

买入 (维持)

00884.HK 旭辉控股集团

港股通 (沪、深)

目标价: 4.00 港元

现价: 2.03 港元

保持审慎拿地, 推出三五股权激励计划

2022年8月10日

预期升幅: 97%

主要财务指标

市场数据

日期	2022.8.9
收盘价(港元)	2.03
总股本(亿股)	91.44
总市值(亿港元)	185.62
净资产(亿元)	419.90
总资产(亿元)	4327.50
每股净资产(元)	4.78

数据来源: Wind

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	107,835	117,571	126,457	136,111
同比增长(%)	50.2	9.0	7.6	7.6
核心净利润(百万元)	7,284	7,317	7,635	8,248
同比增长(%)	-9.2	0.5	4.3	8.0
毛利率(%)	19.3	18.5	18.0	17.5
核心净利润率(%)	6.8	6.2	6.0	6.1
净资产收益率(%)	18.7	16.5	15.5	15.2
每股核心收益(分)	88	85	89	96
每股股息(港仙)	19	35	36	39

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **维持“买入”评级, 目标价4.00港元:** 公司保持谨慎拿地, 积极管理存量债务, 推出三五计划股权激励绑定核心团队利益, 同时大股东持续在公开市场增持公司股份。我们预计公司2022/2023年的营业收入为1176/1265亿元, 同比增长9.0%/7.6%; 核心净利润为73/76亿元, 同比增长0.5%/4.3%。我们维持“买入”评级, 目标价由5.70港元下调至4.00港元, 对应2022/2023年PE为4/4倍。
- **7月单月销售同比降幅环比缩窄:** 7月单月公司合同销售金额和面积为161亿元、114万平方米, 同比下降23%、增长13%, 单月销售均价为15100元/平米。截至7月, 公司累计合同销售金额和面积为792亿元、528万平方米, 同比下降50%、下降41%, 累计销售均价为15800元/平米, 同比下降11%。
- **7审慎补充土地储备:** 7月公司新增一个土地项目, 为小股操盘合作模式获得, 合作方为苏州本地国企苏州相城高新控股集团, 旭辉持股比例为10%, 项目计容GFA为6.3万平方米, 总土地款11.7亿元, 楼面地价为18471元/平米。截止7月公司累计新增7个项目, 分布在北京、义乌、上海、长沙、宁波、青岛、苏州等一二线城市, 总GFA为69万平方米, 权益GFA为44万平方米, 权益比例为64%, 总土地款为77亿元, 占销售金额比例为10%。
- **下半年公开债务到期压力不大:** 6月27日, 公司成功发行5亿公司债, 票面利率5.5%, 首次创设信用保护工具, 发行期限2+2年。目前至年底, 公司的公开债务偿还压力不大, 仅有少量ABS/ABN存续, 无大规模债务到期。下一笔到期大额债务为2023年1月5.5%美元债, 余额为2.95亿美元。从明年公开债到期债务时间分布来看, Q3占比相对较高。
- **大股东及高管持续增持; 推出股权激励计划; 调整组织结构:** 7月公司大股东及主要管理层持续增持公司股票, 年初至今大股东增持股份1203万股。7月26日, 公司推出三五股权激励计划, 向300名核心人员授予3亿股股份, 绑定核心团队利益, 行权价为2.51港元, 行权条件包括股价达到6港元。同时, 面对外部环境变化, 公司调整组织架构, 设立地产开发、商业、代建和职能四大平台, 加强对多元化业务培育力度, 精简管理结构、提升效率。

