

年报点评 17 | 旭辉集团：增加并表和权益比例是提升营利规模的关键

克而瑞研究中心 房玲、洪宇桁

【拓展新城市+单城市产能回升推动销售增长】2019 年，旭辉实现全口径合约销售金额 2006 亿元，同比增长了 32%，完成了全年目标的 105.6%，销售回款率增加至 92%。主要是因为 2019 年旭辉有销售贡献的城市明显增加，单城市产能也有所回升。2020 年目标销售额 2300 亿元，可售货值 3800 亿元，预计完成目标的压力不大；企业未来更加重视权益规模的增长。

【加大多元化拿地力度，降成本、增权益】2019 年新增土地建筑面积 1520 万平方米，平均楼板价降至 5425 元/平方米，主要是企业加大了多元化拿地的力度，2019 年通过合作并购、旧改+商业勾地等方式获取的项目占比增加 22 个百分点至 33%，未来旭辉计划多元化的拿地占比将达到 50%。与此同时，持续增加新获项目权益比例。

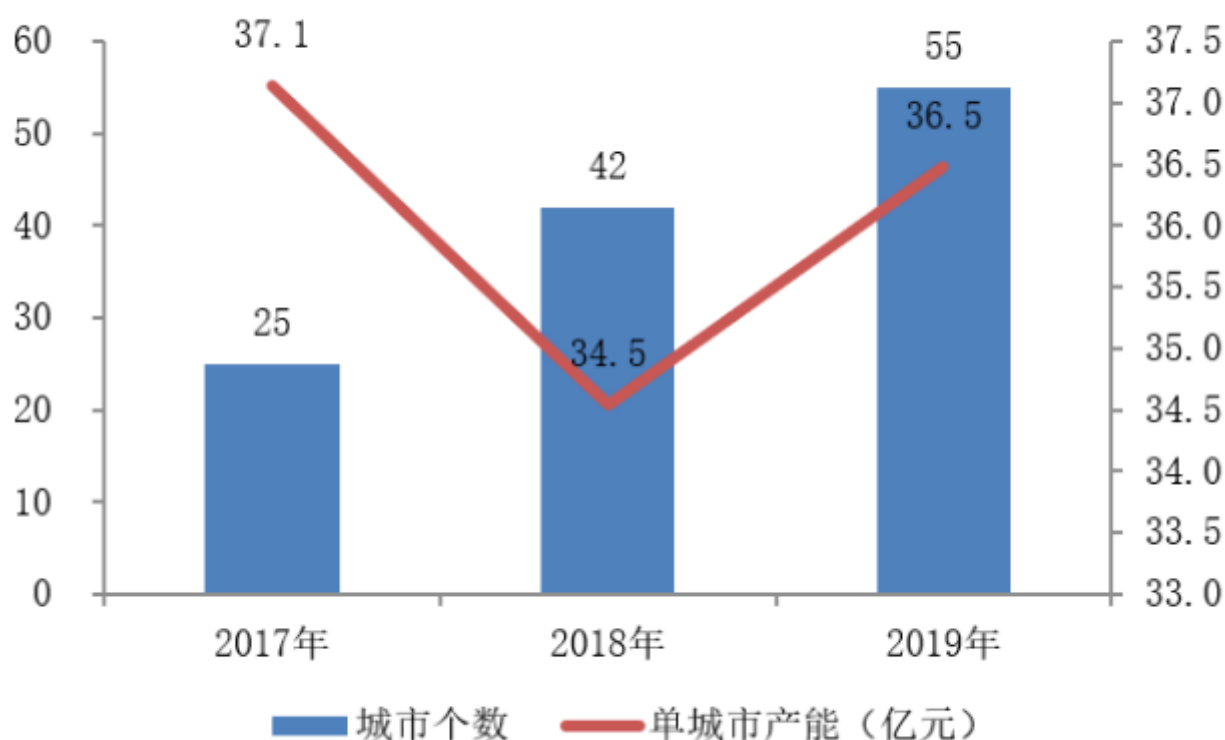
【营利规模偏低，增加权益和并表比例是关键】2019 年旭辉实现营业收入 548 亿元，同比增加了 29%。毛利率基本保持在 25%左右，低于行业平均水平。值得注意的是，虽然旭辉合约销售已达 2000 亿元，但其营收和利润规模相对偏小，龙湖 2018 年合约销售 2006 亿元，但是彼时的营收、利润规模都在旭辉的 2 倍以上。主要在于旭辉的合作比例较大，权益和并表比例较低，未来增加并表和权益比例是提升企业营收、利润规模的关键。【财务管控能力较强，资金链较为稳定】2019 年末旭辉的持有现金约为 576.4 亿元，较于期初增加了 29.2%，企业的现金短债比降至 2.73，长短期债务比也降至 3.91，偿债压力仍然不大，净负债率相较于 2018 年提高了 1.3 个百分点至 68.5%，平均融资成本相较于 2018 年略微上浮了 0.2 个百分点到了 6%，企业的融资能力依旧不错，资金链较为稳定。

