

## 外象已显珠玉 腹内更有乾坤

——华发股份（600325）2015 年年报点评

2016 年 04 月 10 日

强烈推荐/维持

华发股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

### 事件:

公司日前发布 2015 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 83.42 亿元, 同比增长 17.43%, 实现归属于母公司所有者的净利润 7.08 亿元, 同比增长 9.48%。截止 2015 年 12 月 31 日, 公司净资产 117.21 亿元, 同比增长 69.53%。实现每股收益 0.84 元, 同比上升 6.33%。拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.50 元(含税)。

### 公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入(百万元)	1473.49	2622.83	2485.41	808.7	1423.82	1224.71	4885.1
增长率(%)	214.31%	24.52%	-20.50%	54.75%	-3.37%	-53.31%	96.55%
毛利率(%)	26.85%	27.03%	44.18%	40.74%	39.42%	30.42%	24.64%
期间费用率(%)	11.02%	6.24%	8.50%	16.98%	13.27%	12.18%	4.93%
营业利润率(%)	2.74%	10.63%	19.29%	14.24%	15.54%	10.32%	10.55%
净利润(百万元)	36.20	211.60	378.54	87.51	147.58	70.48	383.21
增长率(%)	-213.00%	02.64%	31.82%	3511.61%	307.73%	-66.69%	01.24%
每股盈利(季度, 元)	0.05	0.28	0.46	0.11	0.18	0.08	0.34
资产负债率(%)	78.85%	78.76%	80.74%	82.05%	82.57%	84.11%	79.30%
净资产收益率(%)	0.31%	1.67%	2.91%	0.66%	1.12%	0.53%	2.02%
总资产收益率(%)	0.06%	0.35%	0.56%	0.12%	0.20%	0.08%	0.42%

### 观点:

- 营业收入和净利润均上涨, 销售业绩大幅攀升。**报告期内, 公司实现营业收入 83.42 亿元, 同比增长 17.43%, 实现归属于母公司所有者的净利润 7.08 亿元, 同比增长 9.48%。其中房地产业务实现收入 78.27 亿元, 同比增长 14.69%, 占总收入比重达到 93.83%。报告期内, 公司实现销售金额 133 亿元, 同比增长 54.65%。公司正式进入百亿梯队, 同时跻身房地产销售八十强, 行业地位明显提升。

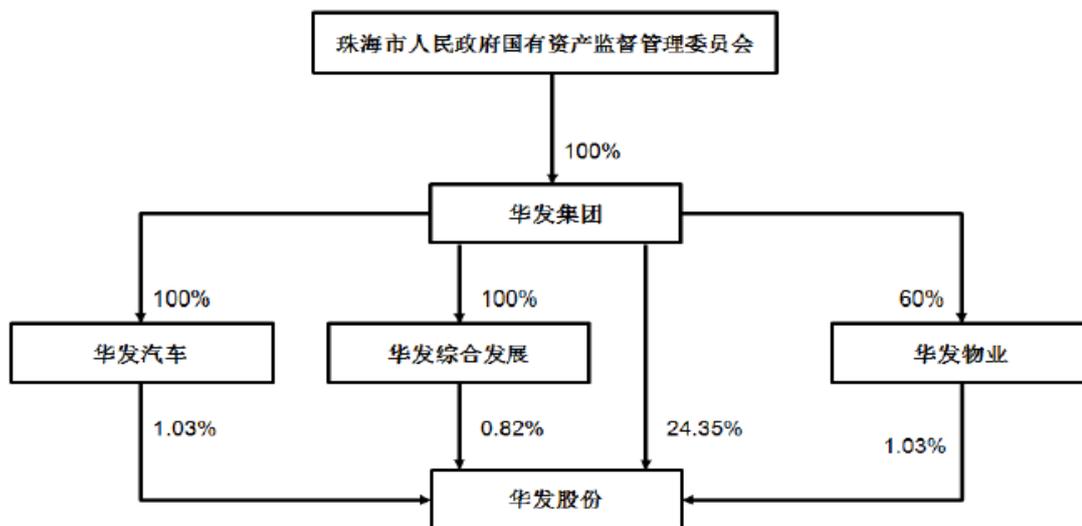
**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

