公司点评

华发股份（600325）

房地产 | 房地产开发

立足珠海、面向全国的战略变革型房企

2020 年 07 月 13 日

评级 谨慎推荐

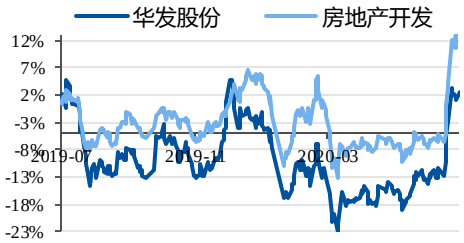
评级变动 首次

合理区间 8.31-9.06 元

交易数据

当前价格（元）	
52 周价格区间（元）	6.02-8.65
总市值（百万）	16260.25
流通市值（百万）	16211.03
总股本（万股）	211721.96
流通股（万股）	211081.16

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
华发股份	18.85	23.57	1.16
房地产开发	19.02	19.77	10.2

周策
执业证书编号：S0530519020001
zhouce@cfzq.com

分析师
0731-84779582

韩偲瑶
hancy@cfzq.com

研究助理
18670333068

相关报告

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入（亿元）	236.99	331.49	382.06	459.15	606.08
净利润（亿元）	22.83	27.82	31.91	36.98	46.33
每股收益（元）	1.08	1.31	1.51	1.75	2.19
每股净资产（元）	7.02	9.33	10.39	11.61	13.14
P/E	7.03	5.77	5.03	4.34	3.46
P/B	1.08	0.81	0.73	0.65	0.58

资料来源：贝格数据，财信证券

投资要点：

- **起家于珠海的国有背景房企。**公司 1992 年成立于珠海，稳坐珠海区域龙头地位。公司实际控制人为珠海市国资委。
- **销售快速成长，迈出全国化布局。**公司提出了“立足珠海，面向全国”的战略布局，目前在全国 40 余城均有布局。2015 年以来，公司房地产销售额实现快速增长，4 年复合增速 62.30%。2019 年公司位列行业第 39 名（克尔瑞销售榜单），较 2018 年提升 8 位。2020 年上半年，公司实现 440.70 亿元的销售额，同比微增 0.92%。在疫情的冲击下，公司依然能够实现销售额增长，预计 2020 年能够突破千亿。
- **激励机制完善巩固公司内在驱动力。**2017 年以来，公司不断完善激励机制，巩固内在经营驱动能力。公司先后推出了限制性股票激励计划、董事局特别激励基金办法和项目跟投机制，激励机制的完善也带动了公司经营周转提速，巩固提升内在经营驱动力。
- **市场担心两大问题，目前我们认为并未对公司发展形成制约。1）土储：**公司秉承着不囤地、快周转的经营战略，土储偏低。依靠公司国有背景和品牌优势，公司通过公开竞购、合作开发等方式获取土地的能力依然优异。此外，公司还通过旧改、城市更新等方式获取资源。城市更新储备对后续发展土储进行补充，土地储备整体无忧。2）**负债率高：**公司有息负债规模和杠杆水平偏高与公司发展阶段相匹配。偿债能力方面，公司现金短债比 2020Q1 升至 1.07。在疫情影响下，公司短期偿债能力仍处在优化中。融资能力方面，公司背靠国有背景优势，公司 2020 上半年融资成本明显下行，反映出市场对公司的认可度依然较高。
- **盈利预测与投资评级：**公司背靠珠海国资委，展开全国化布局；销售加速成长，未来业绩确定性高。预计公司 2020-2021 实现归母净利润 31.91、36.98 亿元，对应 EPS 为 1.51、1.75 元。综合考虑参考同规模房企以及行业整体估值水平，给予公司 2020 年底 5.5-6 倍 PE，对应合理估值区间 8.31-9.06 元，给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：疫情反复，公司推货销售受到一定影响；行业政策收紧，尤其资金政策收紧，给公司带来融资、偿债压力。**

1 起家珠海的国有背景房企

公司 1992 年成立于珠海，1994 取得国家一级房地产开发资质，在房地产开发行业中发展近 30 年，稳坐珠海区域龙头地位。2004 年，公司成功在沪市挂牌上市。

近年来，公司实施“立足珠海，面向全国”的发展战略，初步形成了以珠海为战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连等重要一线城市及二线城市为发展重点的战略布局，向全国化布局迈进。公司也从纯住宅开发商向包括精品住宅、商业地产、旅游地产、土地一级开发、保障性住房在内的综合性地产商迈步。

公司前两大股东珠海华发集团（持股 24.2%）和珠海华发综合发展（持股 4.29%）均为珠海市国资委下的企业，公司实际控制人即为珠海市国资委。公司依托珠海市国资委的资源优势，当地龙头优势明显。珠海作为粤港澳大湾区的重点城市之一，公司更有机会从粤港澳大湾区资源红利释放中受益。

表 1：华发股份前十大股东

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	珠海华发集团有限公司	24.2
2	珠海华发综合发展有限公司	4.29
3	中央汇金资产管理有限责任公司	3.13
4	中国证券金融股份有限公司	2.69
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	1.37
6	广东恒健资本管理有限公司	1.37
7	张忠刚	0.86
8	王秀英	0.73
9	海通证券股份有限公司	0.72
10	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	0.71
	合　　计	**40.07**

资料来源：wind，财信证券

2 战略转型助力公司成长

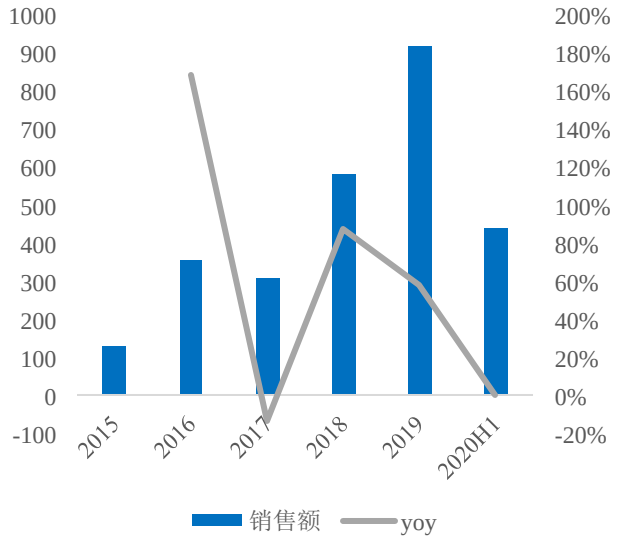
2.1 销售快速成长，迈出全国化布局

2015 年以来，公司房地产销售额实现快速增长。由于聚焦一二线的定位战略，在 2017 年三四线城市市场销售火热的行情中，公司 2017 年销售小幅下跌，但在 2018、2019 年公司分别实现了 87.64%和 58.54%的销售额增速。2019 年公司以 922.73 亿元的销售额位列中国房地产企业销售榜第 39 名（克尔瑞榜单），排名较 2018 年提升 8 位，4 年销售复合增速 62.30%。2020 年上半年，公司更是实现了 440.70 亿元的销售额，同比微增 0.92%。

在疫情的冲击下，公司依然能够实现销售额增长，显示出公司的品牌优势和优异的销售能力。预计 2020 年公司销售额能够实现增长，突破千亿。

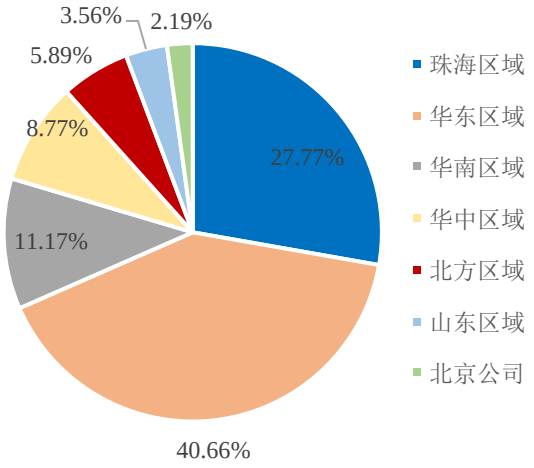
过去，公司绝大部分销售由珠海区域贡献。近年来，公司提出了“立足珠海，面向全国”的全国化战略布局，目前公司在全国 40 余个城市均有布局。从销售结构来看，华东区域销售额 375 亿元，销售额占比 41%，超过珠海区域成为公司第一大销售区域，打破了公司珠海本地房企的固有印象。

图 1：公司销售额情况（亿元）



资料来源：公司公告，克尔瑞，财信证券

图 2：公司销售结构



资料来源：公司公告，财信证券

销售加速成长带来公司预收账款增厚，2020Q1 公司预收账款 539.94 亿元，为 2019 年收入的 1.63 倍，也为未来业绩确认奠定坚实基础。

2.2 激励机制完善巩固公司内在驱动力

2017 年以来，公司不断完善激励机制，巩固内在经营驱动能力。

公司于 2017 年推出了限制性股票激励计划，向公司管理层和中层管理人员授予总股本中 0.7%的股份。4 期解锁条件分别为：以 2015 年为基准年，2017-2020 年扣非归母净利润增速不低于 20%、30%、40%、50%且不低于 2016 年的扣非净利润水平（10.07 亿元），净资产收益率不低于 8.5%、8.8%、9.0%、9.5%，主营业务比率不低于 97%，上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业 70 分位值和 2017 年所处行业分位值。目前，公司 2017-2019 的业绩要求已达成，预计 2020 年公司业绩达成的确定性依然较高。公司推出限制性股票激励计划，将管理层利益与经营业绩绑定，推动公司经营能力的提升。

2017 年 10 月，公司出台了董事局特别激励基金办法，对在经营管理做出突出贡献的中高层管理人员（业务类、职能类和其他类）给予激励金，激励金从年度绩效奖金总包中提取。2018 年，公司又落地了项目跟投机制，2019 年全年公司启动了 14 个新项目的跟投工作，充分发挥核心人员的积极性和主动性，推动公司经营发展。

公司激励机制逐步完善，成为珠海市国企改革的先锋，在珠海市国企改革过程中起到示范作用。同时，激励机制的完善也带动了公司经营周转提速，公司从拿地到销售的周转速度迅速提升至 6 月，巩固提升内在经营驱动力。

3 市场关心的两大问题

3.1 土储量不足？

2019 年公司首次进驻重庆、成都、长沙、郑州、宜昌、湛江、烟台等 11 个城市，完成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京公司的“6+1”区域布局，主要布局核心一二线城市。公司全国化土地布局均衡合理，其中，华南地区土地储备面积占比 33.93%；华东地区土地储备面积占比 8.31%；华中地区土地储备面积占比 45.71%；北方地区土地储备面积占比 12.05%。

截至 2019 年末，公司土地储备面积 697 万方，较 2018 年末 750 万方略有下滑，对应公司 2019 年销售面积 396 万方，约可满足 1-2 年的开发需求。对比同行业房企 2-3 年的土地储备量，公司土储偏低。但公司秉承着不囤地、快周转的经营战略，拿地决策上以销定投。借助公司国有背景和品牌优势，公司在土地市场通过公开竞购、合作开发等方式获取土地的能力依然优异。

除了公开竞购、合作开发，公司还通过旧改、城市更新等方式获取资源。依靠大股东华发集团的资源统筹，目前公司在珠海北山、南山、广昌、湾仔等区域和中山等地的城市更新项目均在持续推进中，预计在明后年部分项目陆续进入可供货阶段。

综合来看，公司土地获取能力依然优异，城市更新储备对后续发展土储进行补充，土地储备整体无忧。

3.2 杠杆水平高存在一定风险？

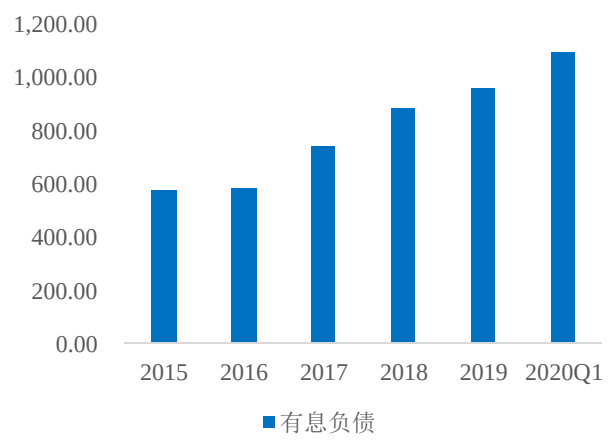
公司开启全国化布局以来，由于拿地力度的加大，负债水平不断上升，2020Q1 有息负债规模达到 1091.26 亿元。但近年来，受益于资金回款情况良好和净资产的增厚，公司净负债率处于下降通道。截至 2020Q1，公司净负债率 153.10%，较 2019 年末继续下降 7.53pcts。

公司处在快速成长的阶段中，有息负债规模和杠杆水平偏高与公司发展阶段相匹配。市场对于公司杠杆水平高的担忧在于偿债能力和融资能力两方面。偿债能力方面，公司现金短债比从 2018 年以来不断提升，2020Q1 升至 1.07。在疫情影响下，公司短期偿债能力仍处在优化中，公司现金管理上对内不断提升资金管控水平，短期偿债无忧。融资能力方面，公司背靠国有背景优势，融资相对通畅。公司上半年发行的 5 年期公司债券票面利率 3.38%，融资成本较过去明显下行，反映出市场对公司的认可度依然较高。

综合来看，目前公司杠杆水平偏高与公司发展阶段相匹配，暂不存在偿债、融资方

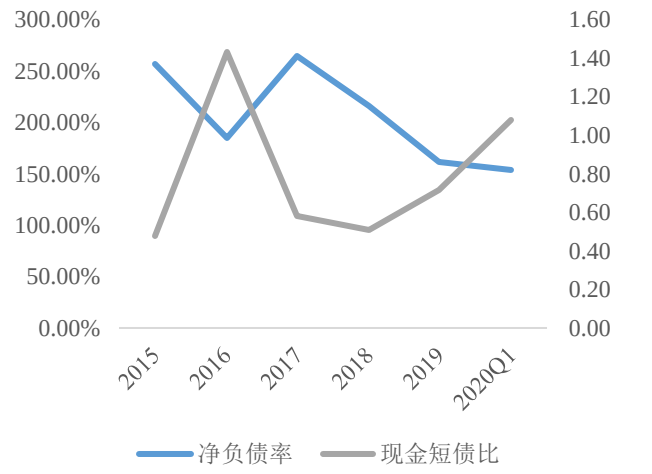
面等压力变化。随着未来公司现金管理的优化和净资产的增厚，杠杆水平有望稳中趋降。

图 3：公司有息负债规模（亿元）



资料来源：wind，财信证券

图 4：净负债率和现金短债比



资料来源：wind，财信证券

整体来看，市场对公司担忧的土地储备偏低和杠杆水平偏高两方面暂不会对公司发展形成明显制约。

4 投资建议

公司背靠珠海国资委，稳坐珠海区域龙头，同时展开全国化布局；销售加速成长，未来业绩确定性高。预计公司 2020-2021 实现归母净利润 31.91、36.98 亿元，对应 EPS 为 1.51、1.75 元。综合考虑参考同规模房企以及行业整体估值水平，给予公司 2020 年底 5.5-6 倍 PE，对应合理估值区间 8.31-9.06 元。首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

疫情反复，公司推货销售受到一定影响；行业政策收紧，尤其资金政策收紧，给公司带来融资、偿债压力。

财务预测摘要

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	23698.93	33148.68	38205.82	45915.41	60608.34
减:营业成本	17234.68	23331.28	27219.66	32896.93	43828.60
营业税费	1977.70	3146.51	3407.96	4040.56	5333.53
销售费用	915.93	1324.66	1505.31	1767.74	2212.20
管理费用	866.96	1291.71	1459.46	1712.64	2133.41
财务费用	231.29	268.25	258.26	311.20	319.28
资产减值损失	12.11	(0.79)	(1.20)	(1.00)	(1.00)
加：投资和汇兑收益	626.57	720.99	516.00	546.00	635.00
营业利润	**3095.21**	**4353.43**	**4872.38**	**5733.34**	**7417.31**
利润总额	**3083.15**	**4390.79**	**4869.45**	**5730.41**	**7414.38**
减： 所得税	682.54	1076.94	1088.36	1296.10	1694.85
净利润	**2400.61**	**3313.85**	**3781.09**	**4434.31**	**5719.54**
减：少数股东损益	117.43	531.59	589.85	736.10	1086.71
归属母公司股东净利润	**2283.19**	**2782.26**	**3191.24**	**3698.21**	**4632.82**

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	19605.93	27835.76	22923.49	27549.25	36365.00
应收和预付款项	8303.24	9433.46	8835.26	9328.09	10567.85
存货	128416.46	159045.47	170889.75	175393.72	164362.90
长期股权投资	13647.74	21350.21	21350.21	21350.21	21350.21
投资性房地产	6456.36	8324.87	9940.87	11386.87	12921.87
资产总计	2376.55	4891.32	4891.32	4891.32	4891.32
短期借款	838.19	154.98	80.49	6.00	6.00
应付和预收款项	**180486.52**	**232113.58**	**239982.44**	**250969.85**	**251522.89**
长期借款	12655.63	12308.18	8468.98	7404.01	1959.15
其他负债	54024.37	83666.15	89150.50	96245.03	100930.25
负债合计	50277.68	58728.33	62128.33	63761.33	60744.33
股本	31344.94	34686.48	34686.48	34686.48	34686.48
留存收益	**148302.62**	**189389.14**	**194434.28**	**202096.85**	**198320.20**
归属母公司股东权益	2117.95	2117.22	2117.22	2117.22	2117.22
少数股东权益	11349.23	16535.70	18769.56	21358.31	24601.29
股东权益合计	14873.04	19757.12	21990.98	24579.73	27822.71

现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营现金净流量	16003.67	27999.63	2008.21	10575.21	23849.61
投资现金净流量	(31029.26)	(32127.55)	(1102.20)	(902.20)	(902.20)
筹资现金净流量	22658.63	10781.21	(5818.29)	(5047.26)	(14131.65)
现金流量净额	**7640.25**	**6655.26**	**(4912.27)**	**4625.76**	**8815.76**

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率					
毛利率	27.28%	29.62%	28.76%	28.35%	27.69%
三费/销售收入	8.50%	8.70%	8.44%	8.26%	7.70%
EBIT/销售收入	13.96%	14.07%	24.32%	22.29%	19.29%
EBITDA/销售收入	14.33%	14.40%	24.53%	22.47%	19.31%
销售净利率	10.13%	10.00%	9.90%	9.66%	9.44%
资产获利率					
ROE	15.35%	14.08%	14.51%	15.05%	16.65%
ROA	1.83%	2.01%	3.87%	4.08%	4.65%
ROIC	2.96%	3.97%	6.69%	6.71%	7.42%
增长率					
销售收入增长率	18.99%	39.87%	15.26%	20.18%	32.00%
EBIT 增长率	30.01%	40.95%	99.18%	10.17%	14.24%
EBITDA 增长率	29.79%	40.57%	96.34%	10.08%	13.41%
净利润增长率	35.54%	38.04%	14.10%	17.28%	28.98%
总资产增长率	30.38%	28.60%	3.39%	4.58%	0.22%
股东权益增长率	25.17%	32.84%	11.31%	11.77%	13.19%
经营营运资本增长率	-0.12%	18.93%	9.34%	2.45%	-5.36%
资本结构					
资产负债率	82.17%	81.59%	81.02%	80.53%	78.85%
投资资本/总资产	49.33%	45.74%	48.55%	47.97%	46.22%
带息债务/总负债	42.44%	37.51%	36.31%	35.21%	31.62%
流动比率	173.40%	170.59%	173.31%	172.70%	172.95%
速动比率	28.47%	29.37%	24.74%	27.42%	35.05%
股利支付率	27.83%	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%
收益留存率	72.17%	100.00%	70.00%	70.00%	70.00%
资产管理效率					
总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.18	0.24
固定资产周转率	34.04	41.66	44.13	53.45	71.10
应收账款周转率	1560.41	943.62	1220.02	1535.38	1618.91
存货周转率	0.13	0.15	0.16	0.19	0.27

业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	1.08	1.31	1.51	1.75	2.19
BVPS(元)	7.02	9.33	10.39	11.61	13.14
PE(X)	7.03	5.77	5.03	4.34	3.46
PB(X)	1.08	0.81	0.73	0.65	0.58

资料来源：贝格数据，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com
地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层
邮编：410005
电话：0731-84403360
传真：0731-84403438