1 销售

拓展新城市+单城市产能回升
推动规模稳定增长

2019年,旭辉集团实现合约销售额 2006 亿元,同比增长 32%,完成全年目标的 105.6%,成功突破了 2000 亿大关,销售回款率也同比提高了 5 个百分点至 92%。销售规模的增长,一方面在于旭辉持续开拓新的市场,有销售贡献的城市保持着较快的增长,2019 年旭辉在 55 个城市有项目在售,同比继续增加了 13 个。另一方面,旭辉也在不断加强已进入城市的深耕,2019 年的平均单城市产能也有所回升,从 2018 年的 34.5 亿元提升到了 36.5 亿元,销售贡献超 50 亿的城市增加 3 个至 16 个,销售贡献率达 75%,其中超百亿的城市增加到 5 个。

图：旭辉 2017-2019 年有销售贡献的城市个数和单城市产能



数据来源：企业业绩公告、CRIC

具体到单城市来看，2019 年对旭辉销售额贡献最高的城市是北京，销售额达到了 201 亿元，同比增长了 69.7%。多数城市同比有所增长，但也有部分原先贡献比较大的城市，销售有所回落，如上年销售贡献最多的合肥、重庆同比分别下滑 39.2%和 17.5%，宁波、青岛等城市也有明显减少。

表：旭辉销售额前五城市 and 平均城市产能（单位：亿元）

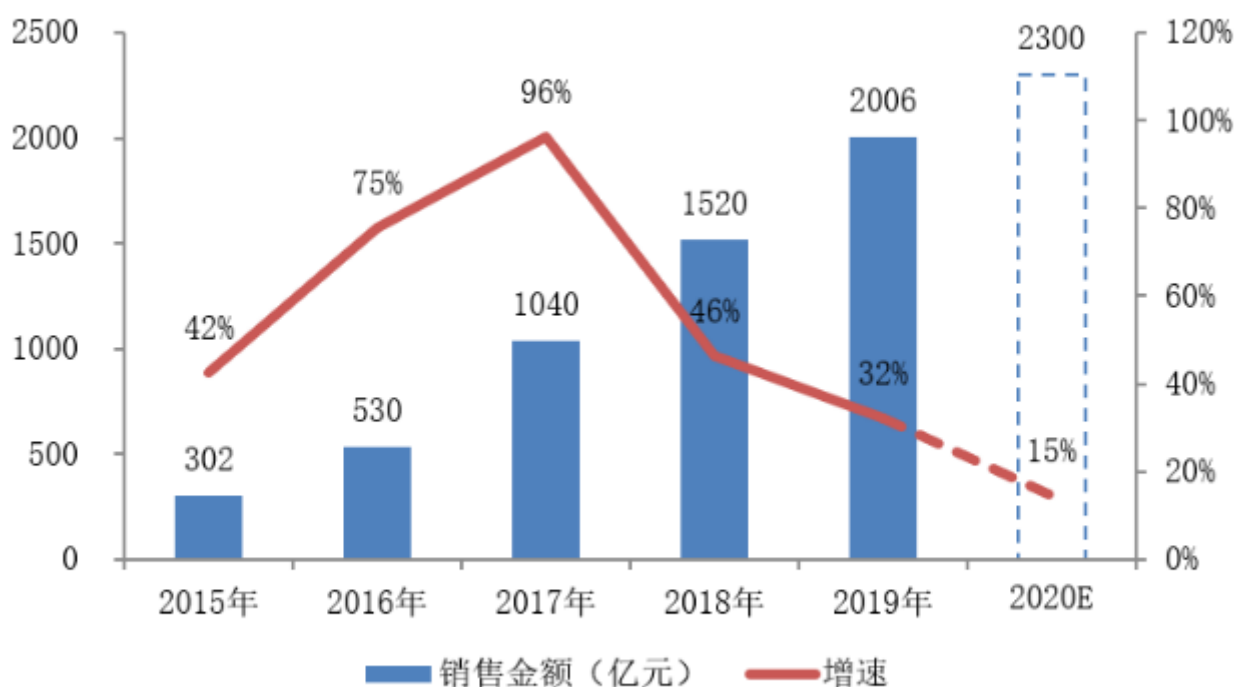
2019 年		2018 年	
北京	200.9	合肥	159.3
杭州	153.6	重庆	157.4
重庆	129.8	北京	118.4
苏州	117.9	温州	109.4
温州	100.3	苏州	96.3
单城市产能	36.5	单城市产能	34.5

数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019 年旭辉销售区域分布变化不大，长三角、环渤海、中西部以及珠三角区域的贡献分别为 48.3%、25.1%、17.9% 及 8.7%，2018 年为 47.8%、24.1%、22.7% 以及 5.37%。三四线城市的销售额占比从 2018 年的 21.7% 略微增长至 2019 年的 25.6%。

展望 2020 年，旭辉可售货值约 3800 亿元，全年销售目标 2300 亿元，只要达到 60.5% 的去化率就可以达到。从增速来看，2020 年的目标同比仅增长了 15%，在充足的货源支撑下目标完成问题不大，企业未来更加重视权益规模的增长，旭辉表示希望权益销售规模同比提升 20%，从而形成更加有质量的

图：旭辉 2015-2020E 销售额和增速



数据来源：企业业绩公告、CRIC

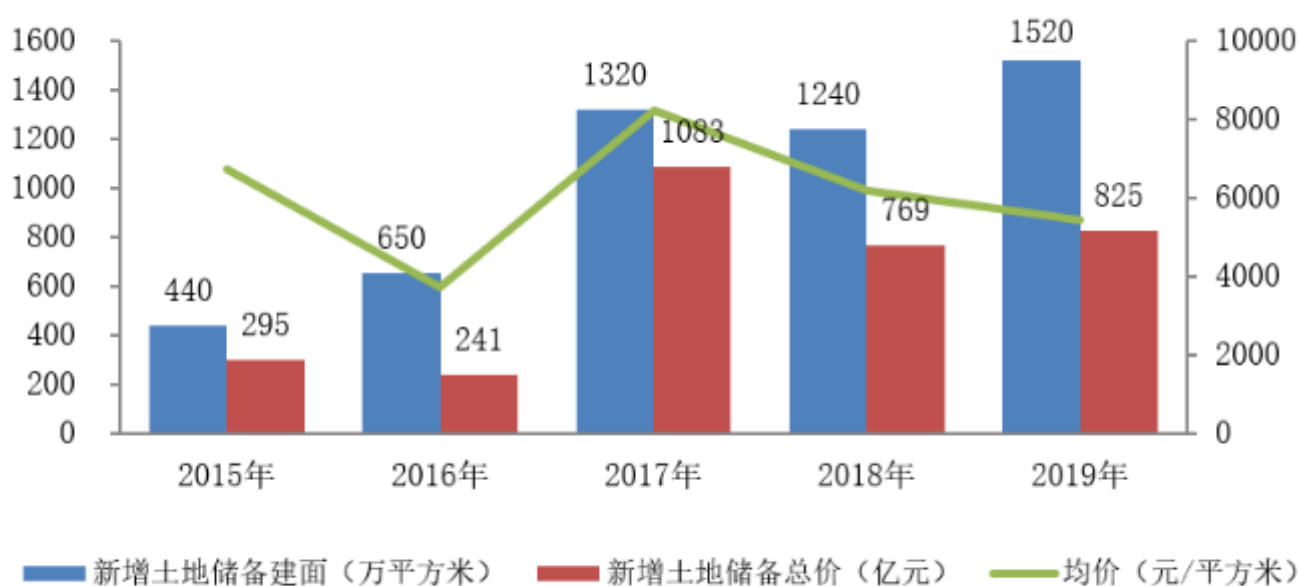
2 投资

加大多元化拿地力度
降低成本

2019 年旭辉在土地市场上依然比较活跃，共新增 79 个项目，新进入 11 个城市，总建面积为 1520 万平方米，同比增加了 22.6%，总货值约为 2407 亿元；新增拿地总价为 825 亿元，同比增加了 7.26%，对应权益总价约为 532 亿元。2019 年旭辉实际买地支付约为 550 亿元（应占），2020 年计划用于买地支付的现金约为 570 亿元，同比小幅增长，企业还将保持相对积极的拿地态度。1-2 月，旭辉已经使用了 84 亿元获得约 144 万平方米新增土地，新增货值超 220 亿元。

旭辉 2019 年新增土储的平均楼板价由 2018 年的 6199 元/平方米降至 5425 元/平方米，主要是企业增加了多元化拿地的力度，按应占地价计算，2019 年通过合作并购、旧改+商业勾地等方式获取的项目占比达到了 33%，使得招拍挂拿地占比减少了 22 个百分点，未来企业计划多元化的拿地占比将达到 50%。

