

2020 年 09 月 15 日

旭辉集团深度报告：重仓一二线，财务杠杆稳定
一篇报告看懂一家房企系列（1）

固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003
chigs@essence.com.cn

相关报告

■公司总览。1) 历史沿革。旭辉控股集团 1992 年起步厦门，2000 年总部迁至上海，2006 年全国化拓展，2012 年上市，2019 年全口径销售金额 2006 亿元，排名前 15。2) 公司治理。公司实际控制人为林中、林伟、林峰先生，截至 2019 年末合计控制公司股权 52.86%。管理架构上，推行“总部大平台+区域小集团+项目集群”三级架构，总部负责投资、财务等管控，业务放权到区域。3) 业务概览。公司以房地产开发为核心主业，2020H1 物业销售、物业管理及项目管理相关业务、租金收入各占营业收入的 92.5%、6.5%、1.0%。

■历史报表视角下的信用资质分析。1) 资产可持续性较强。①存货方面，公司重仓二线城市，聚焦长三角城市圈，且城市分布较分散。2017 年以前公司拿地较激进，2018 年以来拿地节奏放缓，2020H1 拿地强度为 45%。②固定资产和投资性房地产方面，公司商业地产主要布局于上海、成都等核心一二线城市，租金收入持续增长。2) 公司广义负债可持续性相对较强，但部分指标仍需优化。①债务结构方面，公司融资以银行贷款为主，有息负债抵质押率相对适中，短债占比较低，短期偿债压力较小。②偿债能力方面，公司 2020H1 现金短债比、净负债率、剔除预资产负债率分别为 2.35 倍、63%、76%，其中剔除预资产负债率高于 70%监管要求，但后续压降难度不大。③表外不确定性方面，公司合作开发项目较多，少数股东权益、其他应收/应付款、对外担保规模相对较大，存在一定的表外不确定性，需对公司主要项目合作方和非并表项目进行密切关注。

■未来经营视角下的信用资质变化。1) 未来资产可持续性较强。①拿地方面，公司今年明显加强了一二线高能级城市和核心城市圈的布局力度，拿地集中度相比 2019 年小幅上升，1-8 月拿地强度 47%，略高于监管 40%观察指标。②资产出售方面，合计出售 18 亿港元香港物业。③销售方面，8 月份累计销售金额增速首度转正，前 8 月完成全年销售目标的 55.8%。④回款率方面，今年上半年超过 95%，处于历史较高水平。2) 广义负债可持续：公开市场融资顺畅，1-8 月美元债、供应链 ABS 和公司债累计获得净融资 76.9 亿元，比去年同期多增 5.3 亿元，同时发行利率回落、久期拉长；3) 公司治理可持续：公司多元化业务包括物业管理、长租公寓和自持商业等，其中物业管理板块发展较好，旗下永升生活服务（01995HK）于 2018 年上市。

■风险提示：数据统计偏差，房地产调控超预期等。

内容目录

1. 公司总览	4
1.1. 历史沿革	4
1.2. 公司治理	4
1.2.1. 实际控制人	4
1.2.2. 管理架构	5
1.3. 业务概览	6
2. 分析方法介绍：从“可持续性”看旭辉	7
3. 公司可持续性和信用资质分析	8
3.1. 历史报表视角下的信用资质分析	8
3.1.1. 资产可持续	8
3.1.1.1. 存货：重仓二线、布局分散	8
3.1.1.2. 固定资产和投资性房地产：商业地产重仓上海、成都	10
3.1.2. 广义负债可持续	11
3.1.2.1. 债务结构：融资以银行贷款为主，短期偿债压力较小	11
3.1.2.2. 偿债能力：长、短期偿债能力均较强	11
3.1.2.3. 表外不确定性：合作开发项目较多	12
3.2. 未来经营视角下的信用资质变化	13
3.2.1. 资产可持续	13
3.2.1.1. 拿地：高能级城市布局力度加大	13
3.2.1.2. 资产出售	15
3.2.1.3. 销售：疫情以来持续修复	15
3.2.1.4. 回款率：处于历史较高水平	16
3.2.2. 广义负债可持续	16
3.2.2.1. 融资渠道：公开市场融资顺畅	16
3.2.2.2. 融资成本：发债成本明显下行	17
3.2.2.3. 融资期限结构：发债久期总体拉长	17
3.2.3. 公司治理可持续	18
3.2.3.1. 控股结构	18
3.2.3.2. 高层变动	18
3.2.3.3. 多元化：物业板块发展亮眼	18
4. 公司经营情况汇总	21

图表目录

图 1：公司发展历程概览	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：公司管理架构	5
图 4：公司营业收入变动（亿元）	6
图 5：公司各类产品销售占比（%）	6
图 6：地产债研究以房企可持续性为核心	7
图 7：公司土储主要集中在重庆、武汉、太原、长沙、合肥（万方）	8
图 8：公司项目布局较分散（%）	9
图 9：2018 年以来公司拿地节奏放缓（%）	9
图 10：2018 年以来公司土储倍数保持在 4 以上（倍）	9

图 11: 公司商业地产主要布局于一二线城市 (%)	10
图 12: 公司商业地产聚焦于长三角、成渝地区 (%)	10
图 13: 公司商业地产主要集中在上海、成都 (万方)	10
图 14: 2017 年以来, 公司租金收入迅速增长 (亿元, %)	10
图 15: 公司融资以银行贷款为主 (%)	11
图 16: 公司短债占比较低 (%)	11
图 17: 2020H1 公司有息负债抵质押率小幅下降 (%)	11
图 18: 公司 2020H1 有息负债抵质押率处于 TOP20 中位数水平 (%)	11
图 19: 公司短期偿债能力较强 (倍, %)	12
图 20: 公司长期偿债能力持续优化 (%)	12
图 21: 2017 年以来公司存量土储权益比保持在 50%左右 (%)	12
图 22: 2017 年以来公司少数股东权益占比明显增加 (%)	12
图 23: 公司对外担保余额/净资产变动 (%)	13
图 24: 公司 2020H1 对外担保/净资产高于 TOP20 中位 (%)	13
图 25: 2020 年 1-8 月公司新增土储城市分布 (亿元、%)	14
图 26: 公司新增土储的城市能级变化 (%)	14
图 27: 公司新增土储的城市圈分布变化 (%)	14
图 28: 公司新增土储城市集中度变化 (%)	15
图 29: 公司拿地强度变化 (%)	15
图 30: 公司销售金额变化情况 (亿元、%)	15
图 31: 公司销售目标完成进度 (%)	15
图 32: 公司销售回款率变化 (%)	16
图 33: 2020 年 1-8 月公司债券发行与净融资金额 (亿元)	16
图 34: 公司各类债券发行利率变动 (%)	17
图 35: 公司各类债券发行期限变动 (年)	18
图 36: 2020H1 永升生活服务营收和净利润保持较高增速 (%)	19
表 1: 公司产品线梳理	6
表 2: 公司少数股东权益占比、其他应收款占比等指标高于 TOP20 中位数	12
表 3: 公司资产出售情况	15
表 4: 2020 年 1-8 月公司债券发行情况	17
表 5: 公司 2020H1 新竣工的 6 个商业项目	19
表 6: 公司目前在建的 8 个商业项目	19
表 7: 公司指标汇总表	21

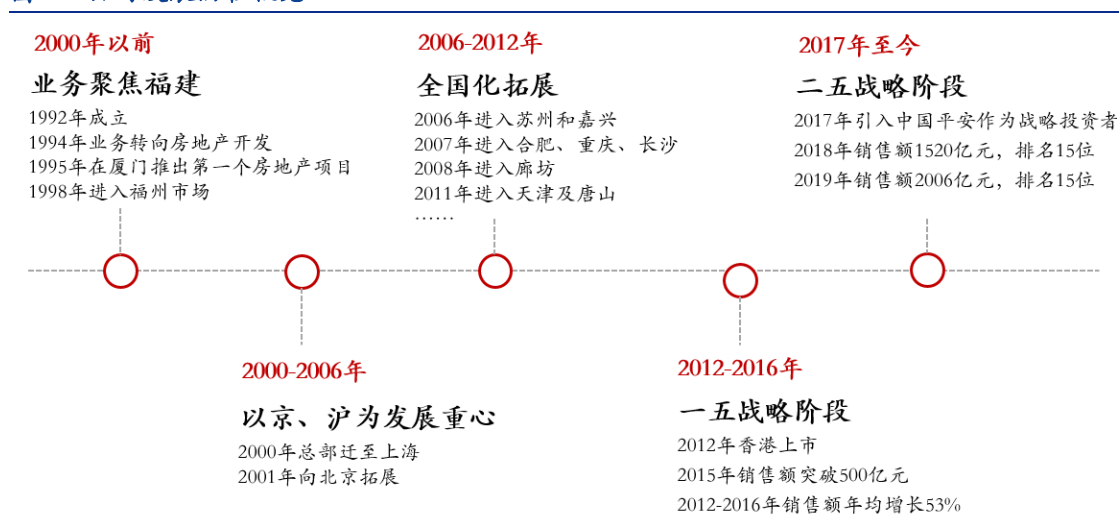
1. 公司总览

1.1. 历史沿革

旭辉集团前身为 1992 年 8 月在厦门成立的永升物业代理有限公司，初期业务主要为房地产行销策划及物业管理，1994 年公司将业务转向房地产开发，2000 年总部迁至上海，2012 年在港交所上市。公司发展历程可分为五个阶段：

- (1) **2000 年以前业务聚焦福建**。1995 年 2 月公司在厦门推出第一个房地产项目阳光花园，随后在厦门开发了彩虹花园、永升新城等项目，1998 年 12 月进入福州市场。
- (2) **2000-2006 年以京沪为发展重心**。2000 年公司总部迁至上海，成立上海永升置业有限公司，在上海先后开发了永升大厦、滨河景城、旭日之城等项目；2001 年向北京拓展，获得北京亦庄住宅项目；2004 年上海永升置业有限公司更名为旭辉集团有限公司。
- (3) **2006-2012 年全国化拓展**。2006 年公司股份改制完成，同年在苏州及嘉兴拿地，2007 年进军合肥、重庆、长沙及镇江，2008 年事业板块覆盖廊坊，2011 年开拓天津及唐山市场。
- (4) **2012-2016 年“一五战略”快速扩张**。2012 年公司在港交所顺利上市，开启第一个五年战略计划，2012-2016 年销售额年均增长 53%，2015 年销售额突破 500 亿元，排名前 20。
- (5) **2017 年至今“二五战略”阶段**。2017 年，公司开启二五战略计划，成功引入中国平安作为战略投资者，并于当年进入千亿房企阵营。2018、2019 年公司全口径销售金额分别达到 1520.0、2006.0 亿元，排名前 15。

图 1：公司发展历程概览



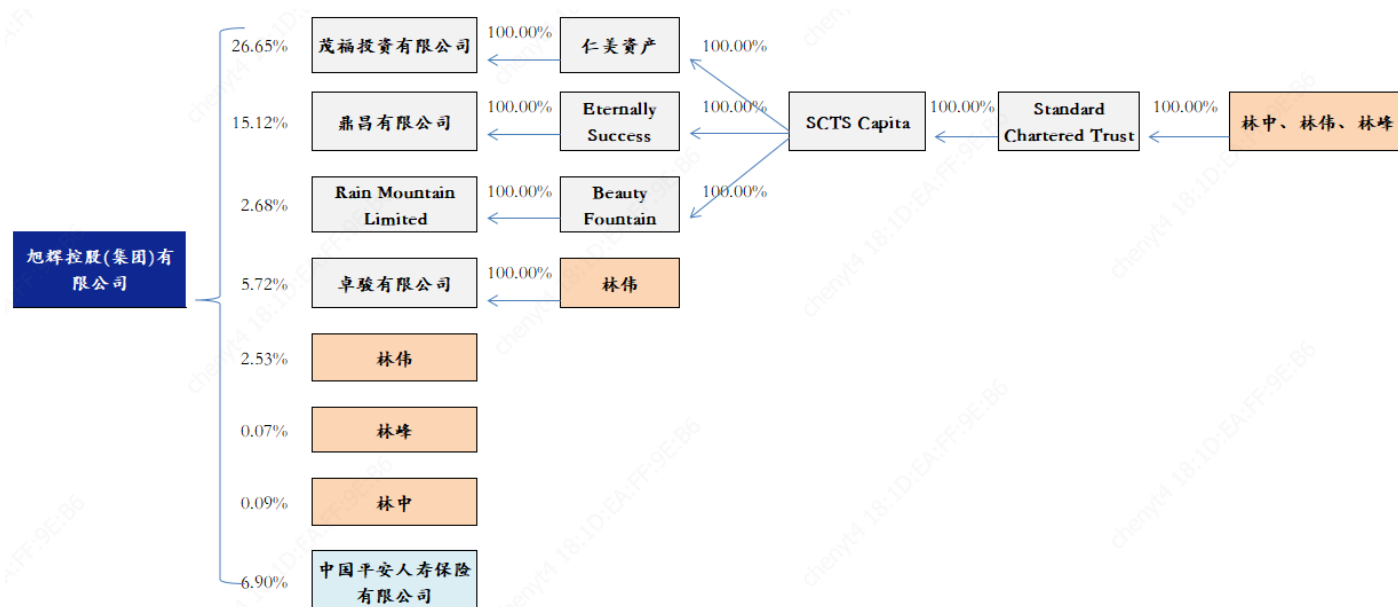
资料来源：公司官网等，安信证券研究中心

1.2. 公司治理

1.2.1. 实际控制人

公司实际控制人为林中先生、林伟先生和林峰先生，截至 2019 年 12 月 31 日，三人合计直接和间接控制公司股权 52.86%。茂福投资有限公司为旭辉控股集团的第一大股东，持有公司股权 26.65%，而其股本全部由林氏家族信托的受托人 Standard Chartered Trust 间接持有；此外，鼎昌持股 15.12%、Rain-Mountain 持股 2.68%、卓骏持股 5.72%，均为林氏家族通过信托所持有；2017 年，公司引入平安作为战略投资者，中国平安保险（集团）股份有限公司全资子公司平安香港作为投资经理代表客户持有公司 6.90% 股权。

图 2：公司股权结构



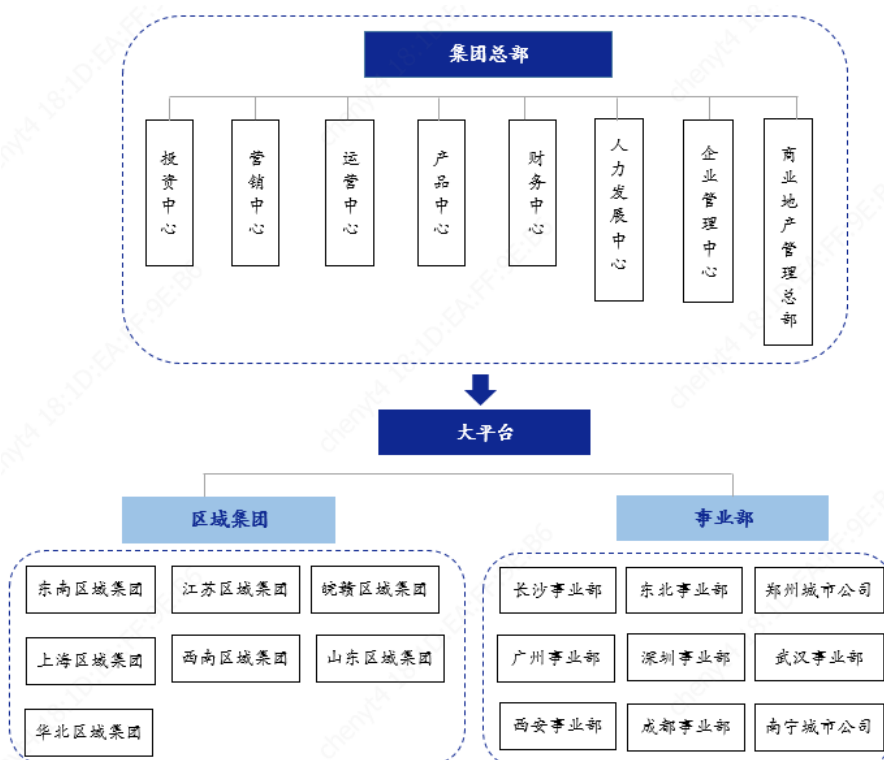
资料来源：WIND，安信证券研究中心

备注：截至 2019 年 12 月 31 日。

1.2.2. 管理架构

旭辉集团推行“总部大平台+区域小集团+项目集群”的“三级管控”组织架构。集团总部主要负责投资、财务、人力、风控等战略管控，业务放权到区域，设立东南、江苏、皖赣、上海、西南、山东、华北七个区域集团，区域集团承接总部授权，向下延伸管辖多个项目集群，承担一线基本经营单元的角色。公司另在长沙、广州、深圳等城市设事业部或城市公司。

图 3：公司管理架构

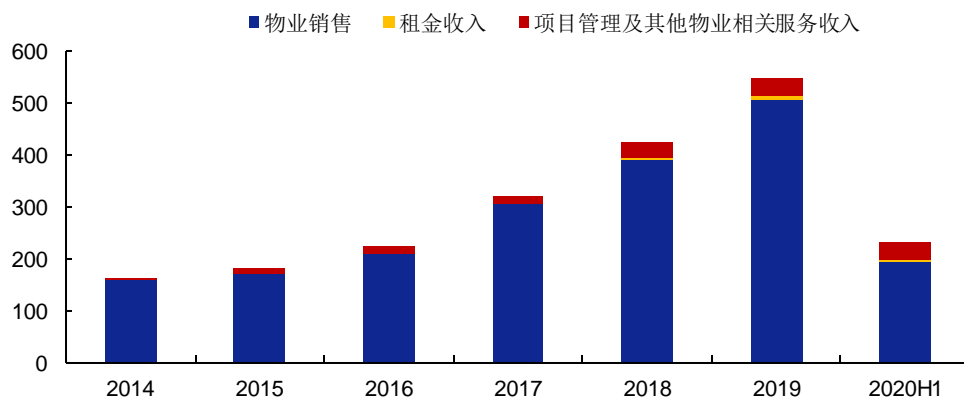


资料来源：公司业绩发布会新闻稿、债券募集说明书，安信证券研究中心

1.3. 业务概览

房地产开发为公司核心主业。公司主营业务包括房地产开发、自持物业运营、物业管理等，2020 年上半年公司营业收入 230.2 亿元，其中 92.5% 来自物业销售、6.5% 来自物业管理及项目管理相关业务、1.0% 来自租金收入。

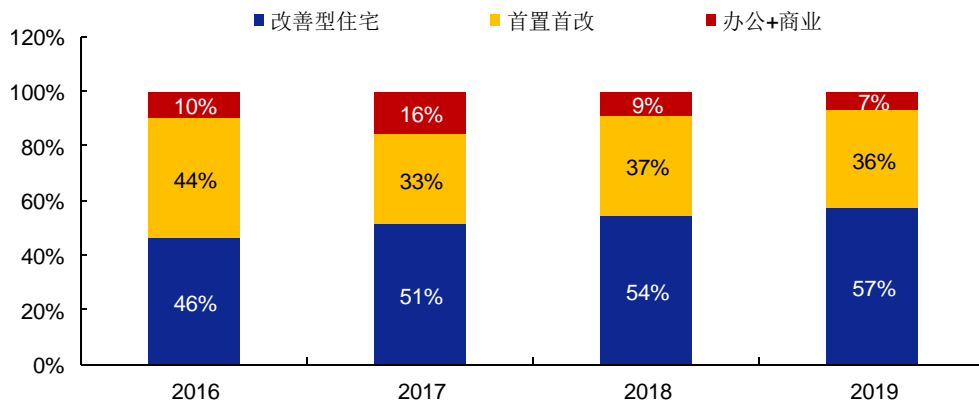
图 4：公司营业收入变动（亿元）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

公司物业销售以改善型住宅为主，办公和商业占比较低。根据 2019 年 3 月业绩发布会披露的数据，公司产品结构以住宅为主，“办公+商业”仅占 7%，且占比逐年降低；首置首改住宅、改善型住宅各占 36%、57%。公司主要有 6 大住宅产品系，铂悦系、府系、赋系、江山系、公元系、城系，覆盖高端到中低端产品。

图 5：公司各类产品销售占比 (%)



资料来源：业绩发布会新闻稿，安信证券研究中心

表 1：公司产品线梳理

业态	系列	产品线	定位和客群	产品标准
住宅	T 系列	铂悦系	高档再改产品 收入能级位于城市 85-95 分位的高净值人群	售价 1.75 倍于城市均价
	G 系列	府系、赋系、江山系	品质改善产品 收入能级位于城市 78-85 分位的中高端人群	售价 1.5 倍于城市均价
	H 系列	公元系	中档改善产品 收入能级位于城市 70-78 分位的中端人群	售价 1.25 倍于城市均价
	L 系列	城系	首次置业产品 收入能级位于城市 65-70 分位的中端人群	售价约为城市均价
商业		旭辉广场	定位于国际时尚中心	体量在 8-12 万 m ² 以上，多位于一二线城市

以“城市中央，国际生活旗舰”为目标

市成熟核心区

旭辉里

定位是街区邻里中心
针对全年龄段家庭消费的社区型商业综合体

体量在3万㎡以下，多位于一线城市区域中心、副中心，二线城市传统商业区、住宅密集区

旭辉市集

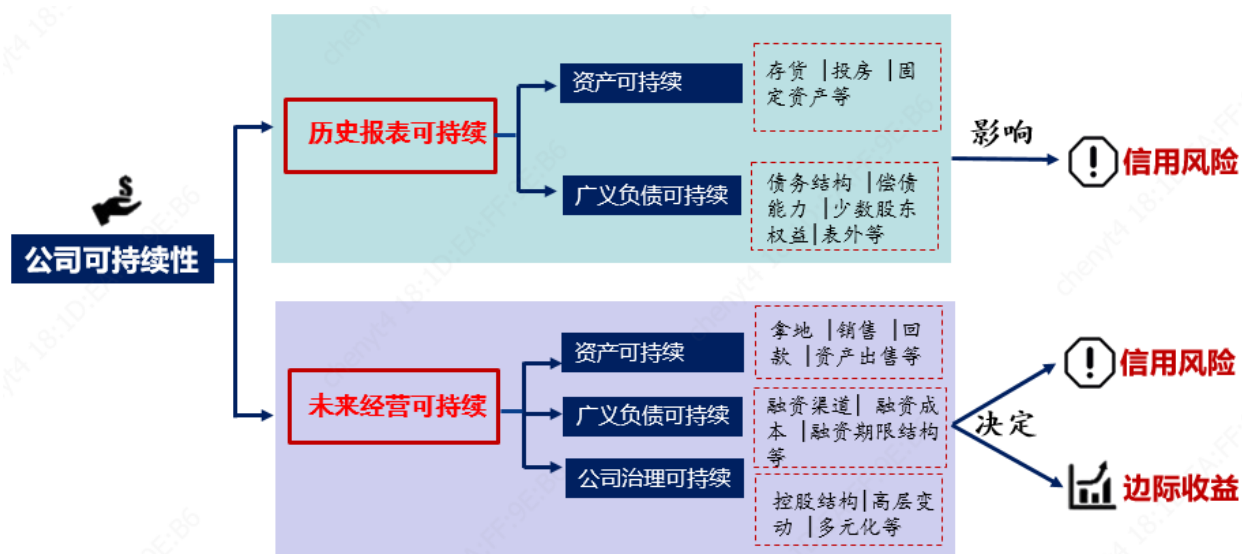
引领社区小体量商业新模式

资料来源：公司官网、中国建筑工业出版社等，安信证券研究中心

2. 分析方法介绍：从“可持续性”看旭辉

房企可持续性^①是地产债研究的核心。我们在2020年8月22日发布的报告《地产债研究框架与案例分析》中指出，投资地产债的基本条件是房企的预期存续时间要远大于投资债券的存续时间，因此地产债要以研究房企的可持续性为核心。房企可持续性包括“历史报表可持续”和“未来经营可持续”。通过研究“历史报表可持续”可以发现房企历史经营的逻辑脉络与经营过程中存在的相关问题，从而对房企的信用风险做出评价；通过研究“未来经营可持续”可以发现房企当前与未来的经营思路变化，从而分析房企未来可持续的强弱变化，进而再次对房企的信用风险做出评价，并从中发现可能存在的潜在风险或发掘可能存在边际收益的阿尔法机会。

图6：地产债研究以房企可持续性为核心



资料来源：安信证券研究中心整理

如何评价历史报表可持续？1) 资产可持续。①存货是房企最重要的资产，可通过五个维度分析存货：一看项目分布、二看项目集中度、三看项目周转、四看静态利润空间、五看拿地强度。部分房企数据披露存在不完整性，可能无法对五个维度同时做详尽分析。旭辉主要分析项目分布、项目集中度和拿地强度三个维度，项目周转和静态利润空间由于数据缺失本文暂不做分析；②固定资产和投资性房地产反映了房企商业地产布局，可通过商业布局力度、项目区域分布和经营效率等维度对房企的商业项目做出评价。2) 广义负债可持续。①债务结构可细分为融资来源、增信结构、融资结构等。②偿债能力方面，短期偿债能力主要关注现金短债比，长期偿债能力关注净负债率、剔除预收账款资产负债率等。③表外不确定性方面，少数股东权益/所有者权益、其他应收款/总资产较高预示着房企可能存在较大体量的合作开发，容易产生“明股实债”问题；对外担保规模较高可能意味着非并表项目债务负担较重。

如何评价未来经营可持续？1) 资产可持续。新增土储质量是影响房企未来现金流安全性的主要决定因素；融资环境收紧、偿债压力加大、拿地失误、经营战略变化等都会促使房企出售资产；销售是房企现金流的最主要来源，直接反映了房企的经营可持续能力；回款率较低反映房企运营能力偏弱，也在一定程度上反映部分房企可能存在虚假销售的嫌疑。2) 广义负债可持续。融资渠道变化一定程度上反映房企在融资能力、融资可得性、融资成本等方面的边际变化；融资成本反映了市场对房企偿债能力的综合评价；融资期限结构能反映房企短期债务压力和潜在融资能力。3) 公司治理可持续。过于复杂或分散的股权结构可能在一定程度上增加经营不确定性；房企核心管理人员出现较大异动时，可能会影响公司的战略执行和相关板块的业绩表现；多元化布局可能会对房企主营业务、融资能力、融资成本等产生潜在影响。

3. 公司可持续性和信用资质分析

3.1. 历史报表视角下的信用资质分析

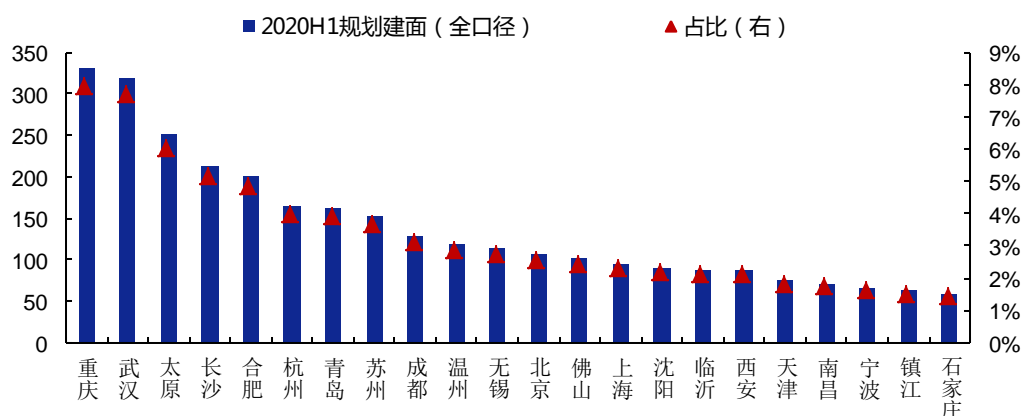
3.1.1. 资产可持续

3.1.1.1. 存货：重仓二线、布局分散

(1) 项目分布：重仓二线城市，聚焦长三角城市群

截至 2020 年 6 月（下同），公司存量土储建面为 5270 万方，权益建面为 2770 万方。分城市能级来看¹，公司存量土储主要集中在二线城市。公司一线、二线、三四线城市项目占比分别为 6.4%、72.5%、21%；分城市区域来看，公司重点布局长三角城市群。公司土储主要集中在长三角，占比为 30.4%，长江中游、成渝、山东半岛土储占比分别为 14.9%、11.5%、9.8%；分城市来看，重庆、武汉、太原、长沙、合肥占比相对较高，分别为 7.9%、7.7%、6%、5.1%、4.8%。

图 7：公司土储主要集中在重庆、武汉、太原、长沙、合肥（万方）



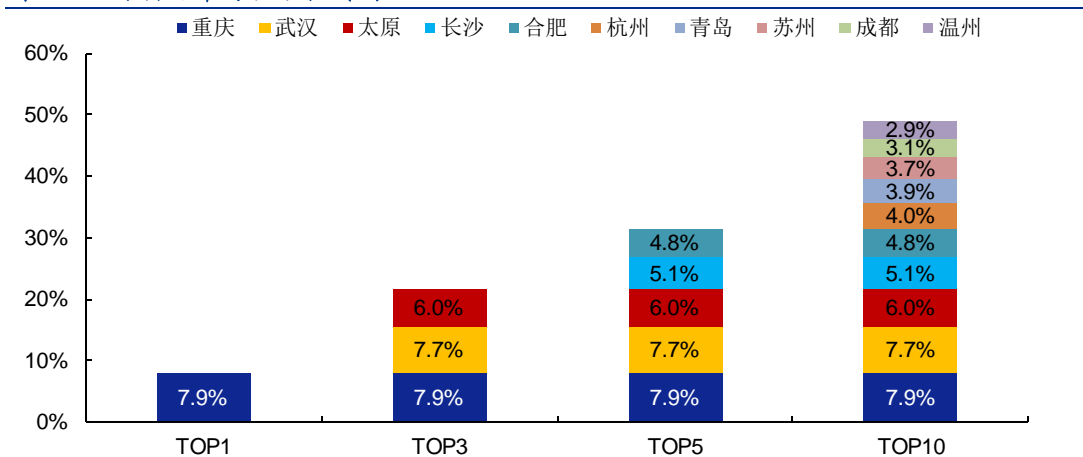
资料来源：WIND，安信证券研究中心

(2) 项目集中度：项目分布较分散

公司土储分布于 65 个城市、13 个城市圈，项目布局相对分散，TOP1/3/5/10 城市土储占比分别为 7.9%、21.6%、31.6%、49.1%，且前十大布局城市均为二线城市，其余城市土储占比均在 3% 以下。

¹ 以下存量土储数据均未考虑停车场。

图 8：公司项目布局较分散（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

（3）项目周转

数据缺失，不做进一步分析

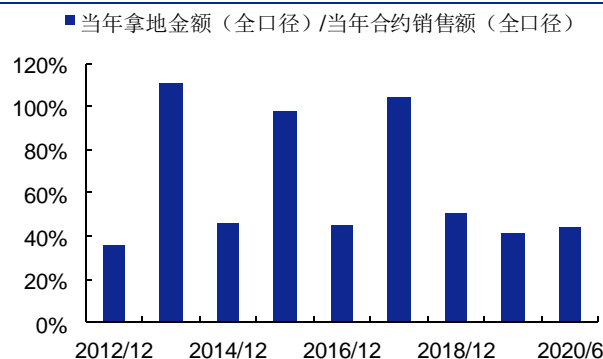
（4）静态利润空间

数据缺失，不做进一步分析

（5）拿地强度：2018 年以来公司拿地保持稳健

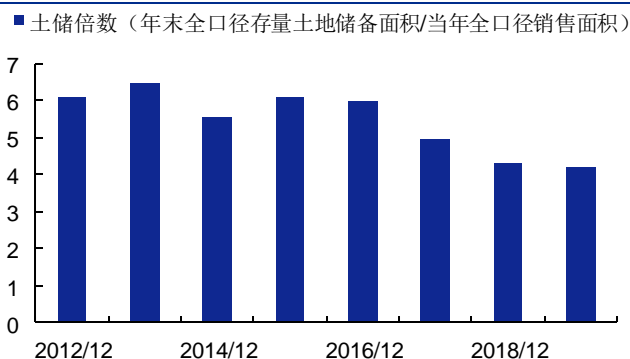
公司战略+政策环境影响，2017 年以前公司拿地较激进，2018 年以来公司拿地保持稳健。2011 年底公司定下了第一个五年战略计划：未来 5 年进入中国房企 TOP20，销售业绩达到 500 亿元，年净利润率不低于 12%。2011 年公司销售额仅为 54 亿元，为完成近 10 倍的销售增长，公司积极扩张，2012-2016 年平均拿地销售比为 65%，其中 2013 年、2015 年在楼市火爆及政策宽松背景下公司拿地强度分别高达 111%、98%，拿地态度较激进。2016 年公司销售额为 530 亿元，年复合增长率为 54%，圆满完成“一五战略”目标。2017 年公司开启“二五战略”：未来 5 年进入中国房企 TOP8，销售业绩达到 3000 亿元、销售利润超百亿元，年复合增长率≥40%。为打好“二五战略”第一枪，公司 2017-2018 年上半年依然保持激进的拿地风格，拿地销售比分别高达 104%、80%。但随着宏观政策的不断收紧、主要城市的调控升级以及公司销售额持续快速增长（2018 年合约销售额为 1520 亿元，较 2016 年增长近 2 倍），2018 年下半年开始公司拿地节奏放缓，2018H2、2019 拿地销售比分别为 28%、41%，但土储倍数仍保持在 4 以上，土地储备充足。2020 年上半年楼市调控有所放松，拿地强度略微上升至 45%，与 TOP50（46.5%）基本持平。公司拿地风格整体稳健，拿地强度虽略高于央行 40% 观察指标，但后续满足监管要求的难度不大。

图 9：2018 年以来公司拿地节奏放缓（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 10：2018 年以来公司土储倍数保持在 4 以上（倍）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

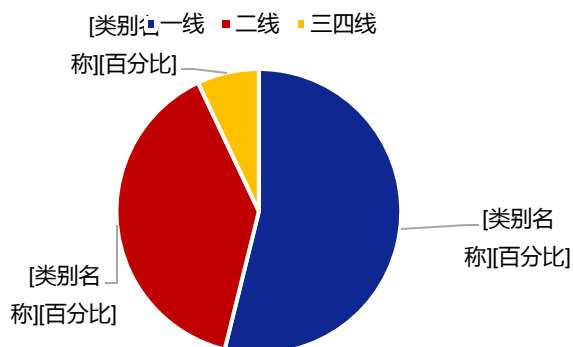
3.1.1.2. 固定资产和投资性房地产：商业地产重仓上海、成都

2012 年 4 月公司第一个商业地产项目嘉兴旭辉广场正式开业，标志着公司正式进入商业地产领域。2016 年开始公司加速推进商业布局，与香港置地、恒基等房企合作，开发了旭辉广场、旭辉 U 天地等商业产品线。2019 年 7 月公司宣布将成立商业地产管理总部，负责集团商业项目的投资、设计、开发、招商和持有运营，旨在更大力度地专业化布局商业领域。截至 2020H1，公司（投资性房地产+固定资产）/总资产为 5%，相较于以商业为主的万达（79%）、宝龙（34%）而言，公司业务仍以住宅开发为主。

截至 2020H1，公司共投资了 25 个商业项目²，总建面积为 127.16 万方，其中已建成可出租总建面积为 68.65 万方。从城市能级来看，公司商业地产主要集中在核心一、二线城市，一线、二线城市可出租建面积为 63 万方、46 万方，占比分别为 54%、39%；从城市圈来看，公司商业地产聚焦于长三角和成渝地区，可出租建面积分别为 79 万方、26 万方，占比分别为 67%、22%；从城市来看，公司商业地产共分布在 10 个城市，重仓城市为上海、成都，可出租建面积分别为 63 万方、22 万方，占比分别为 53%、19%，嘉兴、合肥占比也相对较高，分别为 7%、6.6%。

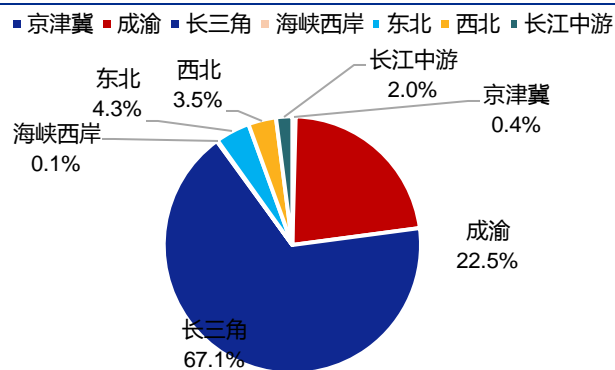
自 2016 年公司加大商业布局力度以来，公司租金收入快速增长，2019 年租金收入为 5.33 亿元，较 2016 年的 0.6 亿元增长了 8 倍。2020 上半年公司租金收入为 2.2 亿元，较去年同期大幅增长 125%。

图 11：公司商业地产主要布局于一二线城市（%）



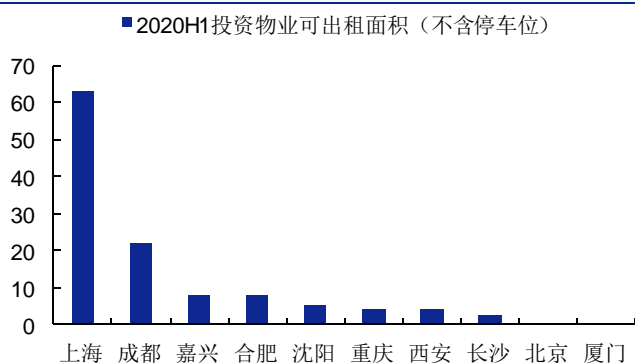
资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 12：公司商业地产聚焦于长三角、成渝地区（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 13：公司商业地产主要集中在上海、成都（万方）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 14：2017 年以来，公司租金收入迅速增长（亿元，%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

整体来看，公司资产可持续程度较强。存货方面，公司重仓二线城市，聚焦长三角城市圈，且城市分布较分散，能够较好避免单个城市的政策调控或市场冲击；2017 年以前公司拿地较激进，2018 年以来拿地节奏放缓，2020H1 拿地强度为 45%，略高于 40% 监管要求，但

² 仅考虑投资物业

后续达标难度不大。固定资产和投资性房地产方面，公司商业地产主要布局于上海、成都等人均消费水平较高、人口净流入的核心一二线城市，租金收入持续增长。

3.1.2. 广义负债可持续

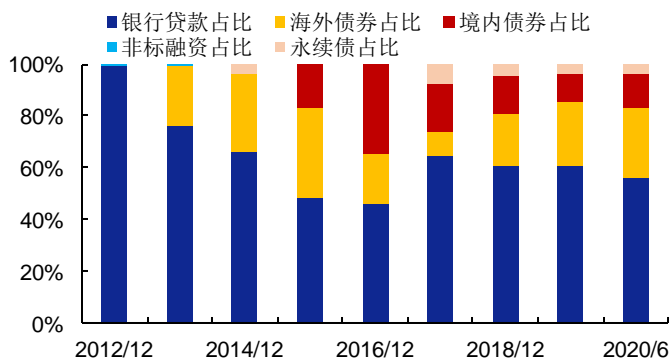
3.1.2.1. 债务结构：融资以银行贷款为主，短期偿债压力较小

融资来源方面，以银行贷款为主。公司有息负债中银行贷款占比最高，2020H1 余额为 611 亿元，占比达 56%；其次为海外债，余额为 292 亿元，占比 27%；2020 年受疫情影响融资环境宽松、成本下降，公司境内债融资增加，2020H1 融资余额为 150 亿元，占比 14%，较去年末上升 3 个百分点。

增信结构方面，有息负债抵质押率适中。2017-2019 年公司有息负债抵质押率基本保持在 40%-50%的水平，2020H1 下降 7 个百分点至 41%，与 TOP20 中位数（42%）基本持平，再融资灵活性相对较强。

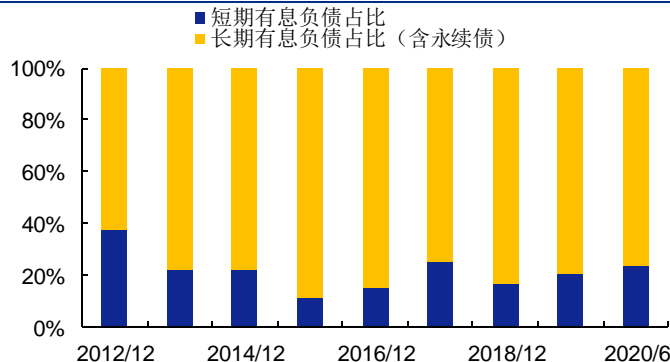
期限结构方面，短期债务占比较低。2013 年以来，公司短期债务占比基本保持在 25%以下。2020H1 公司短期有息负债、长期有息负债（含永续债）占比分别为 23%、77%，公司短期偿债压力较小，公司获取长期债务能力较强。

图 15：公司融资以银行贷款为主（%）



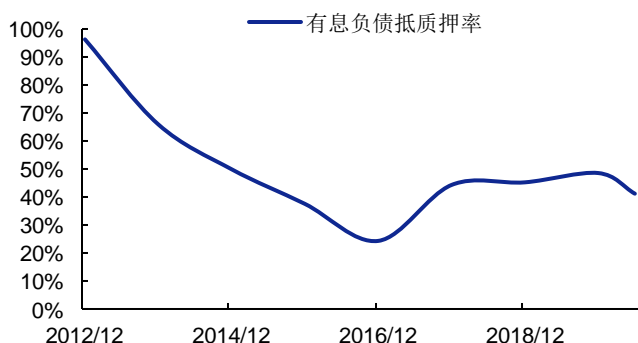
资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 16：公司短债占比较低（%）



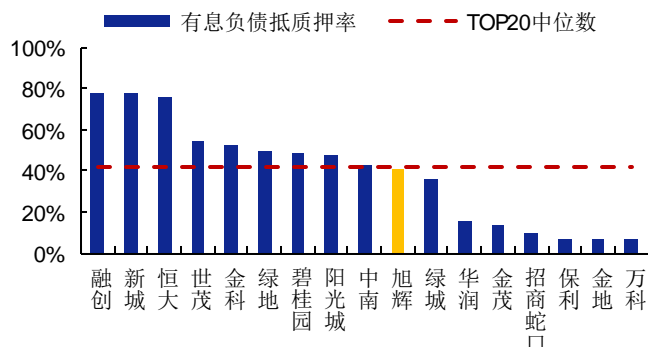
资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 17：2020H1 公司有息负债抵质押率小幅下降（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 18：公司 2020H1 有息负债抵质押率处于 TOP20 中位数水平（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

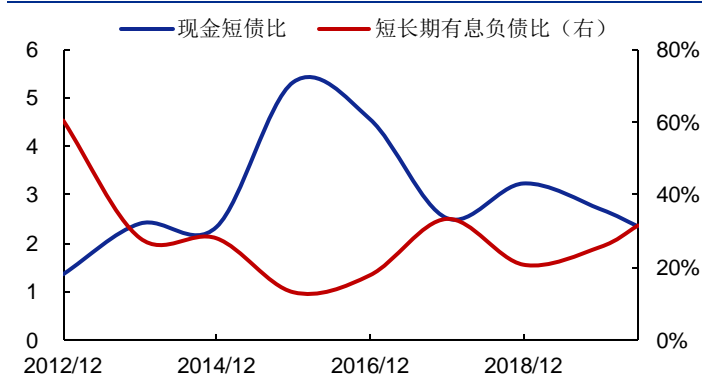
备注：碧桂园、融创、世茂、绿城、金地、金茂为 2019 年年报数据，其余均为 2020 中报数据。

3.1.2.2. 偿债能力：长、短期偿债能力均较强

短期偿债能力较强。2013 年以来，公司现金短债比持续保持在 2 倍以上，明显高于监管部门红线要求。2020H1 公司现金短债比、短长期有息负债比分别为 2.35 倍、32%，短期偿债压力较小、现金及现金等价物覆盖短债能力较强。

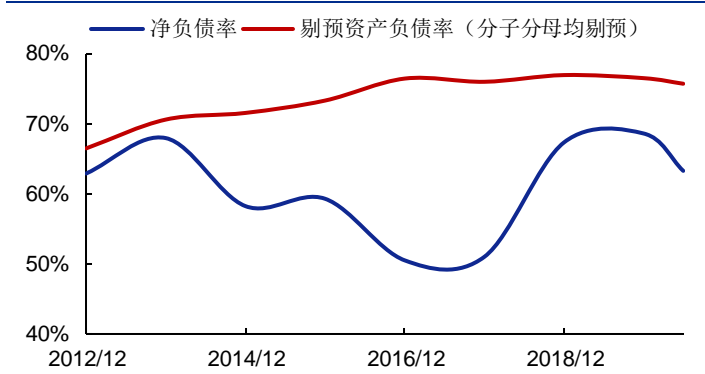
长期偿债能力相对较强，剔预资产负债率仍需优化。2013 年以来，公司净负债率基本保持在 70%以下，2020H1 为 63%，较 2019 年末下降 6 个百分点，净负债率持续优化且明显低于 100%的红线要求。公司近年来剔预资产负债率总体保持在 70%-80%之前，2020H1 为 76%，略高于 70%监管要求，但后续压降难度不大。

图 19：公司短期偿债能力较强（倍，%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 20：公司长期偿债能力持续优化（%）



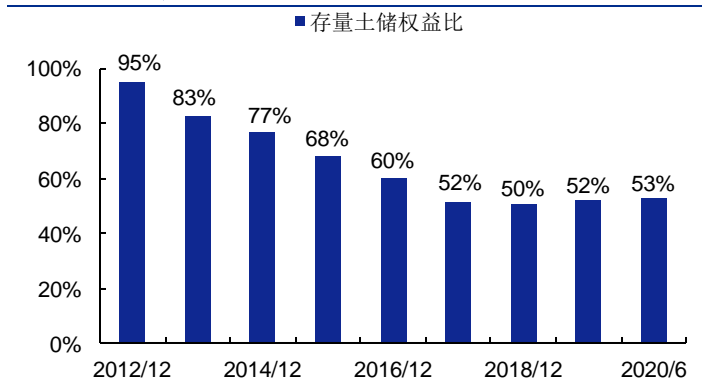
资料来源：WIND，安信证券研究中心

3.1.2.3. 表外不确定性：合作开发项目较多

(1) 合作开发与明股实债

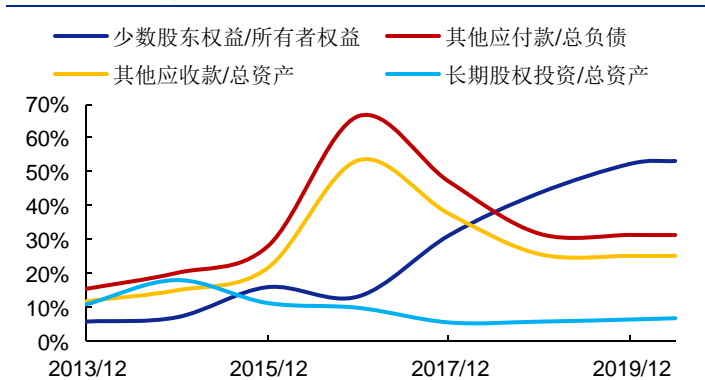
公司合作开发项目较多，权益比偏低，少数股东权益占比、其他应收款占比等指标高于 TOP20 中位，存在一定的表外不确定性。公司合作开发较多，2020H1 存量土储权益比仅 53%，对应少数股东权益占比、其他应收款占比、其他应付款占比分别达到 53%、25%、31%，明显高于 TOP20 房企中位数 40%、11%、13%。

图 21：2017 年以来公司存量土储权益比保持在 50%左右（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 22：2017 年以来公司少数股东权益占比明显增加（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

表 2：公司少数股东权益占比、其他应收款占比等指标高于 TOP20 中位数

	其他应收款占比	长期股权投资占比	少数股东权益占比
碧桂园	15%	3%	33%
万科地产	13%	7%	33%
中国恒大	4%	4%	59%
融创中国	9%	8%	28%
保利发展	13%	5%	28%
绿地控股	6%	2%	41%
中海地产	2%	4%	4%
新城控股	9%	4%	56%
世茂房地产	6%	5%	40%
华润置地	8%	5%	21%
绿城中国	16%	4%	39%

龙湖集团	10%	2%	46%
金地集团	21%	11%	35%
阳光城	13%	6%	45%
旭辉集团	25%	7%	53%
中南置地	11%	6%	33%
金科集团	9%	5%	49%
招商蛇口	12%	5%	59%
中国金茂	18%	6%	55%
中位数	11%	5%	40%

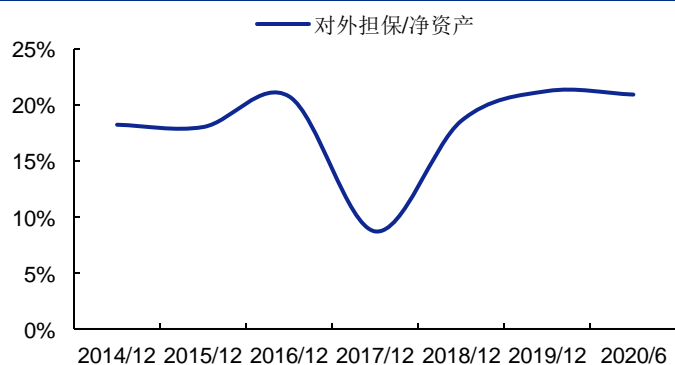
资料来源：WIND，安信证券研究中心

备注：标黄为低于中位数水平；标绿为高于中位数水平

（2）对外担保

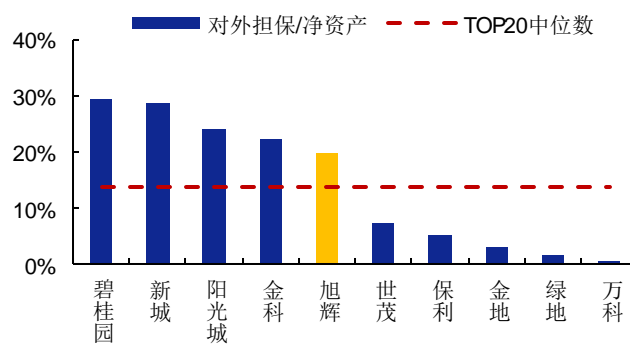
2020H1 公司对外担保余额为 144 亿元，对外担保/净资产为 21%，高于 TOP20 中位，需对公司非并表项目债务规模进行关注。从 2019 年旭辉发债主体对外担保明细来看，公司对苏州昌明置业有限公司（合作房企：上置资产管理有限公司）、太原旭凤鹏泰房地产开发有限公司（合作房企：碧桂园）、杭州临盛置业有限公司（合作房企：东原地产）、上海宝展房地产开发有限公司（合作房企：宝龙地产）、重庆华宇盛泰房地产开发有限公司（合作房企：华宇集团）担保金额相对较大，分别为 7.5 亿元、6.6 亿元、6.4 亿元、6.3 亿元和 6.3 亿元。

图 23：公司对外担保余额/净资产变动（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 24：公司 2020H1 对外担保/净资产高于 TOP20 中位（%）



资料来源：WIND，安信证券研究中心

整体来看，公司广义负债可持续性较强，但部分指标略高于监管要求，整体压降难度不大。债务结构方面，公司融资以银行贷款为主；有息负债抵质押率处于 TOP20 中位数水平；短债占比较低。偿债能力方面，公司 2020H1 现金短债比、净负债率、剔除预资产负债率分别为 2.35 倍、63%、76%，其中剔除预资产负债率略高于监管要求，但压降难度不大。表外不确定性方面，公司合作开发项目较多，少数股东权益、其他应收/应付款、对外担保规模相对较大，存在一定的表外不确定性，需要对公司主要项目合作方及未并表项目进行密切关注。

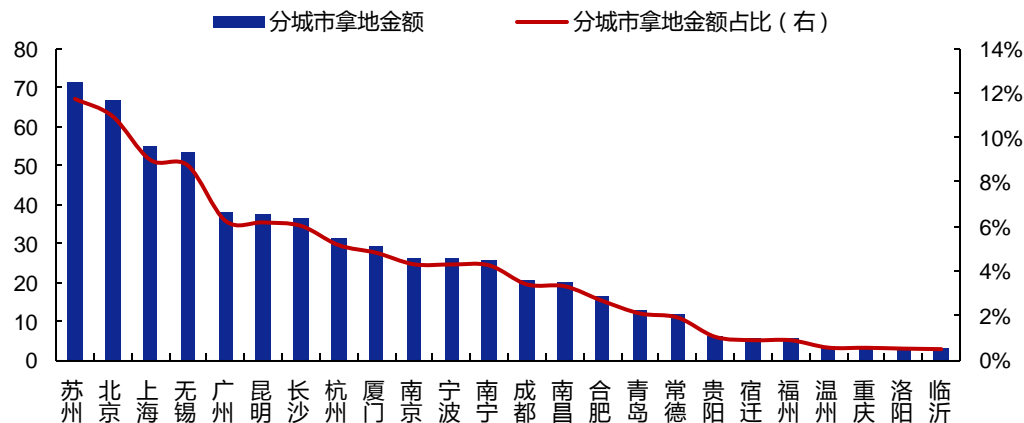
3.2. 未来经营视角下的信用资质变化

3.2.1. 资产可持续

3.2.1.1. 拿地：高能级城市布局力度加大

2020 年 1-8 月，公司新增土储总规划建面 754.5 万方，对应总地价 609.1 亿元，分布在 24 个城市。其中新增拿地金额分布最多的 5 个城市依次是苏州、北京、上海、无锡和广州，占比分别为 11.7%、10.9%、9.0%、8.7%和 6.2%。

图 25：2020 年 1-8 月公司新增土储城市分布（亿元、%）

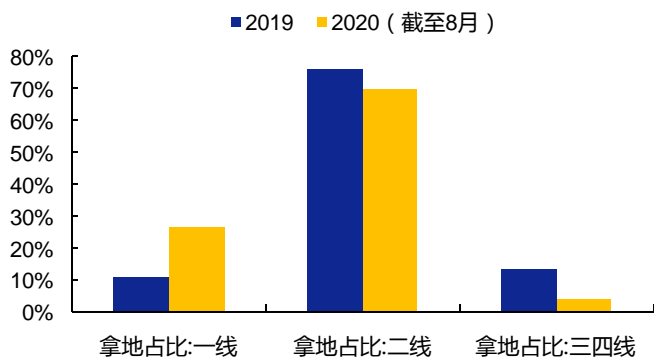


资料来源：中指院，安信证券研究中心

从城市能级分布看，今年公司明显加大高能级城市的土储布局。1-8 月，公司在一、二线城市拿地金额占比合计为 96.2%，较 2019 年提高近 10 个百分点，其中一线城市占比大幅提高 15.5 个百分点，二线城市小幅下降 5.9 个百分点；三四线城市占比则从 2019 年的 13.4% 下降为 3.8%。

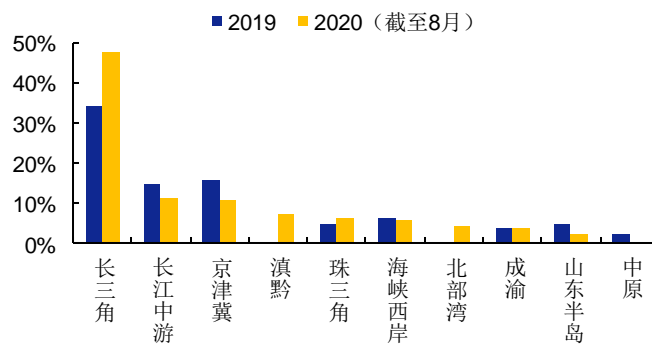
从城市圈布局看，今年公司在长三角地区土储布局力度加大。1-8 月，公司新增土储布局仍以长三角、长江中游、京津冀等城市圈为主，其中长三角地区新增拿地金额占比为 47.3%，较 2019 年提高 13.1 个百分点，长江中游和京津冀占比则分别小幅下降 3.4 和 4.7 个百分点。

图 26：公司新增土储的城市能级变化（%）



资料来源：中指院，安信证券研究中心

图 27：公司新增土储的城市圈分布变化（%）

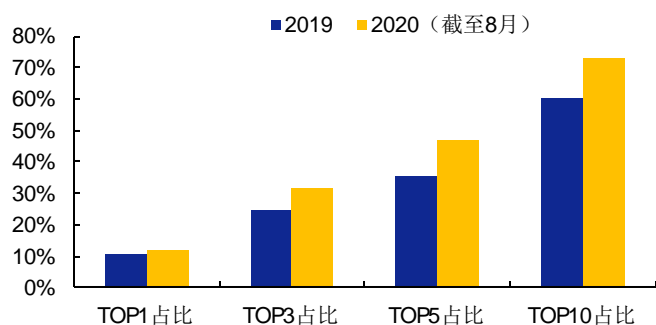


资料来源：中指院，安信证券研究中心

从集中度看，今年公司拿地集中度有所上升。1-8 月，公司在 TOP1、TOP3、TOP5 和 TOP10 城市拿地金额占比分别为 11.7%、31.7%、46.7%和 73.1%，较 2019 年分别提高 1.0、7.2、10.9 和 12.8 个百分点。

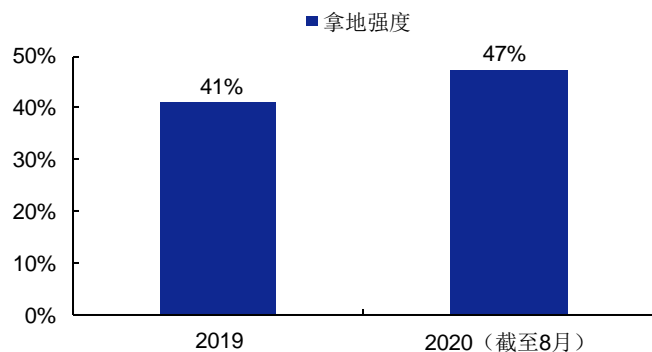
从拿地强度看，今年公司拿地强度小幅上升。1-8 月，公司拿地强度为 47%，较 2019 年小幅上升 6 个百分点。

图 28: 公司新增土储城市集中度变化 (%)



资料来源: 中指院, 安信证券研究中心

图 29: 公司拿地强度变化 (%)



资料来源: 中指院, 安信证券研究中心

备注: 拿地强度=拿地金额/签约金额

3.2.1.2. 资产出售

根据公司公告披露, 今年 5 月 29 日, 旭辉将全资附属公司旭昇有限公司所拥有的 5 项物业以 18 亿港元的对价出让给集团控股股东林中、林伟及林峰所控制的投资控股公司。按出售价格 18 亿港元、物业的原收购成本 15.88 亿港元及原收购物业所产生的相关成本约 1.09 亿港元计算, 估计出售事项将可变现收益约 1.03 亿港元, 出售事项所得款项净额将用作集团的一般营运资金。

表 3: 公司资产出售情况

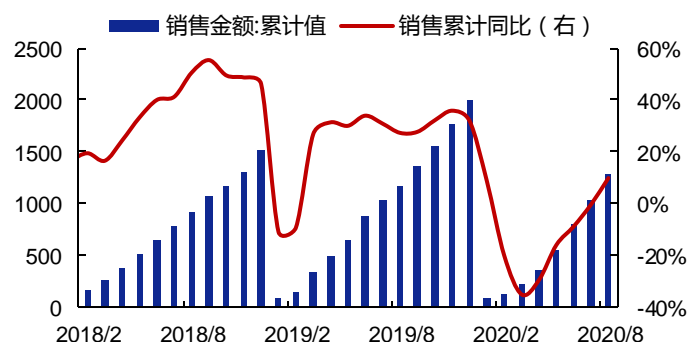
交易日期	项目公司	转让股权比例	相关地块/位置	占地面积 (㎡)	受让方	对价(万港元)	备注
2020/5/29	(i)Junlan Investment Limited; (ii)Longful Investment Limited; (iii)Sportsman Investment Limited; (iv)Agrotech International Limited; (v)Kester Resources Limited)	100%	五项物业: 分别位于香港香港岛春磡角道 44 号、46 号、48 号及 50 号以及香港香港岛海天径 1 号的五幢独立洋房	2450	Elite Force Development Limited	180,000	(关联交易) Elite Force Development Limited 由董事兼本公司控股股东林中先生、林伟先生及林峰先生控制

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3.2.1.3. 销售: 疫情以来持续修复

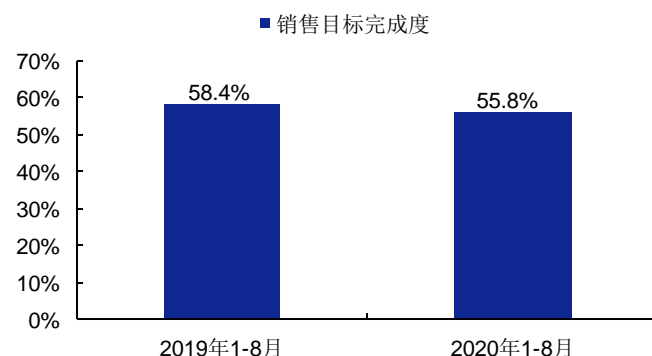
疫情后公司销售端持续修复, 8 月份累计销售金额增速首度转正。1-8 月, 公司累计实现合同销售金额 1283.2 亿元, 同比增长 9.9% (前值-0.3%)。公司前 8 月完成全年销售目标的 55.8%, 和 2019 年同期相比, 完成度小幅下降 2.6 个百分点。

图 30: 公司销售金额变化情况 (亿元、%)



资料来源: 公司公告, 中指院, 安信证券研究中心

图 31: 公司销售目标完成进度 (%)

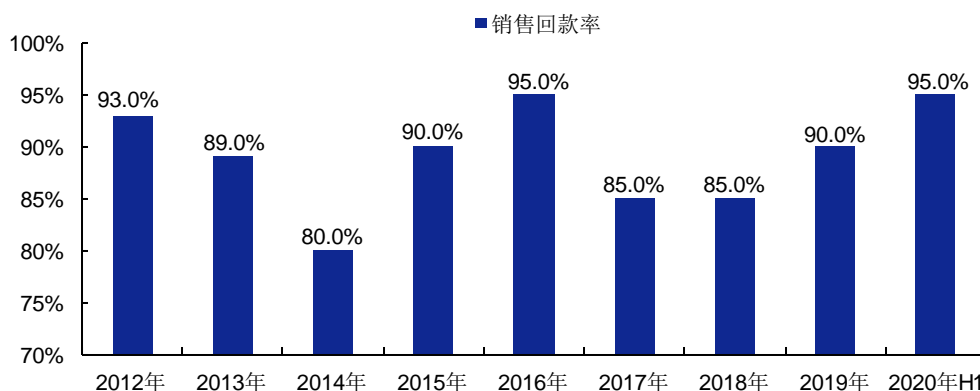


资料来源: 公司公告, 中指院, 安信证券研究中心

3.2.1.4. 回款率：处于历史较高水平

回款率方面，根据公司半年报披露，上半年超过 95%，处于历史较高水平，比 2019 年提高 5 个百分点。

图 32：公司销售回款率变化 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

备注：数据均为公司年报或半年报披露口径

综合今年以来公司拿地、资产出售、销售、回款率等方面最新变化，未来资产可持续性较强。**拿地方面**，公司今年明显加强了一二线高能级城市和核心城市圈的布局力度，拿地集中度相比 2019 年小幅上升，1-8 月拿地强度 47%，略高于监管部门 40% 观察指标。**资产出售方面**，今年 5 月份出售 18 亿港元物业。**销售方面**，疫情之后销售恢复较快，8 月份累计销售金额增速首度转正，前 8 月完成全年销售目标的 55.8%。**回款率方面**，今年上半年超过 95%，处于历史较高水平，比 2019 年提高 5 个百分点。

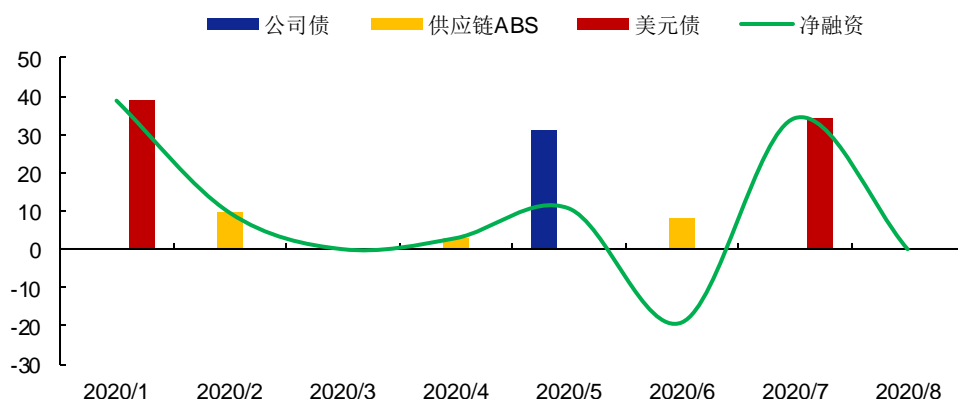
3.2.2. 广义负债可持续

3.2.2.1. 融资渠道：公开市场融资顺畅

2020 年以来公司积极发行美元债、供应链 ABS 和公司债，1-8 月累计获得净融资 76.9 亿元。

公司分别于 1 月和 7 月发行 2 笔美元债，发行金额合人民币 73.0 亿元；2 月、4 月、6 月发行 5 期供应链 ABS、金额合计 20.6 亿元；5 月发行 2 笔公司债，金额合计 31.2 亿元。到期方面，5 月和 6 月分别有美元债到期，合计偿还金额 47.9 亿元。总体来看，2020 年 1-8 月公司在公开市场发行美元债、公司债、供应链 ABS 共获得净融资 76.9 亿元，比去年同期多增 5.3 亿元。

图 33：2020 年 1-8 月公司债券发行与净融资金额 (亿元)



资料来源：WIND、彭博，安信证券研究中心

表 4：2020 年 1-8 月公司债券发行情况

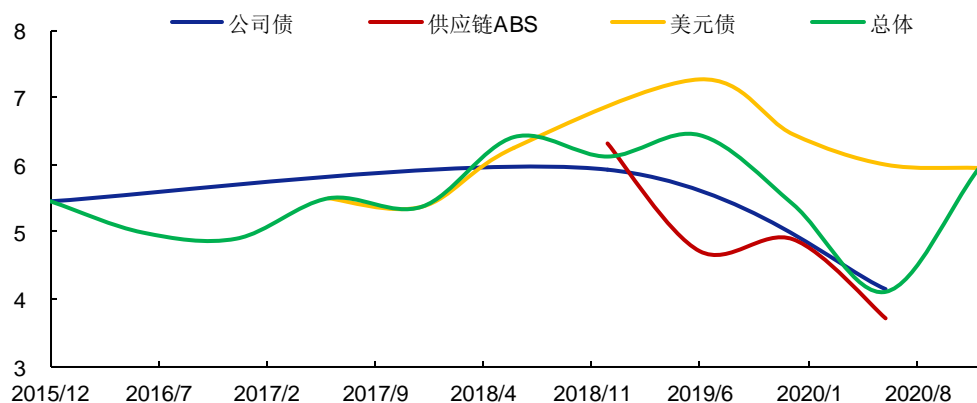
证券名称	证券类别	发行日期	到期日	期限（年）	票面利率（%）	发行金额（亿元）
20 旭辉 01	公司债	2020-5-27	2025-05-29	5.0	3.80	21.20
20 旭辉 02	公司债	2020-5-27	2025-05-29	5.0	4.50	10.00
旭日 08 次	供应链 ABS	2020-6-30	2021-06-23	1.0	-	0.01
旭日 08A	供应链 ABS	2020-6-30	2021-06-23	1.0	3.98	3.33
旭日 07A	供应链 ABS	2020-6-5	2021-05-25	1.0	3.50	4.86
旭日 07 次	供应链 ABS	2020-6-5	2021-05-25	1.0	-	0.01
旭日 06A	供应链 ABS	2020-4-3	2021-03-18	0.9	3.67	2.86
旭日 06 次	供应链 ABS	2020-4-3	2021-03-18	0.9	-	0.01
旭辉 03 次	供应链 ABS	2020-2-28	2021-01-19	0.9	-	0.03
旭辉 03 优	供应链 ABS	2020-2-28	2021-01-19	0.9	3.63	2.90
旭日 05A	供应链 ABS	2020-2-28	2021-01-15	0.9	3.80	6.60
旭日 05 次	供应链 ABS	2020-2-28	2021-01-15	0.9	-	0.01
旭辉控股集团	美元债	2020-7-20	2025-10-20	5.3	5.95	34.21
旭辉控股集团	美元债	2020-1-16	2025-7-16	5.5	6.00	38.80

资料来源：WIND、彭博，安信证券研究中心

3.2.2.2. 融资成本：发债成本明显下行

受益于上半年宽松的融资环境，2020 年公司发债成本总体下行。其中 1-6 月融资成本下行尤其明显，期间公司供应链 ABS、美元债平均发行利率仅 3.72%、6.00%，相比 2019 年下半年回落 117、45BP；7-8 月成本下行放缓，美元债平均发行利率 5.95%，相比上半年小幅回落 5BP。总体来看，2020 年以来各类债券平均发行利率 4.85%，相比 2019 年下降 108BP。

图 34：公司各类债券发行利率变动（%）

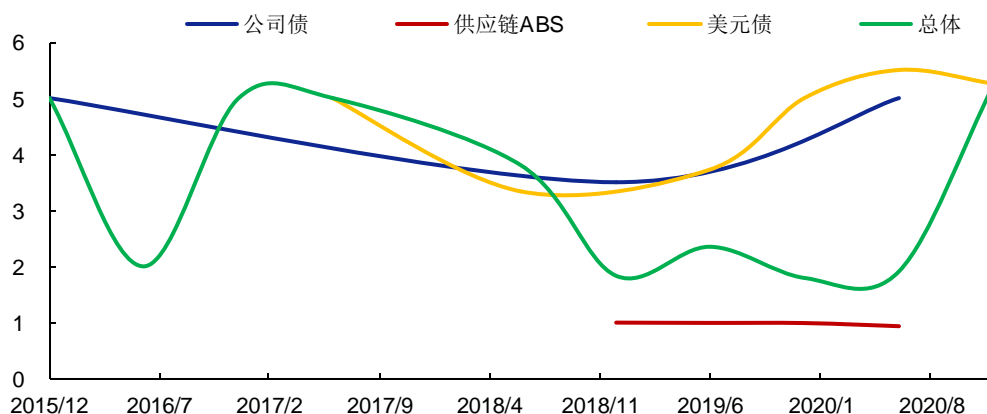


资料来源：WIND、彭博，安信证券研究中心

3.2.2.3. 融资期限结构：发债久期总体拉长

2020 年以来公司发债久期总体拉长。分券种来看，供应链 ABS 发行期限较平稳，均在 1 年左右，与 2019 年基本持平；美元债发行期限明显拉长，2020 年 1-8 月平均发行期限为 5.4 年，相比 2019 年拉长 1.3 年；两笔公司债“20 旭辉 01”、“20 旭辉 02”发行期限分别为 3+2 年、5 年。

图 35：公司各类债券发行期限变动（年）



资料来源：WIND、彭博，安信证券研究中心

整体来看，2020 年以来公司公开市场融资顺畅，积极发行美元债、供应链 ABS 和公司债，发债利率有所下行、发债久期拉长。

3.2.3. 公司治理可持续

3.2.3.1. 控股结构

2020 年以来公司控股结构未发生重大变动变化。

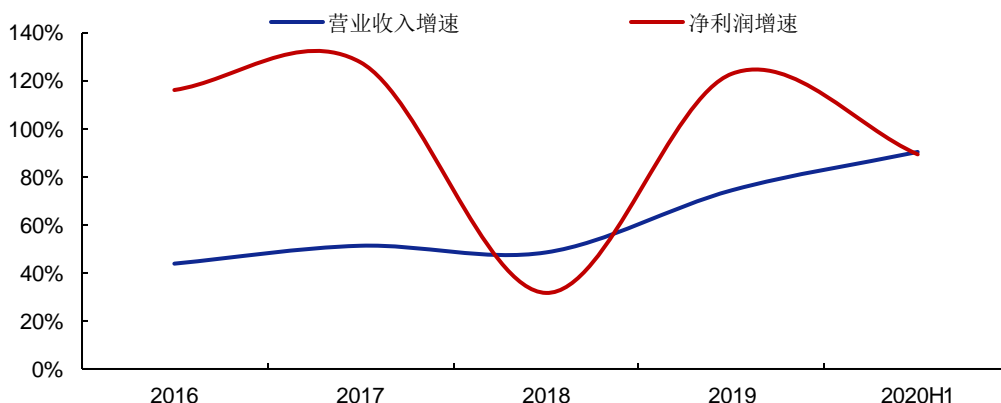
3.2.3.2. 高层变动

2020 年以来公司未发生重大高层变动。

3.2.3.3. 多元化：物业板块发展亮眼

旭辉围绕地产主业，沿着纵向和横向产业链，逐步形成涵盖物业、长租、商业、住宅产业化、教育、养老、代建的“1+7 生态平台”。

物业方面，集团旗下的永升生活服务（01995HK）于 2018 年上市，2020 年中报显示，其签约管理面积约为 1.43 亿平方米，合约项目数量 788 个，分别较 2019 年底增长 29.2% 及 29.4%。今年上半年，旭辉控股并表永升服务，实现双品牌的协同发展，有利于物业与地产的战略协同，产生双赢效果。此外，永升服务坚持“双轮驱动”战略，在服务旭辉同时积极面向独立第三方开发商开拓市场并提供服务。

图 36：2020H1 永升生活服务营收和净利润保持较高增速（%）


资料来源：WIND，安信证券研究中心

长租方面，旭辉领寓于 2016 年 7 月在上海成立，目前拥有白领公寓品牌柚米寓、综合型租赁住房社区柚米租赁社区，服务式酒店公寓品牌博乐诗及高端蓝领公寓品牌菁社等四条产品线，覆盖精英、白领、青年学生等在内的租房全龄段客群。以线下长租公寓为入口，形成科教、文创、办公、社交、娱乐、社区市集在内的居住生态圈，链接多元生活场景。截至今年 8 月份，旭辉在管公寓 74000 间，已经开业 28000 间，节点出租率约 92%，2020 年有望首次实现盈亏平衡。

商业方面，截至 2020H1 公司累计投资 25 个商业项目，已建成可出租总建面为 68.65 万方，逐步形成旭辉广场、旭辉里、旭辉集市等三条产品线。今年上半年新取得 6 个商业项目，合计可出租面积 18.1 万方，其中 4 个位于上海，1 个位于厦门。目前在建的商业项目有 8 个，合计可出租面积 59.1 万方。截至 2020H1，公司（投资性房地产+固定资产）/总资产为 5%，商业布局规模较小。

表 5：公司 2020H1 新竣工的 6 个商业项目

项目	本集团应占权益 (%)	可出租面积 (方)	城市
厦门永生海联大厦	100%	1470	厦门
上海九亭中心	34%	67511	上海
上海宝山 U 天地	25%	30983	上海
上海旭辉 U 天地	100%	5407	上海
上海恒基旭辉中心	50%	38174	上海
上海莘庄中心	50%	37924	上海

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 6：公司目前在建的 8 个商业项目

项目	本集团应占权益 (%)	可出租面积 (方)	城市
成都锦绣花城	30%	67044	成都
成都新都区 123 亩项目	100%	86000	成都
成都成华区北城中央项目	30%	67044	成都
合肥肥西县 2018-26 项目	51%	77726	合肥
上海普陀区长寿社区 D5-6 项目	50%	54426	上海
上海黄浦区马当路项目	50%	44481	上海
上海杨浦区定海社区项目	50%	143829	上海
沈阳旭辉铂宸府	100%	50922	沈阳

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

其他业务方面，公司于 2016 年 6 月成立上海毅玺（EPC）建筑科技有限公司，探索绿色建材和住宅产业化，2016 年 12 月发起中旭天下教育集团布局高质、特色教育，此外，代建、养老等业务板块也在积极布局中。

整体来看，旭辉的多元化业务多数为轻资产业务，占用资本投入不多，在业务成熟之后可和地产主要形成较好的战略协同。目前来看，除物业以外的业务板块和主业相比规模都较小。

4. 公司经营情况汇总

表 7：公司指标汇总表

分类	指标	数值
资产可持续 (2020H1)	土储一二线占比	79%
	主要布局城市圈及占比	长三角 30.4%、长江中游 14.9%、成渝 11.5%
	主要布局城市及占比	重庆 7.9%、武汉 7.7%、太原 6%、长沙 5.1%
	TOP1/3/5/10 城市土储占比	8%、22%、32%、49%
	拿地强度/土储倍数	45%/4.2
	商业地产布局	一二线占比 93%；长三角、成渝占比 67%、22%； 上海、成都占比 53%、19%
	融资结构	银行贷款占比 56%、海外债占比 27%、境内债占比 14%、永续债占比 4%
	有息负债抵质押率	41%
	短期有息负债占比	23%
	现金短债比	2.35
历史报表可持续	广义负债可持续 (2020H1)	短长期有息负债比 32%
		净负债率 72%
		剔除资产负利率 76%
		少数股东权益占比 53%
		其他应收款占比 25%
		长期股权投资占比 7%
		对外担保余额 143 亿元
	新增土储一二线占比/较 19 年变动	96.2%/+9.6%
	主要布局城市圈占比/较 19 年变动	长三角 47.3%/+13.1%、长江中游 11.3%/-3.4%、 京津冀 10.9%/-4.7%
	TOP1/3/5/10 城市拿地占比/较 19 年变动	11.7%/+1.0%、31.7%/+7.2%、46.7%/+10.9%、 73.1%/+12.8%
未来经营可持续	拿地强度/较 19 年变动	47%/+6.0%
	销售目标完成度/较 19 年同期变动	55.8%/-2.6%
	回款率/较 19 年变动	95%/+5.0%
	融资渠道/较 19 年同期变动	各类债券净融资 76.9 亿元/+5.3 亿元
	融资成本/较 19 年同期变动	发债成本 4.85% / -108BP
	债务期限/较 19 年同期变动	可比债券发行期限 5.4 年/ +1.3 年
	广义负债可持续 (截至 2020 年 8 月)	

资料来源：WIND，安信证券研究中心

■ 分析师声明

池光胜声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
深圳联系人	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034