动资产合计	280101.5	316858.7	339311.9	415260.5	488920.3
财务费用	727.8	667.4	936.0	1214.8	1356.9	固定资产及在建工程	131.4	235.2	227.4	212.6	210.5
其他费用/(-收入)	(5178.4)	(6241.9)	(8144.3)	(10017)	(12021)	长期股权投资	18579.4	23890.9	26846.4	30031.2	33850.2
营业利润	13556.3	16169.8	20012.4	25654.3	31218.4	无形资产、商誉	120.7	679.3	847.4	1095.5	1403.5
所得税费用	4515.3	4274.2	6378.1	7991.9	10461.7	其他非流动资产	1746.6	2208.2	1675.6	1876.8	1920.2
净利润	9041.0	11895.5	13634.3	17662.5	20756.7	非流动资产合计	42598.2	62440.7	66098.4	70759.7	75969.7
少数股东损益	2604.1	3863.6	4428.4	6358.5	7472.4	资产总计	322699.7	379299.4	405410.3	486020.2	564889.9
归属于母公司净利润	6436.9	8031.9	9205.9	11304.0	13284.3	短期借款	21138.4	18699.3	24049.0	31342.0	40337.8
						应付账款及其他应付款项	16202.2	28053.6	22137.8	41808.1	33125.8
						合同负债	54196.0	74627.0	86542.0	91794.5	107985.8
						其他流动负债	66795.5	73887.0	70341.3	72114.2	71227.7
						流动负债合计	169756.3	206870.6	223980.9	252927.9	282370.0
						长期借款	51141.0	54260.0	52781.0	77743.6	95744.2
						长期应付账款及其他应付款项	23674.0	26980.0	37830.6	39830.3	53983.3
						其他长期负债	-20506.4	7546.5	-6479.9	533.3	-2973.3
						非流动负债合计	85727.8	88786.5	84131.7	118107.2	146754.1
						负债合计	255484.1	295657.2	308112.6	371035.1	429124.2
						股本	639.7	668.5	689.6	714.5	737.5
						储备	29525.6	35383.2	44589.1	55893.1	69177.4
						少数股东权益	37050.3	47590.6	52019.0	58377.5	65849.8
						负债和股东权益总计	322699.7	379299.4	405410.3	486020.2	564889.9
财务指标	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	现金流量表(百万元)	FY19	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
盈利能力						净利润	6436.9	0.0	9205.9	11304.0	13284.3
ROE	13.5%	14.2%	14.0%	15.4%	15.3%	折旧摊销	78.9	0.0	138.6	138.6	138.6
毛利率	25.1%	21.7%	22.0%	23.0%	23.0%	营运资本变动	-16399.9	0.0	-8200.0	-22203.8	-32321.7
营业利润率	24.8%	22.5%	22.3%	23.2%	23.6%	利息净支出	210.8	48.8	215.2	290.4	222.5
销售净利率	16.5%	16.6%	15.2%	16.0%	15.7%	其他	-2352.0	-48.8	-7423.5	-9093.1	-10886.6
成长能力						经营活动现金流	-12025.4	0.0	-6063.7	-19563.9	-29562.9
营业收入增长率	29.3%	31.1%	25.0%	23.0%	20.0%	资本支出	36.5	0.0	298.9	371.9	444.4
营业利润增长率	19.8%	19.3%	23.8%	28.2%	21.7%	其他	-13642.5	0.0	-8130.9	-7257.8	-5129.6
净利润增长率	27.0%	31.6%	14.6%	29.5%	17.5%	投资活动现金流	-18635.7	0.0	-8411.0	-7612.0	-5561.8
偿债能力						债务融资	29967.1	0.0	3870.8	32255.6	26996.3
资产负债率	79.2%	77.9%	76.0%	76.3%	76.0%	权益融资	-1820.0	0.0	-945.9	-458.6	-702.2
流动比	165.0%	153.2%	151.5%	164.2%	173.1%	其它	16413.4	0.0	83203.1	17592.7	19042.6
速动比	88.0%	84.6%	77.5%	95.0%	97.2%	筹资活动现金流	44560.6	0.0	86128.0	49389.7	45336.7
						汇率变动	26.0	0.0	145.4	57.1	67.5
						现金净增加额	13925.5	0.0	71798.7	22271.0	10280.6
每股指标与估值	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E						
每股指标											
EPS	0.81	0.99	1.12	1.37	1.62						
BVPS	8.2	10.2	11.8	14.0	16.5						
估值											
P/E	7.8	6.4	5.7	4.6	3.9						
P/B	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4						
P/S	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4						

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 评级指南及免责声明

## 披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司,母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司,母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供[服务名称]服务, [并已在过去十二个月内收取了该服务之费用]/[并预计在未来三个月内收取该服务之费用] (选其一)。

克而瑞及其子公司,母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。(如不适用可以移除)

克而瑞及其子公司,母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

## 分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥补不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管,除了向CEO直接汇报外,分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序,以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序,并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall),以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

## 投资评级定义

## 公司短期评级

以报告日起 6 个月内,公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅 (复权后) 超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅 (复权后) 介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度 (复权后) 介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅 (复权后) 超 5%以上

## 免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司,其股东,及其关联公司,或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是,本文所表达的意见,估算和预测完全是本文作者的意见,估计和推测,而不是作为上述被研究公司,其股东,及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见,估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息,但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实,以及其中所表达的意见,估计,预测和推测,截至本报告日期,如有变更,恕不另行通知。对于本报告所含信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,不作任何明示或暗示的陈述或保证,也不应依赖于这些信息,意见,估计,预测和推测的公正性,准确性,完整性或合理性,而且克而瑞证券有限公司,上述被研究公司,其股东,或任何其他人,对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失,均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约,邀请或要约招揽的一部分,本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础,也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定,必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考,不得以任何目的复制,分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国,加拿大或日本取得或传送,也不得在美国,加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制,持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

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。

本报告所载之意见,估计,预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前,客户应考虑该等意见是否适合其特定情况,并在必要时寻求专业建议。

预测,推测和估值纯属猜测,且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测,推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测,推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产,未经克而瑞事前书面同意,任何人士或机构均不得复制,分发,传阅,广播或作任何商业用途,而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险,过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情,包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779),为香港证券及期货事务监察委员会持牌人,获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。