图：旭辉集团 2015-2019 年新增土地储备情况

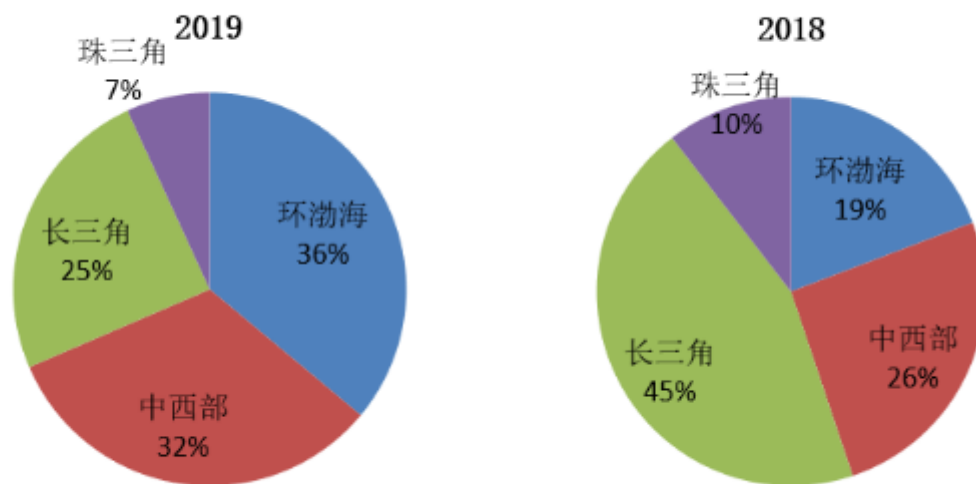


数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019 年旭辉的新增土储区域结构变化较大，长三角的拿地占比大幅降低了 20 个百分点，而环渤海的拿地占比则相应增加了 17 个百分点，同时在中西部地区新进入了昆明、太原、开封、眉山、洛阳及乌鲁木齐，加大了对中西部重点城市的覆盖，而且首次布局新疆。整体来看，旭辉的新增土储区域结构

更加均衡，未来环渤海的销售贡献可能会有所增加，从而分散市场风险，让企业的销售能更加稳定地增长。

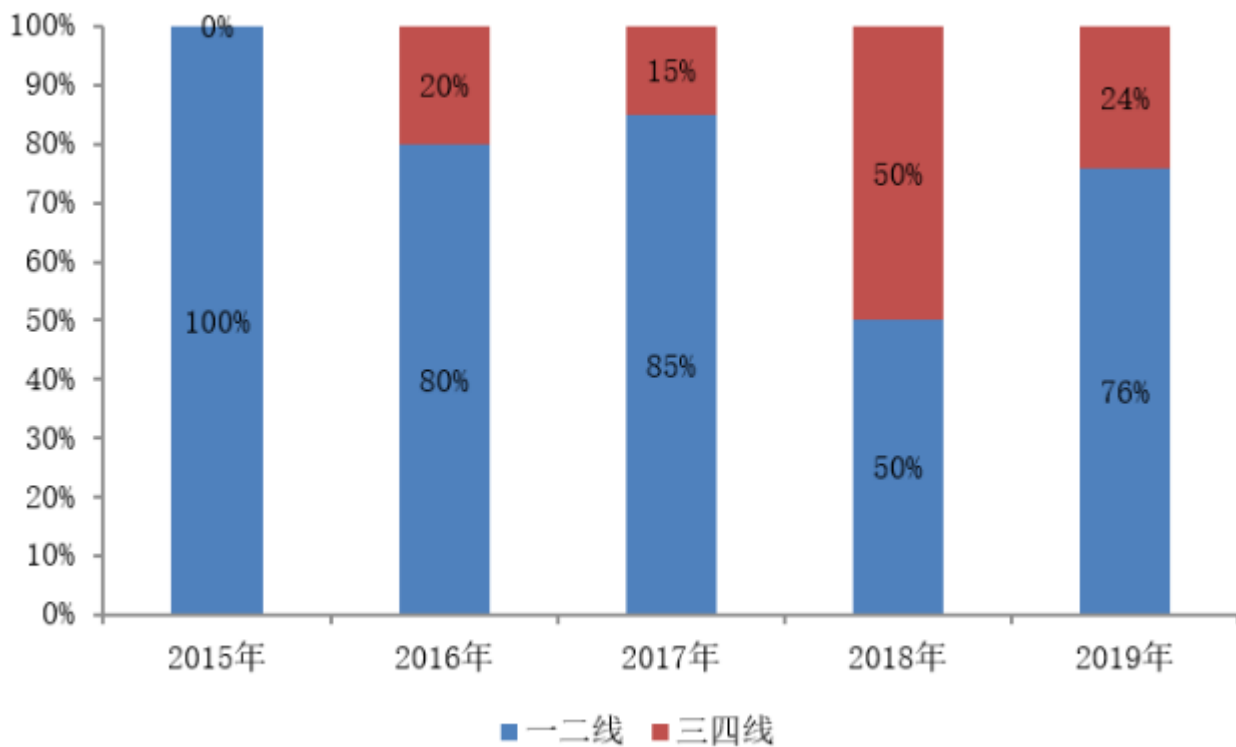
图：旭辉集团 2018 和 2019 年新增土储建面区域占比



数据来源：企业业绩公告、CRIC

从新增土储的能级占比来看，2019 年旭辉在三四线新增土储的占比则由上年的 50% 降至 24%，同时进入的三四线城市主要也是常州、无锡、温州这种强三线城市。这种拿地策略体现了旭辉重视一二线强三线城市的发展战略，尤其是在三四线城市棚改红利衰退的时候，三四线市场的风险和利润水平都可能不尽如人意，这时旭辉的投资战略则可以利用重点城市发展的“城市红利”保证其发展和利润空间。

图：旭辉集团 2015-2019 年新增土储建面城市能级占比

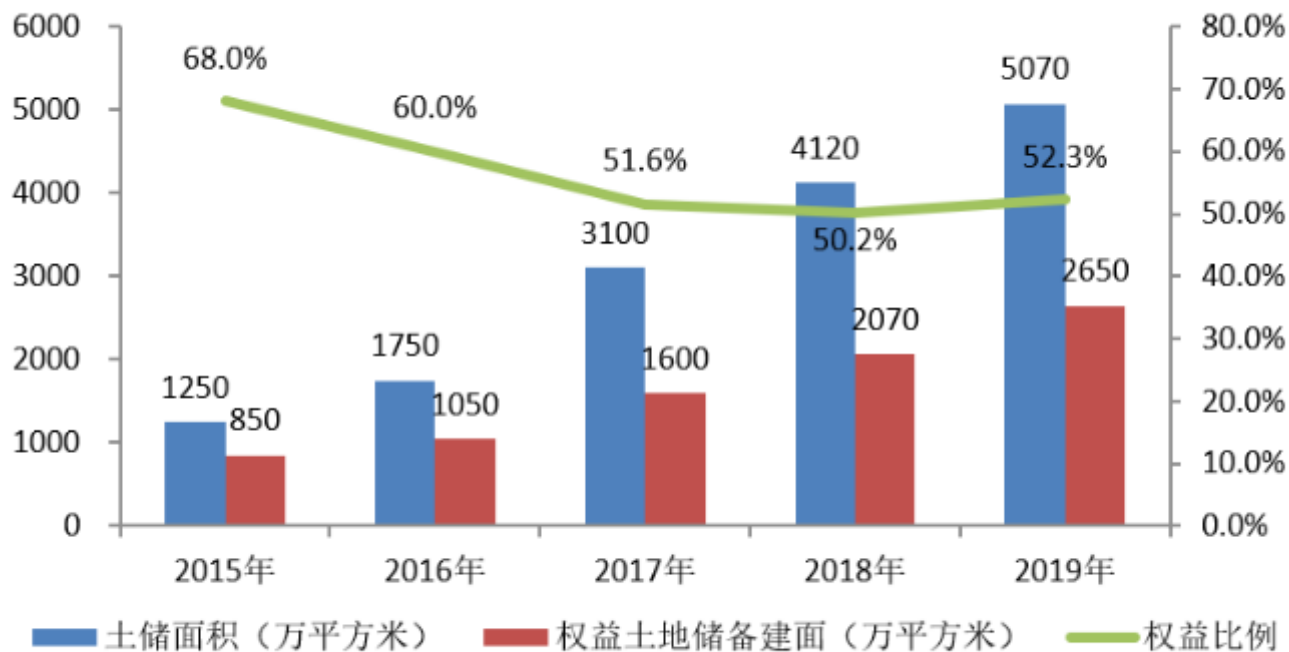


数据来源：企业业绩公告、CRIC

增加拿地权益
引导企业营收规模健康发展

旭辉 2019 年新增土储建面的权益比例达到了 65%，较 2018 年继续增加了 8 个百分点。近两年旭辉在不断提升权益比例，通过多元化的拿地方式降地价、增权益，比如一二线联动、收并购、旧城改造等。截至 2019 年底，旭辉总土储的权益比例结束了连续多年的下跌，回升至 52.3%。项目的权益比例增加有利于企业在销售规模增加的同时更同步地增加总资产和营收规模，有利于外界资本对企业的前景预期。目前旭辉增权益的动作已经出现了成效，未来还需继续努力，让企业的规模发展更加健康。截至 2019 年底，旭辉共有土地储备 5070 万平方米，若是算上尚未确权的土地则达到了 6540 万平方米，货值约为 9880 亿元。从旭辉最近几年的增长来看，企业目前的货值储备可以满足 3 年左右的开发，较为充足。

图：旭辉集团 2015-2019 年总土地储备情况



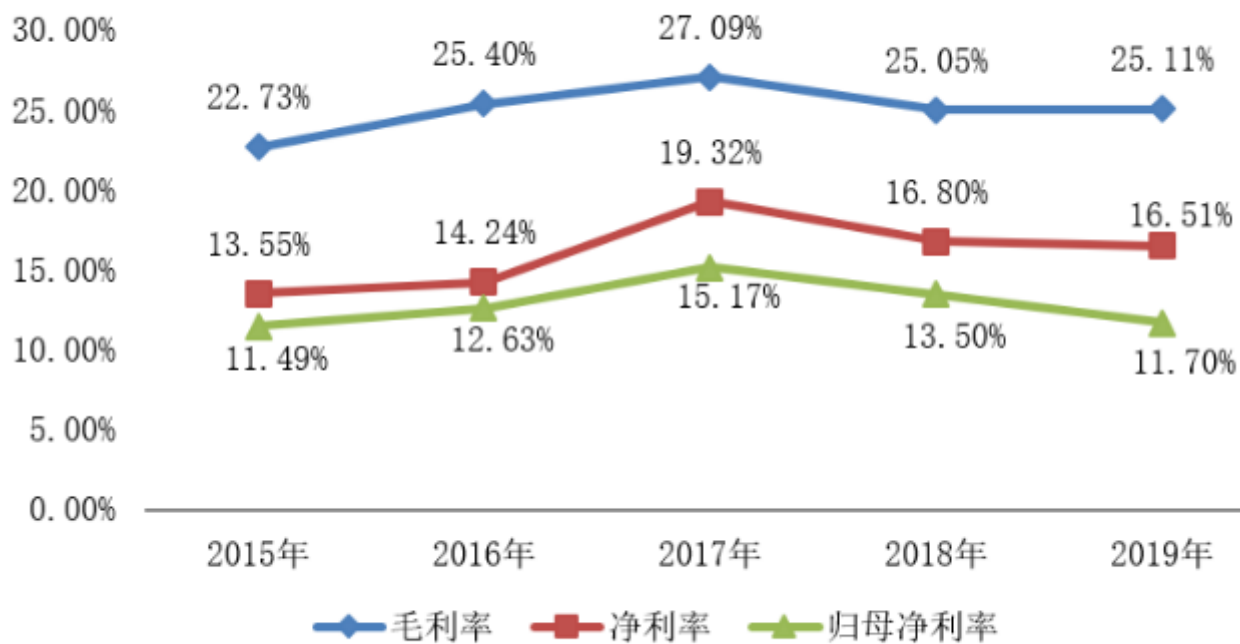
数据来源：企业业绩公告、CRIC

3 财务

增加权益和并表比例
是提升盈利规模增长的关键

2019 年旭辉实现营业收入 548 亿元，同比增加了 29%；毛利率为 25.1%，与 2018 年基本持平，低于行业平均水平。若是剔除收购子公司并表之后带来的会计影响，调整后旭辉的毛利率为 30%，核心净利率 12.6%，同比分别降低 5 个百分点和 0.5 个百分点。值得注意的是，旭辉从 2019 年开始加大了多元化拿地的力度，更加注重于控制土地成本。此外，随着企业多元化运营收入的快速增加，以及企业在整合区域集团之后运营效率的提高可以降低运营管理成本，企业的毛利率水平有望得到提升。

图：旭辉集团 2015-2019 年毛利率、净利率、归母净利率情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

值得注意的是，虽然旭辉的合约销售已经到达 2000 亿元，但是由于合作比例较大，合作项目的权益和并表比例较低，其营收和利润规模相对较小，归母净利润对净利润的占比也从 2016 年的 89% 降至 2019 年的 71%。与龙湖（同为采取财务稳健发展策略的民营房企）相比来看，龙湖 2018 年合约销售 2006 亿元，但是彼时的营收、利润规模都在旭辉的 2 倍以上。未来增加并表和权益比例是提升企业营收、利润规模的关键，2019 年旭辉也已经在这方面进行加强，2019 年新增项目并表比例增加至 76%，权益比例增加至 65%，未来还需继续增加。

表：旭辉集团和龙湖集团主要盈利规模指标对比

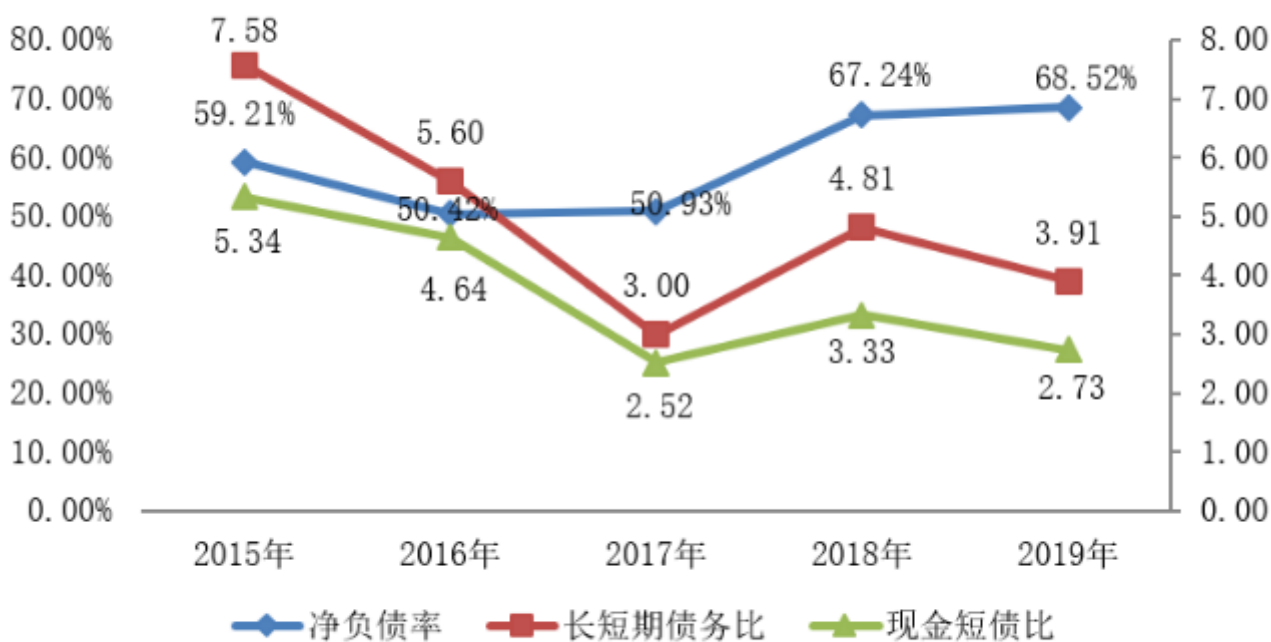
指标体系	2019 年		2018 年	
	龙湖	旭辉	龙湖	旭辉
合同销售金额	2425	2006	2006	1520
营业收入	1,510.26	547.66	1,157.98	423.68
毛利润	507.97	137.54	395.29	106.13
净利润	265.52	90.41	208.91	71.18
归母净利润	183.37	64.37	162.37	54.09

数据来源：企业业绩公告、CRIC

融资能力较强
资金链较为稳定

2019 年末旭辉的持有现金约为 576.4 亿元，较于期初增加了 29.2%，由于短期有息负债增加，企业的现金短债比降至 2.73，长短期债务比也降至 3.91，偿债压力仍然不大。与此同时，2019 年旭辉的净负债率相较于 2018 年略微提高了 1.3 个百分点至 68.5%，若将永续债作为负债计算，净负债率则为 78.9%，同比降低了 2.6 个百分点。总体来说，旭辉的负债率保持在行业相对较低水平，资金链较为稳定，有利于企业未来的发展。

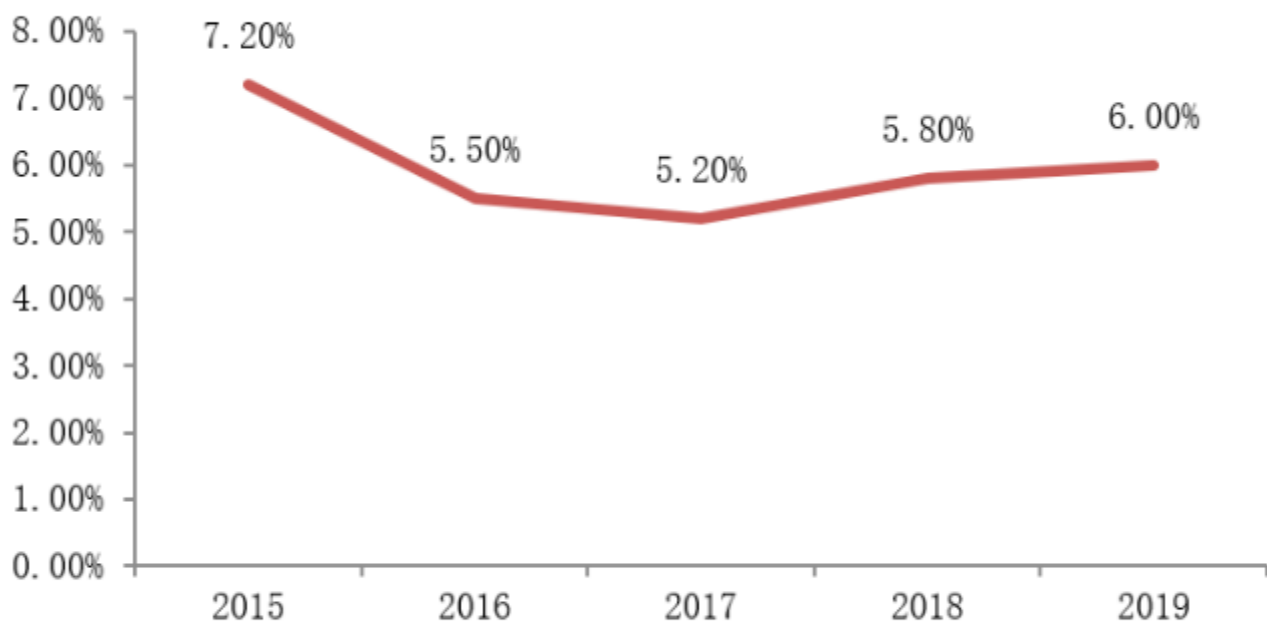
图：旭辉集团 2015-2019 年负债情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

2019 年旭辉的平均融资成本相较于 2018 年上浮了 0.2 个百分点到了 6%，连续两年有所增加，这主要是因为 2019 年房企整体的融资环境趋紧，因而房企的整体融资成本有所增加。跟其他企业相比，旭辉的融资成本依然处于一个较低的水平，体现了企业较为不错的融资能力。

图：旭辉集团 2015-2019 年融资成本



数据来源：企业业绩公告、CRIC

4 多元化

重点加强物业管理和商业地产的发展

旭辉在多元化方面主要涉及物业管理、商业地产、长租公寓以及装配式建筑等领域，其中在 2019 年较为出彩的主要是物业管理和商业地产两大重点方向。

在物业管理方面，截至 2019 年底旭辉旗下的物业公司——永升生活服务的签约管理面积达到了 1.1 亿平方米，管理业态包括了高端住宅、商业办公、公众物业以及城市综合体，体现出“一专多精，综合发展”的发展理念，在保持规模发展的同时也在客户之间树立了良好的口碑，未来发展值得期待。

在商业地产方面，旭辉在 2019 年将商业提升为核心战略之一，正式成立了商业集团，采取精品加规模的发展路径。截止 2019 年末，旭辉已开业商业总建面约 60 万平米，2019 年实现租金收入 5.3 亿，同比增长 125%。此外，目前旭辉商业一二线城市还有着超过 66 万平米商业和写字楼项目储备，将按计划逐步开业，预计 2020 年租金可能会达到 7 点多亿元，目标在 2021 年商业租金突破 10 亿元。

附表 1：旭辉控股集团[0884]近期券商估值

券商名称	日期	目标价(元/股)
花旗 Citi	2020 年 3 月	8.5
野村证券	2020 年 2 月	7.9
高盛	2020 年 3 月	8.3
中信建投证券	2020 年 3 月	8.61
摩根士丹利	2020 年 1 月	6.83
华创证券	2020 年 2 月	8.51

数据来源：CRIC 整理

附表 2：2016 年-2019 年企业财务指标（亿元、万平方米）

分类	指标体系	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	同比/百分点变动
规模指标	合同销售金额	530	1040	1520	2006	31.97%
	营业收入	222.24	318.24	423.68	547.66	29.26%
	物业销售收入	207.1	303.0	390.1	506.4	29.81%
	总土地储备建面	1750	3100	4120	5070	23.06%
	新增土地投资建面	650.00	1320.00	1240.00	1520.00	22.58%
营利性指标	毛利润	56.46	86.21	106.13	137.54	29.59%
	净利润	31.64	61.49	71.18	90.41	27.02%
	核心净利润	28.24	40.82	55.36	69.03	24.71%
	归母净利润	28.08	48.28	54.09	64.37	19.00%
	毛利率	25.40%	27.09%	25.05%	25.11%	0.1 pts
	净利率	14.24%	19.32%	16.80%	16.51%	-0.3 pts
	核心净利率	12.71%	12.83%	13.07%	12.61%	-0.5 pts
	归母净利率	12.63%	15.17%	12.77%	11.75%	-1 pts
	每股基本收益（元）	0.42	0.68	0.70	0.82	17.14%
抗风险指标	现金	206.77	297.87	446.18	576.42	29.19%
	现金短债比	4.64	2.52	3.33	2.73	-0.60
	长短期债务比	5.60	3.00	4.81	3.91	-0.91
	净负债率	50.42%	50.93%	67.24%	68.52%	1.3 pts
	平均借贷利率	5.50%	5.20%	5.80%	6.00%	0.2 pts
运营及资本效率	资产收益率(ROA)	4.06%	5.12%	3.62%	3.21%	-0.4 pts
	净资产收益率(ROE)	19.43%	23.85%	17.01%	15.50%	-1.5 pts
	股东权益回报率	20.19%	26.91%	23.26%	23.08%	-0.2 pts
	销管费用率	2.65%	1.81%	2.15%	8.49%	6.3 pts
	资产杠杆率	511.95%	442.83%	487.52%	480.10%	-7.4 pts

注：核心净利率为企业财报公告的扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润；

股东权益回报率=归母净利润/按报告期平均的归属于母公司股东权益；

销管费用率=销售及管理费用/报告期内操盘销售金额；资产杠杆率=总资产/所有者权益合计

数据来源：企业公告、CRIC 研究中心整理