

克而瑞地产研究中报点评系列（05）

旭辉集团：多渠道扩充土储势在必行

文 / 研究员 洪圣奇 叶茂 彭珊珊

【六月单月销售抢眼，全年有望超额完成目标】 2019 年 1-6 月旭辉集团累计合同销售金额为人民币 884.4 亿元，同比增长 34%，完成全年 1900 亿销售目标的 46.8%。虽然销售增速较历年略有放缓，但考虑到集团下半年接近 2300 亿元的可售资源，其过半的销售布局又受益于长三角一体化政策的落实，相信集团有足够的的能力超额完成目标。

【全国布局日趋完善，达标仍需扩充土储】 截至 2019 年 6 月 30 日，旭辉集团总土地储备为 6300 万平方米，总货值约为 9800 亿元。集团近年多次逆周期拿地，上半年拿地 86% 位于优质二线城市，权益达 71%，平均土地成本仅为 4848 元/平方米，同比下降 22%。较低的新增土储成本将在未来房企融资环境持续收紧，市场竞争加剧的大环境下给集团带来较好的盈利保障，助力其从众多竞争者中脱颖而出。

集团曾于 2017 年提出 5 年销售规模达到 3000 亿，按照目前销售进度来看，集团仍需要最少约 3147 亿货值，约 1851 万平方米的新增土地储备才能支持其销售业绩。

【盈利能力稳中见好，债务结构健康】

2019 年上半年旭辉实现营收 200.63 亿元，同比增长 8.91%，毛利润 59.43 亿元，同比上升 36.56%，股东应占核心净利润为人民币 28.7 亿，同比增长 17.3%。受益于集团规模化后的产品溢价，集团近 5 年的毛利率皆处于上升趋势。未来城市更新项目的结转、商业比重的增加将有助于集团毛利率稳定在目前的高水平。集团融资成本由年末的 5.8% 略微上升至 5.9%，符合年初定下的目标。旭辉通过这一系列美元优先票据的置换，优化了债务结构，降低了美元债的融资成本。

正文：

销售：六月单月销售抢眼，全年有望超额完成目标

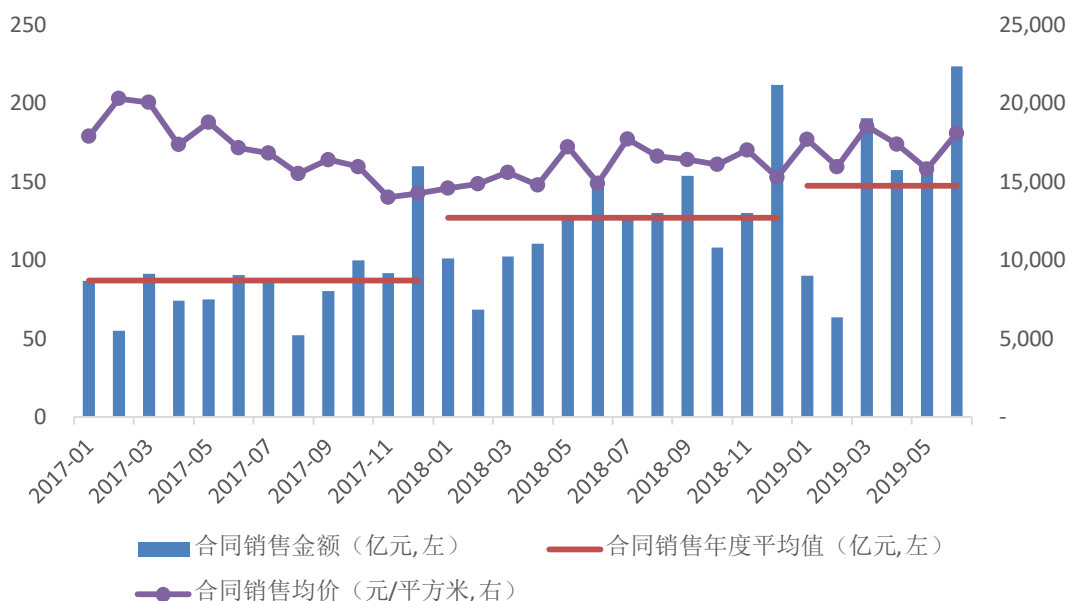
1



2019 年 1-6 月旭辉集团累计合同销售金额为人民币 884.4 亿元,同比增长 33.94%,完成全年 1900 亿销售目标的 46.8%,金额同比增长 34%,累计销售均价为 17379 元/平方米。据克而瑞全口径销售榜单,集团 1-6 月销售金额排名为第 14 位,较去年同期上升三位,销售增速较 top10-20 房企整体 25%的增速高出 9 个百分点,显著高于同规模平均水平。集团下半年若需完成目标所需合同销售金额仅为 1015.6 亿元,算上旭辉集团 7 月合同销售金额 145.5 亿元,旭辉集团月均所需销售金额为 174.0 亿元,较 2018 年下半年平均合同销售金额增长 21.42%即能完成目标。

虽然销售增速较历年略有放缓,但考虑到集团下半年接近 2300 亿元的可售资源,其过半的销售布局又受益于长三角一体化政策的落实,相信集团有足够的超额完成目标。集团 2018 年去化率为 65%;考虑到下半年一向是旭辉集团的销售发力期,若 2019 年下半年去化率按照 55%的保守估计,预计集团全年销售金额有望突破两千亿,为集团在 2021 年冲击三千亿目标打下坚实基础。

图：旭辉集团 2017-2019 年上半年合约销售额及销售均价



数据来源：企业业绩公告、CRIC

销售权益方面,旭辉集团 2019 年上半年销售权益比例也有所回升。2019 年上半年旭辉集团录得权益销售 486.4 亿元,权益比例为 55.0%,同比上升 2 个百分点。自 2017 年以来,集团销售权益比例逐步稳步提升。从拿地角度来看,集团上半年新增拿地中面积权益比例为 63%,主要布局仍旧以一二线为主。其中一线、二线、三四线城市新增拿地金额分别为 13 亿元,270 亿元和 90 亿元,权益比例分别为 30.7%,65.6%和 94.4%;可见旭辉的提权主要集中在二线及三四线城市单盘金额较小项目,

更倾向于提高自己在体量较小的项目上提升操盘水平，在一线城市中的新增项目投资仍旧以合营方式为主导。从长期来看，权益比例提升将带来归母利润的增厚，也将为集团长远稳定带来保障。

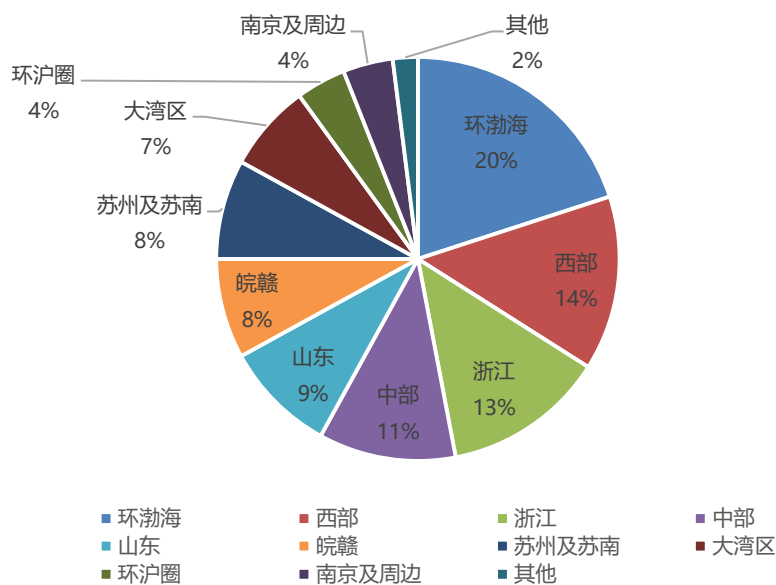
土储：全国布局日趋完善，达标仍需扩充土储

2

截至 2019 年 6 月 30 日，旭辉集团总土地储备为 6300 万平方米，已确权土储为 4,680 万平方米，应占土地储备为 2340 万平方米，总货值约为 9800 亿元。从土地储备分布来看，集团近 30% 土地储备分布在长三角地区。集团长期深耕长三角地区，随着长三角一体化上升为国家战略后，集团必将持续受益于相关利好政策的落地实施。

图：旭辉集团 2019 年 1-7 月已确权总货值按城市分布

数据来源：企业业绩公告、



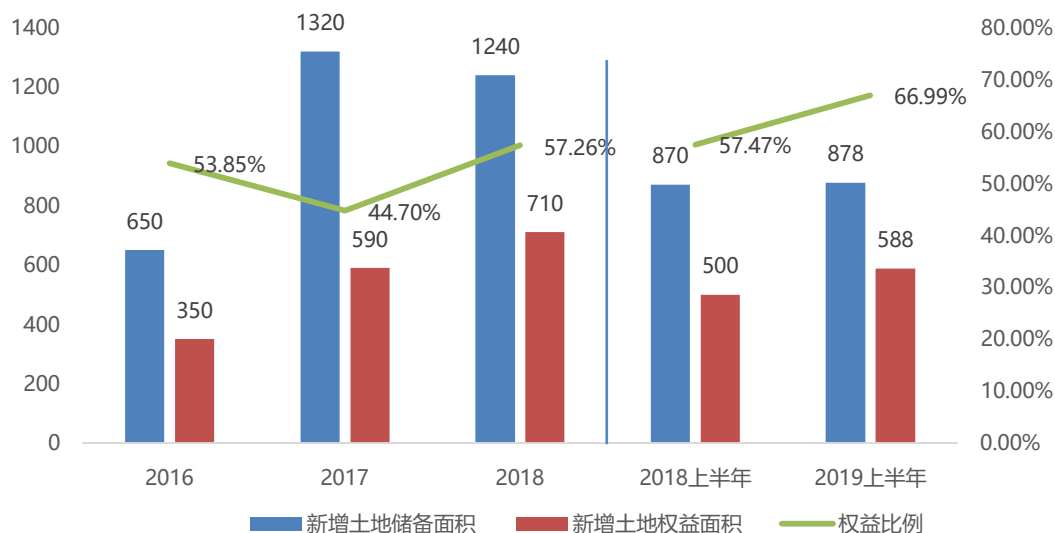
CRIC

2019 年上半年，集团新增全口径土储建面为 769 万平方米，土地成本总额为 373 亿元，拿地销售比为 42%，较 2018 年末下降 8 个百分点，其中权益土地支出为 267 亿元。新增土地权益占比进一步提升至 2019 上半年的 71%，较去年同期上升 13.5 个百分点。集团近年多次逆周期拿地，上半年拿地 86% 位于优质二线城市，权益达 71%，平均土地成本仅为 4848 元/平方米，同比下降 22%。较低的新增土储成本将在未来房企融资



环境持续收紧，市场竞争加剧的大环境下给集团带来较好的盈利保障，助力其从众多竞争者中脱颖而出。

图：2016-2019 新增土地储备面积，权益金额及权益比例



数据来源：企业业绩公告、CRIC

从拿地分布来看，集团上半年新进入太原、江阴和漳州 3 个城市，覆盖总城市数量达到 63 个，进一步优化全国化布局。二线城市投入较 2018 年上升 27 个百分点。在一线城市限价政策持续的影响下，集团及时调整战略提高对核心二线城市投入相信是一个不错的选择。

集团曾于 2017 年提出 5 年销售规模达到 3000 亿，按照目前销售进度来看，集团仍需要最少约 3147 亿货值，约 1851 万平方米的新增土地储备才能支持其销售业绩。这主要基于 3 年最少 25.66% 的年复合增长率的判断，即 2019 年，2020 年，2021 年分别达到 1900 亿，2386 亿，3000 亿。按照 60% 的去化率来计算，2 年 5 个月共需要约 6256 亿的销售金额，约 10427 亿的货值。这也意味着，集团目前仍需积极扩充土储，多渠道实现低价拿地的目标。

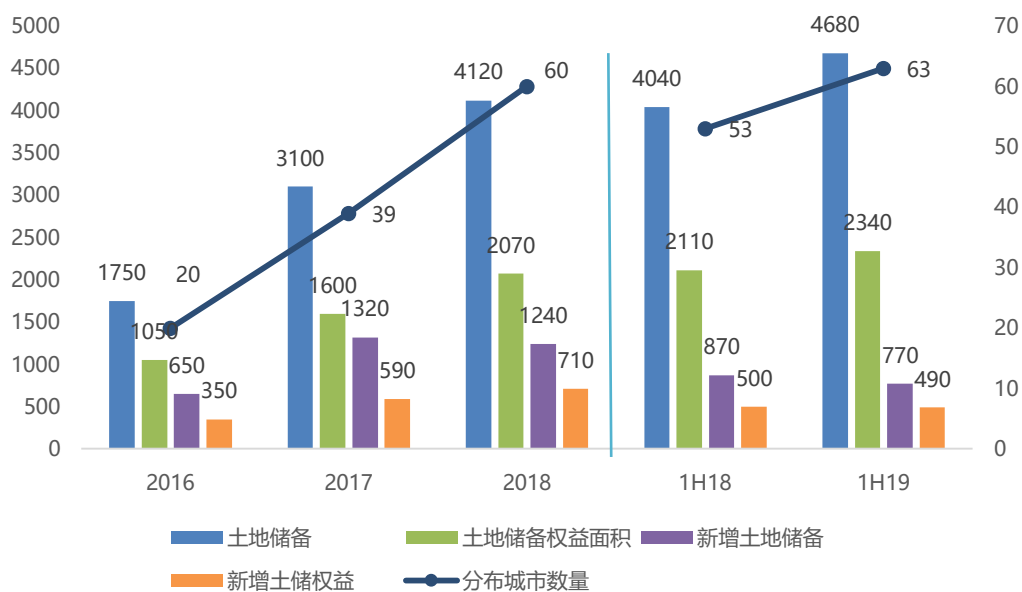
从拿地渠道来看，集团在 2019 年成功从公开市场及股权并购以外的渠道获得低价土地。其中旧改拿地金额占比上半年拿地金额 17%，商业勾地占 2%。



旧改方面, 集团上半年成功转化的三个项目, 分别位于太原, 武汉, 石家庄。三个项目总建面 349 万方, 预计货值 571 亿, 地价占总拿地金额约 17%。未来集团期待大湾区透过成立旧改集团, 转化更多低价土储, 为现有土储作出更大的贡献。

商业勾地方面, 集团在成都成功透过引入旭辉广场获得低价土地,。该项目位于成都新都区, 辐射人口 27 万, 计容建面积为 27 万平, 综合楼板价仅为 2,261 元/平。旭辉目前旗下商业项目运营管理面积已逾百万平方米, 2019 年的租金收入约为 1.75 亿元, 同比上升 207%。2019 年的租金收入主要来自嘉兴旭辉广场、上海旭辉海上国际、重庆旭辉城、上海 LCM 置汇旭辉广场及上海旭辉纯真中心, 有关增长主要来自上海 LCM 置汇旭辉广场新的租金贡献。集团 7 月成立商业地产管理总部, 负责统筹管理全集团商业项目的投资、设计、开发、招商和持有营运。原集团商业管理部和旭美商业合并入旭辉商业。这是继 6 月成立江苏区域集团以来, 旭辉再一次为实现二五战略目标推行组织优化变革。新成立的旭辉商业目前仍在初始阶段, 未来随着产品线成熟后将有望带来更多的优质土储。

图：2016-2019 年上半年土地储备及新增土地储备情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

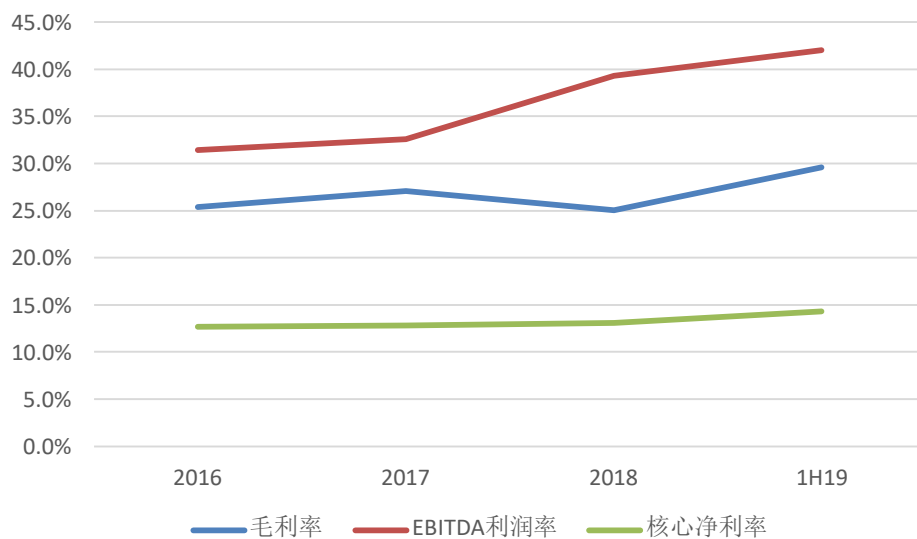
财务：盈利能力稳中见好，债结构合风险可控

3

盈利能力稳中见好，毛利率基本保持稳定

2019年上半年旭辉实现营收 200.63 亿元，同比增长 8.91%，毛利润 59.43 亿元，同比上升 36.56%，股东应占核心净利润为人民币 28.7 亿，同比增长 17.3%。受益于集团规模化后的产品溢价，集团近 5 年的毛利率皆处于上升趋势。未来城市更新项目的结转、商业比重的增加将有助于集团毛利率稳定在目前的高水平。

图：2016-2019 年上半年集团盈利情况



数据来源：企业业绩公告、CRIC

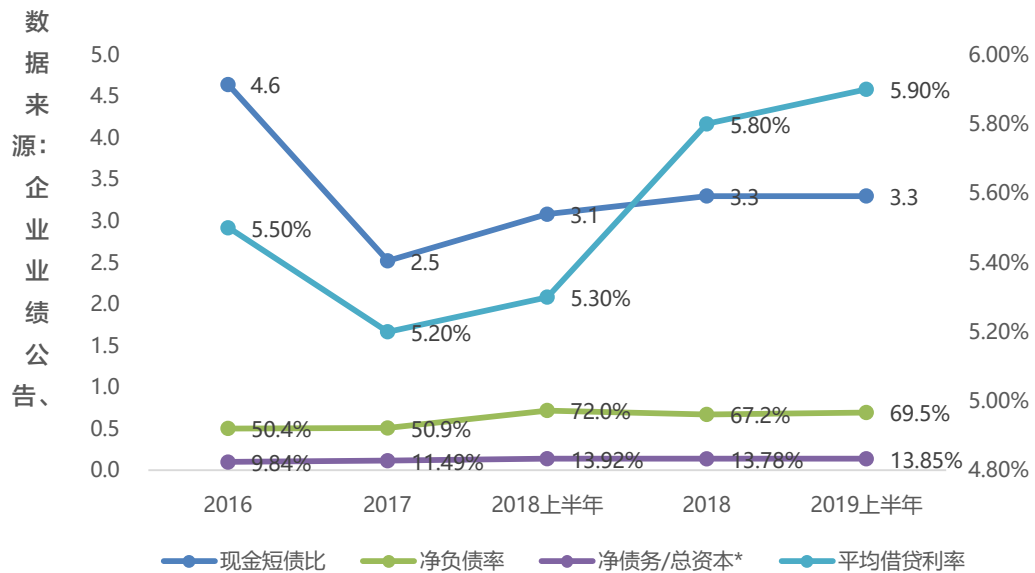
债务结构优化，总体风险可控

2019年，集团融资成本由 2018 年的 5.8% 略微上升至 5.9%，符合年初定下的目标。债务结构方面，今年一季度，集团先后发行了 4 年期 3 亿美元年息 7.625% 和 5 年期 2.55 亿美元年息 6.55% 美元的优先票据；并于 6 月与 8 月分别赎回并注销于 2022 年到期的年息为 7.75% 的美元优先票据。旭辉通过这一系列美元优先票据的置换，优化了债务结构，降低了美元债的融资成本。同时通过 7 月 3 日的以股代息计划配发 8165.38 万股，为集团保留约 3.77 亿港币现金，为集团在 2019 年下半年进一步减轻现金流压力，为进一步扩充土储增添更多弹药。

截至 2019 年 6 月 30 日，旭辉集团的现金及银行存款为 543 亿元，较 2018 年上升 21.70%；现金短债比为 3.3，与 2018 年年底持平，维持行业较好水平。净负债率（计入永续债资本工具）略有提升，为 81.7%，较去年升高 0.2 个百分点。虽然处于历史高位，但就行业比较而言仍低于行业 2018 年 89.87% 的平均净负债率水平，总体债务风险仍旧处于可控范围之内。

内。大股东林氏家族继于 2018 年斥资 2 亿港元以 5.52 港币/股增持 3769 万股后，在上半年再次斥资 1.8 亿港元增持 3808 万股，增持均价为 4.65 港币/股，也进一步向市场传达出了大股东对集团未来可持续发展前景的信心。

图：2016-2019 年上半年集团负债状况



CRIC

表：2017-2019 年上半年企业财务指标



指标分类	指标体系	2016	2017	2018	2018上半年	2019上半年
规模性指标	营业收入 (亿元)	222.24	318.24	423.68	184.21	200.63
	净资产 (亿元)	172.83	342.70	494.46	437.23	581.95
	总资产 (亿元)	884.80	1517.58	2410.61	2260.97	2920.41
	总负债 (亿元)	711.97	1174.87	1916.15	1823.75	2338.46
	股东权益 (亿元)	149.80	209.04	256.04	235.07	273.69
	土地储备 (万平方米/建筑面积)	1750	3100	4120	4040	4680
	应占土地储备 (万平方米/建筑面积)	1050	1600	2070	2110	2340
	新增土地储备 (万平方米/建筑面积)	650	1320	1240	870	878
	新增土储权益 (万平方米/建筑面积)	350	590	710	500	588
	新增土储成本 (元/平方米)	3700	8000	6190	6100	4848
营利性指标	毛利润 (亿元)	56.46	86.21	106.13	43.52	59.43
	净利润 (亿元)	31.64	61.48	71.18	41.77	44.13
	核心净利润 (亿元)	28.20	48.30	55.40	24.50	28.70
	毛利率	25%	27%	25%	24%	29.6
	净利率	14.24%	19.32%	16.80%	22.67%	22.00%
	核心净利率	12.69%	15.18%	13.08%	13.30%	14.30%
	每股基本盈利 (分)	42.00	68.00	70.00	45.00	41
	股息 (分)	11.50	14.50	19.68	6.09	10
	派息率	27%	21%	28%	14%	24%
抗风险指标	现金 (亿元)	203.28	297.87	433.28	358.23	539.6
	现金短债比	2.77	2.06	2.25	1.83	3.3
	长短期债务比	3.00	2.26	3.04	2.59	4.55
	净负债率	50%	51%	67%	72%	69.50%
	净债务/总资本*	10%	11%	14%	14%	14%
	平均借贷利率	5.50%	5.20%	5.80%	5.30%	5.90%
运营效率指标	总资产周转率	29%	26%	22%	8%	8%
	销售成本 (亿元)	166	232	318	141	141.2
	销售及管理费用率	6.31%	5.90%	7.73%	7.92%	9.50%

*销售及费用率：按营业收入金额计算

数据来源：企业业绩报、CRIC 研究中心整理