风险提示: 宏观经济增长放缓、行业调控政策放松不及预期、流动性宽松不及预期、商品房销售不及预期、人民币贬值。

相关报告

《持续压缩短债, 三道红线归绿》20220325

《北京参与拿地, 积极优化财务》20220306

《持续优化财务状况》20220210
《回款高效, 积极置换短债》20220109

海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

SAC: S0190521010001

请注意: 严宁馨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管的活动

附表

资产负债表

单位: 百万元人民币

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	351,527	377,174	401,743	424,915
货币资金	46,462	47,380	50,944	52,102
存货	188,302	210,805	227,277	246,118
应收账款	34,817	37,043	41,575	44,749
其他流动资产	81,946	81,946	81,946	81,946
非流动资产	81,223	81,236	81,249	81,261
物业、厂房及设备	525	539	551	563
投资物业	40,433	40,433	40,433	40,433
于联营公司的权益	18,448	18,448	18,448	18,448
于合营公司的权益	15,966	15,966	15,966	15,966
其他非流动资产	3,649	3,649	3,649	3,649
递延税项资产	2,202	2,202	2,202	2,202
资产总计	432,750	458,410	482,991	506,176
流动负债	223,740	235,077	246,468	255,700
短期借款	17,735	17,735	18,735	19,735
应付账款	68,299	81,382	89,490	95,371
合约负债	77,822	76,077	78,359	80,710
其他流动负债	59,884	59,884	59,884	59,884
非流动负债	101,610	106,610	110,110	113,610
长期借款	96,377	101,377	104,877	108,377
租赁负债	155	155	155	155
递延所得税负债	5,043	5,043	5,043	5,043
负债合计	325,350	341,687	356,578	369,310
股本	715	744	744	744
储备	41,275	46,031	50,994	56,355
永久资本工具	1,925	2,043	2,162	2,281
少数股东权益	63,485	67,905	72,513	77,486
总权益	107,400	116,723	126,413	136,866
负债及权益合计	432,750	458,410	482,991	506,176

现金流量表

单位: 百万元人民币

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
税前利润	18,228	17,530	18,280	19,726
折旧和摊销	0	32	32	33
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	711	728	755	782
所得税开支	5,900	5,675	5,917	6,385
营运资金的变动	-39,099	-13,392	-10,613	-13,784
经营活动产生现金流量	-26,906	-1,427	1,900	-294
投资活动产生现金流量	712	589	565	594
融资活动产生现金流量	21,603	1,756	1,100	858
现金净变动	-4,590	918	3,564	1,158
现金的期初余额	51,053	46,462	47,380	50,944
现金的期末余额	46,462	47,380	50,944	52,102

利润表

单位: 百万元人民币

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	107,835	117,571	126,457	136,111
营业成本	87,037	95,820	103,695	112,291
其它收益	2,076	2,351	2,529	2,722
销售费用	2,367	2,581	2,776	2,988
管理费用	3,767	4,115	4,426	4,083
营业利润	16,739	17,406	18,090	19,471
财务费用	579	711	728	755
其它经营开支	759	835	918	1,010
公允价值变动	1,308	0	0	0
税前盈利	18,228	17,530	18,280	19,726
所得税	5,900	5,675	5,917	6,385
税后盈利	12,327	11,855	12,362	13,340
少数股东损益	4,595	4,420	4,609	4,973
归母核心净利润	7,284	7,317	7,635	8,248
核心 EPS(元)	0.88	0.85	0.89	0.96
每股股息(港仙)	19	35	36	39

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性(%)				
营业收入增长率	50.2	9.0	7.6	7.6
营业利润增长率	21.6	4.0	3.9	7.6
核心净利润增长率	-9.2	0.5	4.3	8.0
盈利能力(%)				
毛利率	19.3	18.5	18.0	17.5
核心净利率	6.8	6.2	6.0	6.1
ROE	18.7	16.5	15.5	15.2
偿债能力				
净资产负债率(%)	62.8	61.2	57.3	55.4
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力(次)				
资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	3.1	3.2	3.0	3.0
每股资料(元)				
每股核心收益	0.88	0.85	0.89	0.96
每股净资产	4.87	5.43	6.00	6.62
估值比率(倍)				
PE	2.0	2.0	1.9	1.8
PB	0.4	0.3	0.3	0.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited.、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股(香港)有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工业设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股(集团)有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银(香港)投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港國際(青島)有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、蚌埠博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁(烟台市蓬莱区)旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限

公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk