

会挽雕弓如满月，出珠海，布全国

——华发股份（600325）深度报告

2015年12月04日

强烈推荐/上调

华发股份	深度报告
------	------

报告摘要：

- **公司业务规模将进入快速增长期。**基于对于当前一线和重点二线城市“诸侯混战、弱肉强食”市场的判断，公司逆势“债+股”加杠杆，快速提升资产规模，以高效的市场化运营管理机制为基础，以“走出珠海、布局全国”为经营战略，开启公司“做大做强”的进程。我们预计公司2015-2017年的营收和净利润将进入加速增长的轨道，营收增速分别为9.55%、19.49%和29.8%，净利润增速分别为10.19%、11.21%和21.52%。
- **公司堪称为华发集团的“掌上明珠”。**华发集团作为珠海市国资委最重要的运作平台，在珠海市的成长过程中扮演了非常重要的角色，极其精彩的演绎了“以商带住”这一城市运营模式。作为华发集团唯一的房地产业务平台，公司集粹了集团的优质房地产业务资源，依托于集团的全产业链优势和市场化的运营、激励机制，公司在珠海的住宅市场占据绝对优势的市场份额，享有“十个珠海人、一个华发业主”的美誉。
- **澳门的重新开发为公司发展壮大提供机遇。**受益于澳门城市重新定位、港珠澳大桥建成运营的预期，珠海作为港珠澳经济区的重要一极，其战略地位将在长江经济带中更加凸显。与此相应，华发在横琴自贸区 and 十字门中央商务区分别持有的33万平和36万平土地储备是未来盈利能力的有力保障，总体来看，在整个珠海的巨大土地储备将是业绩持续增长的坚实支撑。
- **公司盈利预测及投资评级。**公司是珠海地区开发企业的龙头和品牌公司，精于住宅地产的开发，涉足商业地产、互联网、定制装修等相关领域。我们认为公司强大的股东背景和高效率、市场化的运营机制决定了，在弱肉强食的行业洗牌过程中，公司能够实现成长为全国龙头房企的目标。我们预计2015年-2017年归属于上市公司股东净利润分别为7.13亿元、7.93亿元和9.63亿元；每股收益分别为0.61元、0.68元和0.82元，对应PE分别为28.07、25.24和20.77；NAV为21.95元，较当前股价折让22%。**给予公司6个月目标价20元，上调公司评级至“强烈推荐”评级。**

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	7,017.13	7,104.30	7,783.04	9,300.22	12,004.6
增长率(%)	54.31%	1.24%	9.55%	19.49%	29.08%
净利润(百万元)	538.34	646.70	712.59	792.47	962.98
增长率(%)	-1.37%	20.13%	10.19%	11.21%	21.52%
净资产收益率(%)	8.43%	9.35%	9.35%	9.88%	11.33%
每股收益(元)	0.66	0.79	0.61	0.68	0.82
PE	25.96	21.66	28.07	25.24	20.77
PB	2.19	2.02	2.62	2.49	2.35

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

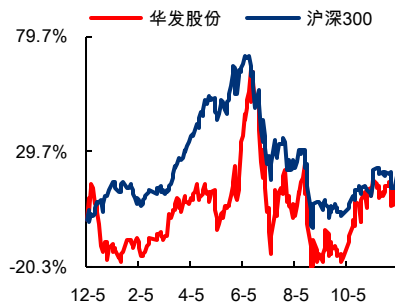
执业证书编号：

S1480115080094

交易数据

52周股价区间(元)	17.11-12.61
总市值(亿元)	200.02
流通市值(亿元)	139.8
总股本/流通A股(万股)	116905/81705
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.14

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《华发股份（600325）：你的豪情不只我懂》2015-11-02
- 2、《华发股份（600325）：南海之珠 新时代新征程增发来助力》2015-10-19
- 3、《华发股份（600325）：业绩平稳增长 产业转型一触即发》2015-09-01

目 录

1. 公司是珠海地区的龙头房企	4
1.1 公司仍在珠海深度布局	4
1.2 公司在珠海拥有大量核心地段土储	6
1.3 珠海仍然是港珠澳经济区内的价值洼地	7
2. 华发集团将为公司成为全国知名房企提供巨大助力	9
2.1 华发集团是珠海最成功的城市运营商	10
2.2 全产业链业务布局提供全方位支持	10
3. 当前是公司成长为全国型房企的最后机遇期	11
3.1 向一线城市拓展的战略逐步落实	12
3.2 “债+股”助力公司走向全国战略	13
3.3 涉足商业地产以多元化地产业务	14
3.4 构建全产业链蓝图	15
4. 盈利预测及估值	16
5. 投资评级	17

表格目录

表 1: 公司近几年在珠海土地储备表	6
表 2: 主要城市土地储备情况	12
表 3: 公司收入预测表	17
表 4: 同类型房地产上市公司市盈率比较表	17
表 5: 公司 NAV 估值表	17
表 6: 公司盈利预测表	19

插图目录

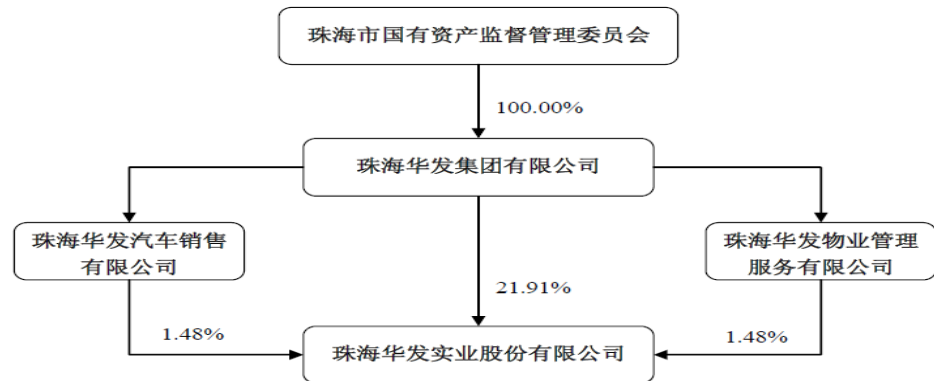
图 1:公司股权控制关系结构图	4
图 2: 2014 年珠海人均 GDP 增速居广东省首位	5
图 3: 2014 年珠海人均 GDP 居广东省第三位	5
图 4: 2014 年公司营收区域分布及占比	5
图 5: 2014 年公司总体及各区域房地产业务毛利率	5
图 6:横琴未来十年发展目标	6
图 7:珠海横琴自贸区地理位置图	7
图 8: 横琴新区项目—华发首府地处自贸区综合服务区中心	7
图 9:珠海十字门中央商务区地理位置图	7
图 10:港珠澳大桥设计图	8
图 11:香港新界近 5 年住宅销售均价 (单位: 港元)	8
图 12: 澳门近 5 年房屋销售均价 (单位: 澳门元)	8
图 13:华发集团经营领域	9
图 14:华发集团城市运营四大核心优势	10
图 15:华发集团六大业务板块关系图	11
图 16:中型房企未来发展路径	12
图 17:上海静安区和闸北区近一年成交均价对比	13
图 18: 近三年公司资产负债率 (单位: 百分比)	14
图 19: 近三年公司货币资金和存货 (单位: 亿元)	14
图 20:华发商都项目	14
图 21:新天地项目	15
图 22:装饰装修行业市场容量图	16
图 23:华发·优生活互联网+平台	16

1. 公司是珠海地区的龙头房企

公司是珠海地区的区域性龙头企业，精于住宅地产的开发，近几年开始向商业地产、互联网技术、定制装修等领域扩张。公司控股股东珠海发集团，实际控制人珠海国资委。

近几年来，华发股份实施“立足珠海，面向全国”的发展战略，在确保珠海市场龙头地位稳定的基础上，开始全国铺开的扩张步伐，尤其是近两年重新确立了一线城市和重点二线城市布局的新思路，实现了城市布局优化的良好态势，同时，公司开启地产业务产业链的延伸和价值深挖进程，向包括土地一级开发、商业地产、旅游地产、精品住宅等产品的缩合性地产商跨越。

图 1:公司股权控制关系结构图



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

公司在珠海的住宅市场具有绝对性的竞争优势，年销售面积市场占有率均超过 20%，享有“十个珠海人，一个华发业主”的美誉。公司在珠海市场的超高占有率对公司形成两个方面的压力，一方面，要求公司继续深耕本地市场，保持区域的龙头地位，进而保障全国铺开战略的核心动力源泉；另一方面，要求公司走出珠海，破除盈利增长的天花板，并分散区域过度集中的风险。目前公司主力项目销售情况良好，2015 年销售金额有望突破 120 亿。

表 1：近三年公司销售面积珠海市场占有率

年度	销售面积市场占有率
2014	25%
2013	21%
2012	26%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1 公司仍在珠海深度布局

珠海一直是广东省和珠三角经济最具活力的地区之一，最集中的体现是 2014 年珠海人均 GDP 增速居全省首位。高速的经济增长、良好的生态环境、较高端的产业、优质

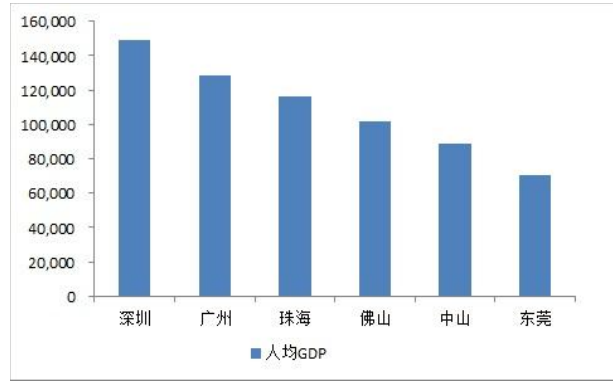
的人口素质和开发程度较低的土地资源共同构成了珠海的内在核心竞争力, 作为唯一与香港和澳门同时陆路相连的城市具备得天独厚的区域优势。

图 2: 2014 年珠海人均 GDP 增速居广东省首位



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 3: 2014 年珠海人均 GDP 居广东省第三位



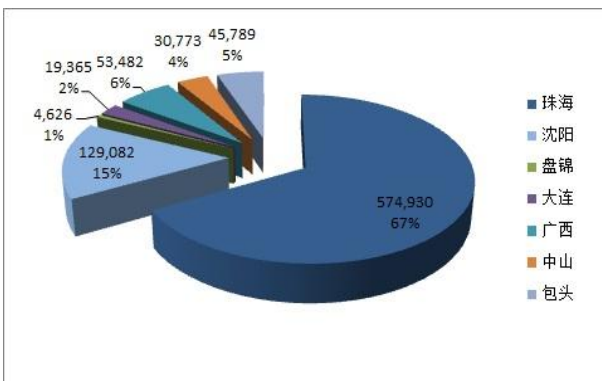
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

珠海确立了 2020 年的总体发展目标, 总体打造“三高一特”现代产业体系基本形态, 具体包括: 区域性产业服务中心、世界级海洋工程装备制造基地、国际先进通用航空产业基地、全球领先家用电器基地和国际商务休闲旅游度假区。

基于珠三角的优越地理位置和港珠澳经济区的战略区域地位, 珠海在受益于港澳经济的外溢效应的同时, 也将享受自身产业升级的红利, 以价值洼地的主要形式承接和聚集港澳的产业转移, 以城市群中的新一极形态增强对周边地区的辐射和带动能力。对于房企来讲, 珠海最大的优势是土地储备充足, 多数土地都集中在珠海市政府手中, 与周边城市的“地荒”形成鲜明对比, 这一根本条件使珠海具备了非常大的扩张潜力。

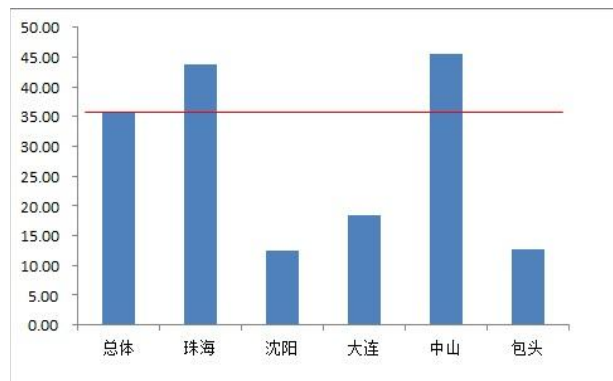
从公司 2014 年营收的区域来源看, 珠海占比为 67%, 是公司房地产业务营收的主要贡献力量, 同时, 珠海地区的毛利率为 43.84%, 也是公司盈利能力的重要保障力量。珠海是公司地产业务的大本营, 不论是从规模扩张角度的核心保障源泉, 还是从盈利提升角度的重点深挖区域, 珠海都必然是公司最核心的布局城市。

图 4: 2014 年公司营收区域分布及占比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 5: 2014 年公司总体及各区域房地产业务毛利率



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

1.2 公司在珠海拥有大量核心地段土储

从公司近几年在珠海的拿地情况可以看出珠海这一市场在公司发展中的重要地位，十字门商务区和横琴新区作为未来珠海经济的新增长极具有十分重要的战略地位，公司在这两个区域拥有大量土地，这些土地储备将成为未来公司地产业务盈利能力的充分保障。

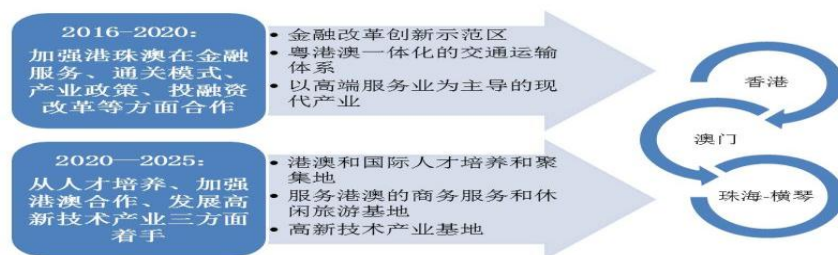
表 1：公司近几年在珠海土地储备表

地块	土地用途	权益比率	总面	建面	金额	楼面价	获地日期
工人村路东侧地块	居住用地	100%	0.90	1.80	1.88	10,415.84	2015/1/30
十字门商务区 31 号地块	居住用地	100%	7.55	21.64	23.15	10,695.83	2014/10/8
十字门商务区 32 号地块	综合用地	15%	2.59	14.25	10.28	7,216.57	2014/10/18
横琴新区地块	二类住宅	100%	12.96	31.08	58.62	18,863.76	2013/11/22
唐家湾铜鼓角地块	住宅、商业	100%	5.62	16.86	19.39	11,502.49	2013/11/1
横琴 2012-11 地块	住宅、商业	100%	19.99	35.99	12.74	3,540.19	2012/10/10

数据来源：CREIS，东兴证券研究所

- 自横琴自贸区获批以来，随着自贸区建设的推进，珠海受关注的程度也是与日俱增。珠海横琴自贸区是广东省自贸区的重要组成部分，与广州南沙和深圳前海两大自贸区相比，横琴自贸区有其得天独厚的优势。横琴位处珠海和澳门隔江相望的最前沿，面积为澳门的 3 倍，其中未建设土地面积占比为 90% 以上。在港珠澳大桥建成后，横琴将成为惟一陆桥与港澳两地相联接的区域，战略地位将更加凸显。

图 6:横琴未来十年发展目标



资料来源：横琴新区政府官网，东兴证券研究所

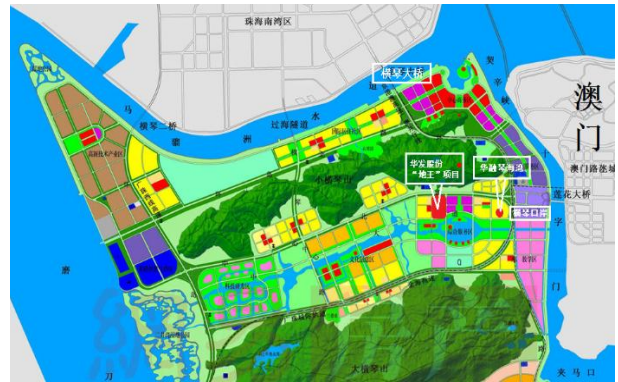
公司最受关注的住宅开发项目位于横琴自贸区内，这一项目是横琴岛上占地面积最大的住宅用地，近 44 万平，毗邻横琴关口与，居于横琴综合服务区中心，与水道、陆路、码头实现直通，可以说是横琴岛上住宅用地的黄金位置。未来横琴与澳门、横琴与内地关境其他地区之间分别实行“一线”和“二线”管理，有望实现横琴口岸 24 小时通关，这一优惠政策使在横琴工作和生活具有更大的吸引力。

图 7:珠海横琴自贸区地理位置图



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 8：横琴新区项目—华发首府地处自贸区综合服务区中心



资料来源：WIND，东兴证券研究所

- 除了在横琴的大量布局外，公司住宅地产的另一个核心看点是十字门中央商务区项目。十字门商务区与澳门仅一河之隔，规划作为横琴新区的中心商务区，未来珠海的金融中心也座落于此，是未来珠海的标杆性区域，同时也是整个珠海经济增长的新一极，承载着珠海城市发展、珠江口西岸崛起和粤港澳一体化发展的重要历史使命，具有与横琴岛并重的战略地位。

大股东华发集团负责十字门中央商务区开发运营，目前已将其建设成为重要的金融产业服务基地和综合性会展中心。公司将受益于大股东“造商养住”模式的带动，十字门商务区地块将是拉动公司地产业务快速增长的重要项目之一。

图 9:珠海十字门中央商务区地理位置图



资料来源：百度地图，东兴证券研究所

1.3 珠海仍然是港珠澳经济区内的价值洼地

珠海是公司地产业务的大本营，随着港珠澳地区经济社会融合度进一步提升，受益于香港、澳门的溢出和拉动效应，尤其是只有一河之隔的澳门，我们认为珠海的经济房价仍然存在继续上升的空间。

- 港珠澳大桥建成将打开珠海房价进一步上涨空间。港珠澳大桥是中国建筑史上里程最长、投资额最多、施工难度最大的跨海桥梁，在建设计划推出时即受到国内外广泛关注。港珠澳大桥已经于 2009 年 12 月 15 日在珠海动工，预计 2017 年完

工后，大桥将联接起香港、澳门、珠海三大经济区，从香港至珠海的车程将由 3 个多小时缩短为半小时，由此可见，对港珠澳一体化具有战略性意义。港珠澳大桥建成后珠海在港珠澳经济区的战略地位更加凸显，同时，也为珠海的房地产市场再一次打开价值提升的空间。

图 10:港珠澳大桥设计图

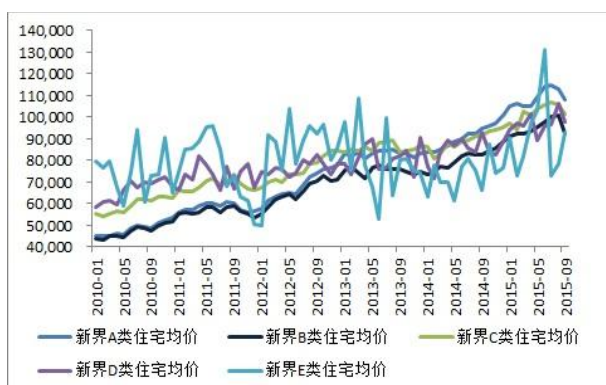


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

港珠澳区域的联系不仅体现在经济发展的联动性，也体现为房市的阶梯型影响。以往横琴的房价由澳门人推动，珠海的房价由本地人推动，随着港珠澳大桥建成时点的临近和自贸区优惠政策的逐项落实，香港、澳门、横琴和珠海之间的楼市阶梯型关系将进一步弱化。

从当前港澳两地的房价水平来看，2015 年 9 月澳门地区的均价为 83595 澳门元，约为横琴目前房价的 1.7 倍，香港房价均值水平最低的新界地区，其均价为 92363 港元，也已经是横琴房价的 1.8 倍。以横琴为核心，交通便利的珠海其他区为环绕，珠海的房价仍然是港珠澳地区的价值洼地。目前珠海新增房屋销售中有约 20% 的份额是由澳门人购买，由港珠澳大桥通车带来的交通便利效应将继续发酵，使珠海的房子保持强大的吸引力，未来源于港澳居民的购买力也将进一步提升。

图 11:香港新界近 5 年住宅销售均价 (单位: 港元)



资料来源：WIND，东兴证券研究所

图 12: 澳门近 5 年房屋销售均价 (单位: 澳门元)



资料来源：澳门财政局网站，东兴证券研究所

■ 澳门重新开发的机遇为珠海市场升温。17 日公布的澳门“五年发展规划”

（2016-2020）指出，澳门未来的发展定位是世界级旅游休闲中心，至 30 年代中期，将澳门建设成为以“旅游”为形式、以“休闲”为核心、以“中心”为方向、以“世界”为品质，具有国际先进水平的宜居、宜业、宜游、宜乐的城市。作为珠江三角洲旅游大区重要一极的珠海，未来不仅是内地游客至澳门的中转站，通过海洋主题公园、梦工场主题乐园等形式，珠海有望成为中国主题公园产业的世界级代表。

从珠三角整体来看，澳门、香港、珠海三地各具特色，文化迥异，旅游产品层次丰富，随着澳门和珠海在旅游产业的更清晰、精准定位，有望吸引更多国内外游客。未来，以横琴新区建设、港珠澳大桥建成等为代表，这一区域的基础设施更加完善，也将为游客提供更便捷、更优质的旅游和文化体检。

2. 华发集团将为公司成为全国知名房企提供巨大助力

华发集团是珠海历史最悠久的国企之一，于 1980 年组建，经历 35 年的发展，已经成为一家多元化的控股企业集团，集团旗下拥有“华发股份”、“力合股份”、“卓智控股”三家上市公司，以及其他三十余家控股或全资子公司。华发集团承接珠海主要城市运营项目及重大基础设施建设项目，是珠海市领先的城市运营商，可以称得上，珠海的城市发展已经深深的印上“华发”这一个烙印。华发集团已经获得珠海市政府授权的城市发展项目、大型基础设施项目等，主要包括产城一体化、区域开发、城市更新、基础配套设施、港口投资等，一级土地开发项目合计约 174 平方公里。

图 13:华发集团经营领域



资料来源：东兴证券研究所

截止 2014 年底，华发集团资产总额超过 1200 亿元，主营业务收入达 175 亿元，实力与规模均已达到中国 500 强标准。

目前华发集团旗下主要有 4 大产业：房地产、城市运营、金融产业和产业投资，涵盖六大领域：城市运营、金融投资、房地产开发、商贸物流、现代服务、文体旅游。华发集团的各板块业务立足于珠海，现已向全国铺开。目前已经布局的城市包括：香港、北京、上海、广州、深圳、武汉等 15 个一、二线城市，重点业务板块已初步实现异地协同联动发展。

2015年，华发集团启动打造“4+1”业务格局，将金融产业和产业投资作为核心突破业务，此举将有利于提升华发集团的产业格局，并成为集团未来发展的战略支点。

2.1 华发集团是珠海最成功的城市运营商

华发集团的核心支撑业务是城市运营和房地产领域，且在这两个领域具备核心竞争力。从城市运营方面来看，华发集团负责珠海市基础设施和公共设施的建设，并在竣工交付后进行经营管理，积累了丰富的开发和运营经验；从房地产业务方面来看，集团进行一级土地开发，并控股华发股份，高效实现一二级联动。作为珠海市唯一一家商业化运营的城市运营商，华发集团占据的市场份额高达70%以上。

图 14:华发集团城市运营四大核心优势



资料来源：东兴证券研究所

房地产开发业务方面，华发集团主要通过A股平台华发股份来开展，华发集团在横琴自贸区约106.78万平，这使得华发集团，甚至华发股份对资本市场充满了吸引力。在国企改革的大背景下，对当前珠海市国资委控股的企业结构进行分析，可以合理的推测出，华发集团未来仍然是其最重要的国资运营平台，相应的公司的地位也会得到充分保障，同时，随着格力地产的重新定位，不论是华发集团还是上市公司，其重要性都将得到进一步强化。

2.2 全产业链业务布局提供全方位支持

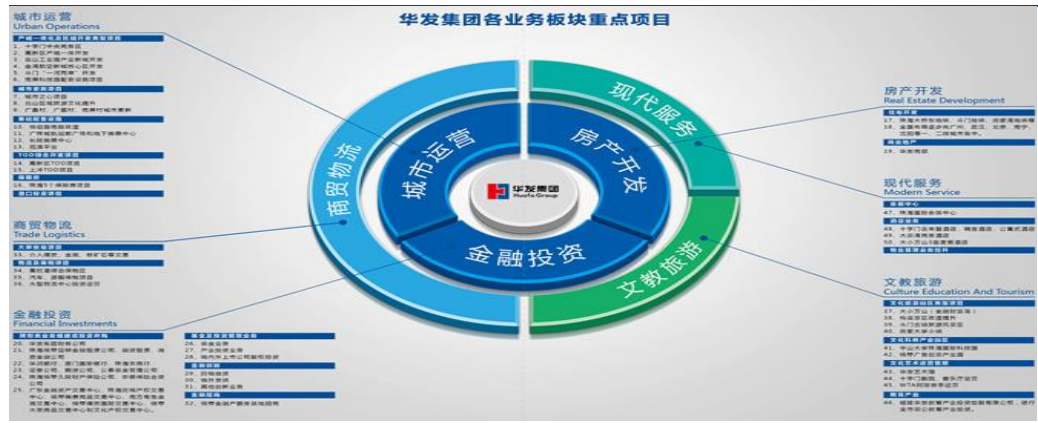
除城市运营业务外，集团最值得关注的领域是金融投资业务。集团主要通过珠海金控和华发财务两个平台经营金融业务，目前集团持有珠海金控85%的股权，其余股东均具备国资背景，仅这一个平台就荟集了珠海国企的优质资源。同时，由于集团负责诸多城市区域的整体开发，以横琴和十字门中央商务区为例，享受国家和省市级多项优惠政策，是各大金融机构落户横琴实现创新发展的战略合作伙伴。

具体来看，金融投资的核心载体是华金证券、华金国际、金谷期货、华通金融租赁公司、华发财务；重点载体是房地产基金及资产管理，截至2015年9月，基金管理规模达347亿元，有力的支持了公司的地产业务；小贷公司、互联网金融等形式是公司整个金融体系的重要补充；保险、信托和消费金融是集团金融投资未来重点发展的方向，或通过自建、并购等方式实现成为全牌照金融控股集团这一战略目标。

截止 2015 年上半年，公司旗下 31 个基金，成功完成上海绿地、酒仙网、拜博医疗、香港庄臣、和力辰光、唱吧、优密科技、银河数据等近 80 个项目的投资，投资金额超过 20 亿元，基金规模总计 75 亿元。

我们认为集团公司的金融投资、商贸物流、现代服务和文教旅游四大业务与城市运营和房地产开发业务板块已经形成协同效应，尤其是金融投资业务，为集团的城市运营提供资本市场的助力，为房地产开发业务提供资源资金支持，随着金融投资业务规模的提升，有望强化这种正向循环，从而促使华发集团的业务规模和质量迈上新台阶。

图 15:华发集团六大业务板块关系图

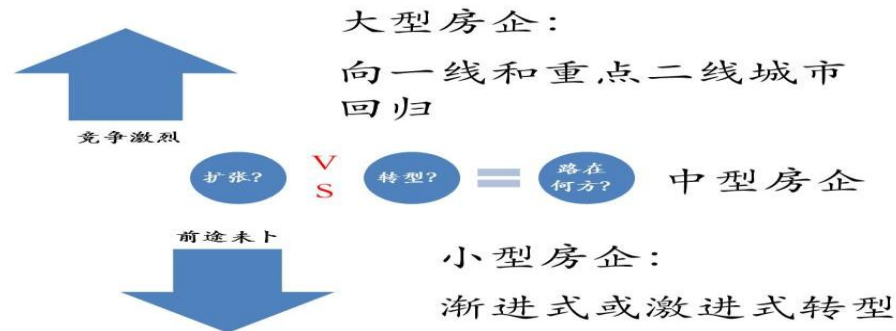


资料来源：华发集团官网，东兴证券研究所

3. 当前是公司成长为全国型房企的最后机遇期

当前需求以分化为主题，这种格局在相当长的一段时期内将不会发生根本性的改变。一线和部分二线城市的“火热”与部分二线和三四线城市的“严寒”成鲜明对比，大型房企开始向一线和部分出清周期较短的二线城市回归，直接导致这些城市地王频出，“诸侯混战”的格局已经初步形成；受城市布局、资金压力等因素限制，多数小型房企已经处于渐进式或激进式转型进程中，转型多集中于医疗、教育、体育等领域；中型房企真实的处境是比较尴尬的，全面转型成本和规模扩张成本都比较大，似乎向左走向右走都存在巨大的障碍，以公司为代表的区域性龙头企业路在何方？

图 16:中型房企未来发展路径



资料来源：东兴证券研究所

我们认为，这一时期是公司发展壮大成为全国房企的最后机遇。一线城市和重点二线城市的房地产市场相对更加开放，公司抢占市场时遇到的制度性阻力较小；同时，凭借大股东的优质城市运营商的资源支持、市场化的经营管理机制、与行业龙头企业项目合作和稳定的珠海市场作为现金流来源，公司自身具备了走向全国的核心竞争要素。因此，无论是从外部市场环境，还是公司自身竞争实力，以及行业发展周期，这个时间点都是公司发展壮大的最后战略机遇期，谓之“不成功，则成仁”也不为过。

就目前与其他房企的比较优势来看，公司的强项在于是市场化程度非常高的国企，不仅源于新任董事长的专业管理经验，公司的高管也都能够在市场化激励机制的刺激下具备强大的执行力，可以说“市场化”的经营管理思维决定了公司是国资背景房企中的佼佼者。

3.1 向一线城市拓展的战略逐步落实

公司在确定全国辅开的战略后，采用了“稳定珠海大本营，渐进拓展新市场”的策略，我们认为这是最适合区域性龙头公司成长为全国性房企的路径。新市场的进入需要时间和资源的积累，在能够形成可持续的现金回报之前，公司仍然需要当前珠海稳定的市场作为基础，珠海不论是在现在还是在未来都仍然是公司城市战略布局的首要区域。

从具体进度来看，一线城市中，公司在广州和上海已经实现布局，未来有望循序渐进地扩大规模。另外，根据公司的城市布局规划，北京和深圳也是未来发展的重点，目前已经有意向性的目标地块，着力做好拿地准备。

表 2：主要城市土地储备情况

城市	用地面积（万平）	权益建面（万平）
珠海	189.04	387
武汉	30.86	89.39
广州	11.4	43.32
上海	21.67	32.66

数据来源：CREIS 数据库，东兴证券研究所

值得关注的是，上海市静安和闸北两区的合并将利好闸北房价，为公司年内联合华润在闸北区获得的 43.33 万平土地打开了巨大的想象空间。我们预计，仅这一事件或将促使闸北静安两区房价差距缩小，即使仅按每平方米只上涨 1 万来进行估算，也将带来近 40 亿营收增长，即 20 亿元的权益营收增长。

图 17:上海静安区和闸北区近一年成交均价对比



资料来源：CREIS, 东兴证券研究所

与城市布局铺开相辅相成的是，公司对部分城市的战略性收缩。鉴于沈阳、威海、大边等城市市场清淡，公司放缓开发进程，集中优势力量发展项目毛利率能够得以保障的区域，是顺应市场行情和趋势的举措。

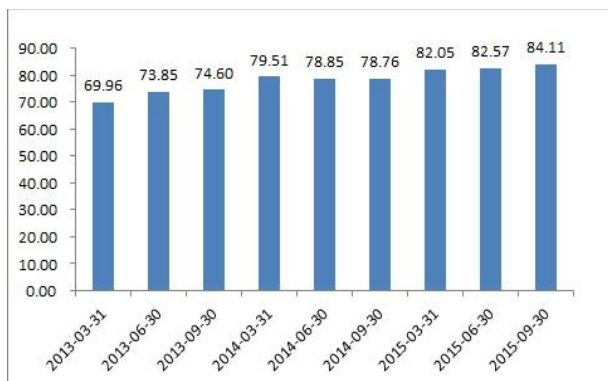
3.2 “债+股”助力公司走向全国战略

公司今年在资本市场动作频繁，以“俩+股”的组合方式收获了 72.27 亿资金，完美的利用了这次资本市场的窗口期，为走向全国战略提供最有力的资金支持。从近三年公司资产负债率的季度数据可以清晰看出，公司“逆市”加杠杆扩张的步伐，存货的快速增长也同样证实了公司的扩张策略。

我们认为，公司抓住这一轮行情实施扩张是非常有远见的，以低成本负债和长期股本实现对过往高成本负债的替代，不仅降低了资金的加权资本成本，也实现了公司整体实力的提升，从“拿地”到“拿钱”，这一系列的行动实际上也体现了公司做大做强的决心。

图 18: 近三年公司资产负债率

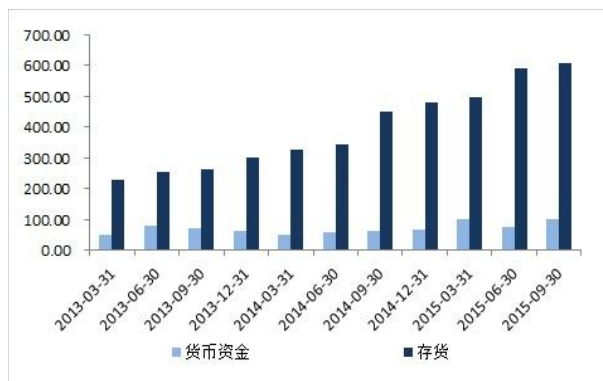
(单位: 百分比)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 19: 近三年公司货币资金和存货

(单位: 亿元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

3.3 涉足商业地产以多元化地产业务

公司从 2012 年开始涉足商业地产领域, 2014 年华发商都全面开业运营, 打响了公司商业地产品牌。为了保障商业地产板块的顺利运营, 公司还成立了商业经营公司, 按照类别设立了华发商都、华发新天地和华商百货三家下属公司。公司在商业地产领域主要有两个项目:

■ 华发商都项目

华发商都是公司重点打造的商业地产项目之一, 位于广东省珠海市珠海大道 8 号, 座落于珠海新兴的商业核心区域, 总商业面积 18 万平米, 总投资额达 20 亿元。毗邻国家重点项目十字门 CBD 及横琴新区, 10 分钟内可达澳门多处口岸, 未来港珠澳大桥通车后可直达香港。从规划设计、室内设计、物业管理、商业营运到品牌策划推广都选用行业顶尖企业, 力求从全方位打造这一购物中心的竞争力。

公司的这一项目的成功有其成功的特殊背景, 虽然珠海商业地产发展水平并不低, 但在文化、休闲、娱乐、餐饮等体验式商业为主体的商业却缺少一个品牌性产品, 公司的这一项目填补了这一空白。自 2014 年开业以来, 日人流量最高达近 14 万人次, 月租金收入可达 1000 万元, 已经成为公司商业地产的品牌项目。

图 20: 华发商都项目



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

■ 华发新天地项目

位于珠海市昌盛路 376 号，珠海前山河畔，距拱北口岸 2 分钟车程，在通往湾仔、横琴、南屏、机场的必经之路上。以其优越的地理位置，被业界称之为珠海“地王”。整体规划面积约为 4 万平米，2012 年开业。该项目采用开放式街区的布局来构造轻松的购物氛围，导入度假消费模式，引进特色品牌商号和时尚业态，成为融吃、喝、玩、乐、购为一体的标杆性河岸商业街区。2013 年新天地项目打造的音乐喷泉也已经成为珠海市民休闲娱乐生活的一大景点。

图 21:新天地项目



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

总体来看，公司在珠海的商业地产业务正在有序发展，珠海品牌商业地产缺位决定了公司的这种发展模式具有一定程度的不可复印性，也决定了公司商业地产业务未来还有很大的发展空间。

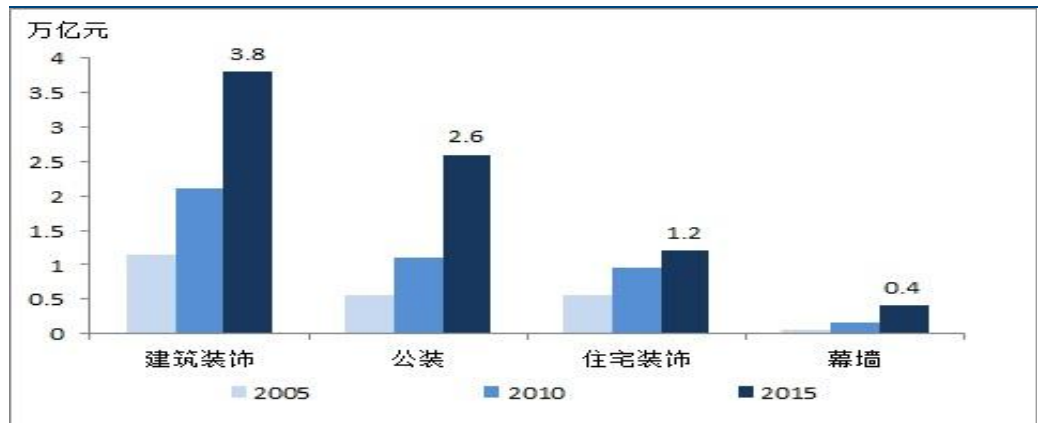
3.4 构建全产业链蓝图

公司目前在住宅地产领域已经拥有强大的竞争优势，为支撑这一核心板块，公司开辟了定制装修和“互联网+”两大业务领域，以公司控股的华发景龙建设有限公司和珠海华发新科技投资控股有限公司两家公司作为载体。我们认为公司的新业务是为了实现对住宅和商业地产两大核心业务板块的支撑，以系列配套业务的形式实现产业链延伸和价值深挖，从而拓宽了地产业务板块的格局。

■ 定制装修行业空间巨大。随着经济发展水平和居民可支配收入的提高，建筑装饰行业迎来了快速发展时期，尤其是伴随着房地产行业的快速发展，住宅工装市场快速增长。与房地产行业目前所产生的行业集中趋势相匹配的是，装饰行业市场集中度也开始快速提升，这为技术实力强、工程管理好、资本资源多的企业提供了战略发展的机遇。

公司控股的景龙建设以批量定制装修为切入点，依托于公司的住宅地产存量和增量优势，已经在珠海本地的装饰市场上占据了一定空间，这种先天性的优势保证了公司新业务的核心竞争力，不仅是地产公司业务升级的一个新模式，也是建筑装饰行业的一种新业态。

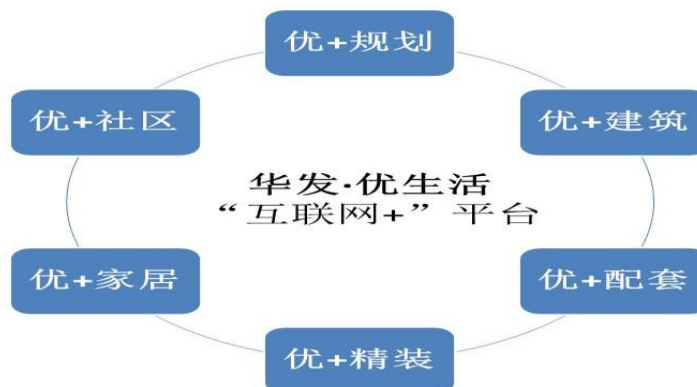
图 22:装饰装修行业市场容量图



资料来源：中国建筑装饰协会，东兴证券研究所

- 自 2014 年以来，“互联网+”与各行业碰撞产生了众多的创新产品，地产领域也不例外。公司也在这一领域作出了努力，凭借华发新科技投资控股有限公司的技术优秀打造了“华发优生活”这一互联网平台，融合社区、家居、精装、建筑、规划和配套六个子板块内容。公司的互联网+业务是传统住宅地产业务的升级，有望通过这种方式实现业主价值的深挖和产业链流程的再造。

图 23:华发·优生活互联网+平台



资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 77.83 亿元、93 亿元和 120.05 亿元，增速分别为 9.55%、19.49%和 29.08%，其中未来几年公司的房地产业务受结算项目主要集中于珠海、上海、广州、武汉等地影响，公司盈利能力的持续性和稳定性将得到充分保障。

表 3: 公司收入预测表

	2014A	2015E	2016E	2017E
物业销售收入 (万元)	7,104.30	7,783.04	9,300.22	12,004.67
物业销售收入增速	1.24%	9.55%	19.49%	29.08%

资料来源: 东兴证券研究所

我们选取了四家与公司的股东结构和经营模式类似的开发企业与公司比较, 四家公司的 2015 年一致预期平均 PE 为 19.78, 低于公司当前的 28.07。公司的经营模式是基于大股东华发集团城市运营商打造的全产业链基础上的住宅开发, 公司所在的珠海地区住宅地产仍有非常大的市场潜力; 公司走向全国的战略布局有望受益于大股东的成功运营经验, 从而保证了公司具有很高的成长性, 因此我们认为公司 25 倍 PE 较为合理, 对应公司相对估值为 17.75 元。

表 4: 同类型房地产上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2014EPS	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2014PE	2015PE	2016PE	2017PE
002305.SZ	上实发展	13.45	0.82	0.46	0.59	0.67	15.27	29.24	22.80	20.07
000402.SZ	深振业	11.32	0.38	0.56	0.72	0.98	32.26	20.21	15.72	11.55
600663.SH	金融街	11.35	0.98	1.02	1.11	1.08	9.94	11.13	10.23	10.51
600823.SH	天健集团	18.36	0.76	0.99	1.23	1.52	24.58	18.55	14.93	12.08
平均 PE								19.78		

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

经测算, 公司的 NAV 值为 21.95 元。12 月 3 日公司股价为 17.11 元, 较公司的 NAV 折价 22%, 公司仍然具有较好的成长空间。

表 5: 公司 NAV 估值表

开发项目评估溢价 (百万元)	12405.9
帐面净资产 (百万元)	13257.0
重估净资产 (百万元)	25662.9
总股本 (百万股)	1169
NAV	21.95
当前股价 (元)	17.11
当前股价溢价	-22%

资料来源: 东兴证券研究所

5. 投资评级

公司是珠海地区开发企业的龙头和品牌公司, 精于住宅地产的开发, 涉足商业地产、互联网、定制装修等相关领域。当前房地产市场“分化”已经成为主题, 多数大型房企已经开始对布局城市实行“战略性收缩”, 今年公司继续战略转型升级力度, 在继续保持珠海龙头地位的基础上, 加大对广州、上海、武汉等已经进入城市的投入力度, 高度关注尚未进入的一线和部分二线城市。公司的战略升级因势、顺势、借势, 我们认为公司强大的股东背景和高效率、市场化的运营机制决定了, 在弱肉强食的行业洗

牌过程中，公司能够实现成长为全国龙头房企的目标。我们预计 2015 年-2017 年归属于上市公司股东净利润分别为 7.13 亿元、7.93 亿元和 9.63 亿元；每股收益分别为 0.61 元、0.68 元和 0.82 元，对应 PE 分别为 28.07、25.24 和 20.77；NAV 为 21.95 元，较当前股价折让 22%。给予公司 6 个月目标价 20 元，上调公司评级至“强烈推荐”评级。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	42916	63926	64810	78820	102247	营业收入	7017	7104	7783	9300	12005
货币资金	6418	6645	7394	8835	11404	营业成本	4860	4666	5191	6255	8146
应收账款	6	2	4	5	7	营业税金及附加	774	992	934	1116	1441
其他应收款	114	109	119	143	184	营业费用	188	241	233	279	360
预付款项	6136	8618	11214	14341	18414	管理费用	286	343	350	419	540
存货	30242	48027	45513	54838	71418	财务费用	72	72	87	130	173
其他流动资产	0	526	567	658	820	资产减值损失	14.69	0.77	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	813	3505	3200	3126	3051	公允价值变动收益	0.00	6.66	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	128	135	135	135	135	投资净收益	26.29	48.58	45.00	45.00	45.00
固定资产	518.27	557.24	491.07	424.89	358.72	营业利润	850	845	1027	1141	1385
无形资产	64	81	73	64	56	营业外收入	11.06	17.13	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	0	53	0	0	0	营业外支出	4.86	20.80	15.00	15.00	15.00
资产总计	43728	67431	68010	81945	105298	利润总额	856	841	1032	1146	1390
流动负债合计	19017	33342	28496	35413	51775	所得税	309	212	310	344	417
短期借款	947	5770	19431	25766	41091	净利润	548	629	723	802	973
应付账款	2586	2743	2845	3427	4464	少数股东损益	9	-18	10	10	10
预收款项	5656	5137	5137	5137	5137	归属母公司净利润	538	647	713	792	963
一年内到期的非	7183	12988	0	0	0	EBITDA	1016	1031	1188	1346	1632
非流动负债合计	14648	21103	25811	32422	38922	EPS (元)	0.66	0.79	0.61	0.68	0.82
长期借款	12848	19285	25785	32285	38785	主要财务比率					
应付债券	1794	1799	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	33665	54445	54306	67835	90696	成长能力					
少数股东权益	3680	6072	6082	6092	6102	营业收入增长	54.31%	1.24%	9.55%	19.49%	29.08%
实收资本 (或股	817	817	1169	1169	1169	营业利润增长	0.91%	-0.62%	21.61%	11.11%	21.34%
资本公积	1616	1651	1651	1651	1651	归属于母公司净利润	-1.37%	20.13%	10.19%	11.21%	21.52%
未分配利润	3745	4227	4355	4498	4671	获利能力					
归属母公司股东	6382	6914	7622	8018	8500	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	43728	67431	68010	81945	105298	净利率 (%)	7.80%	8.85%	9.28%	8.63%	8.10%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	1.23%	0.96%	1.05%	0.97%	0.91%
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	8.43%	9.35%	9.35%	9.88%	11.33%	
经营活动现金流	872	2032	-4565	-10907	-18642	运营能力					
净利润	548	629	723	802	973	总资产周转率	0.19	0.13	0.11	0.12	0.13
折旧摊销	94.27	114.47	0.00	74.23	74.23	应收账款周转率	1282	1861	2576	1987	2057
财务费用	72	72	87	130	173	应付账款周转率	3.21	2.67	2.79	2.97	3.04
应收账款减少	0	0	-2	-1	-1	每股指标 (元)					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.66	0.79	0.61	0.68	0.82
投资活动现金流	-9041	-21085	93	40	40	每股净现金流 (最新	3.22	0.12	0.64	1.23	2.20
公允价值变动收	0	7	0	0	0	每股净资产 (最新摊	7.81	8.46	6.52	6.86	7.27
长期股权投资减	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	26	49	45	45	45	P/E	25.96	21.66	28.07	25.24	20.77
筹资活动现金流	10803	19147	5221	12308	21171	P/B	2.19	2.02	2.62	2.49	2.35
应付债券增加	0	0	-1799	0	0	EV/EBITDA	29.86	45.74	48.66	51.43	54.21
长期借款增加	0	0	6500	6500	6500						
普通股增加	0	0	352	0	0						
资本公积增加	-699	35	0	0	0						
现金净增加额	2634	94	749	1441	2569						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。