(单位: 亿元、百分比)

项目	2015 年	2014 年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	29.57%	34.32%	-13.84%	主要系广东 (除珠海) 区域毛利率下降
净利率 (%)	8.26%	8.85%	-6.67%	变化较小
资产负债率 (%)	79.30%	80.74%	-1.78%	变化较小
费用比率 (%)	8.58%	9.24%	-7.14%	管理和销售费用增幅小于营收增幅
加权 ROE (%)	9.29%	9.73%	-4.52%	变化较小
总资产	916.36	674.31	35.90%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	89.64	66.45	34.90%	主要系公司售楼回款增加和股权及债权融资净额增加所致
预收账款	77.87	51.37	51.59%	预收购房款增加
经营活动净现金流	6.46	20.32	-68.21%	本期土地储备大幅增加
稀释 EPS	0.84	0.79	6.33%	净利润增加

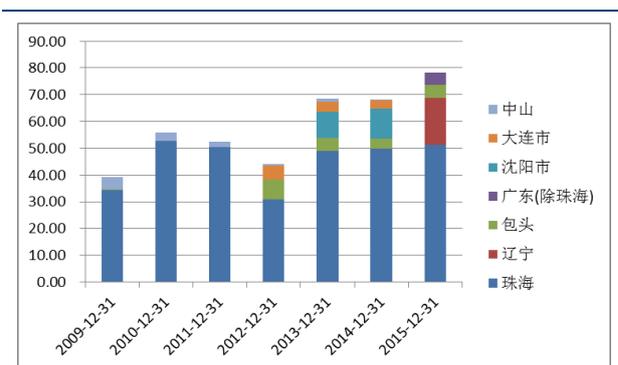
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 背靠华发集团, 助力公司进一步发展。**珠海华发集团公司成立于1980年, 经过三十多年的发展, 现在已经确立了“3+1+2+X”的业务组合全新布局 (“3”表示三个核心业务—城市运营、房产开发、金融投资; “1”表示一个重点业务—商贸物流; “2”表示两个配套业务—文教旅游、现代服务; “X”则代表着潜在的投资业务)。在公司主营业务城市运营来看, 华发集团负责珠海市的基础设施建设, 在此方面积累了丰富的经验; 在房产开发方面, 集团进行一级开发, 控股华发股份, 高效实现一二级联动; 而且在金融投资方面, 为集团的城市运营和房地产开发提供资金支持, 形成协同效应。在这种高效协同的方式下, 为公司的进一步扩张奠定了基础。

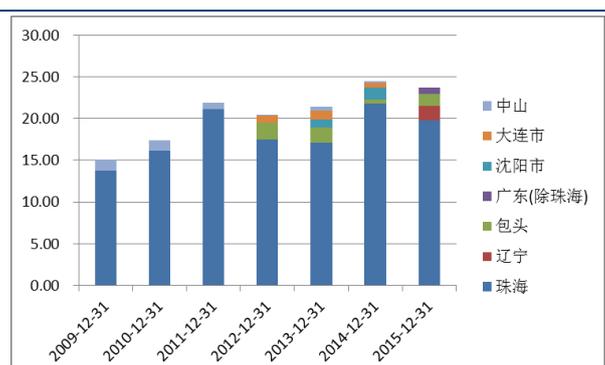
**图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图**


资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

- **深耕珠海，布局一、二线城市。**公司主营业务为房地产开发与经营，战略发展方向方面，公司坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，积极推进“珠海为战略大本营，广州、上海、武汉等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想。报告期内，公司土地储备建筑面积836.03万平方米，其中新增项目区域为珠海、上海、武汉、南宁，新增项目建筑面积97.77万平方米（权益面积），土地储备资源进一步向珠海及重点城市聚集，基本形成以珠海为本营，上海、广州、武汉等核心城市为重点的区域布局。

**图 2: 历年各地区营收总额（单位：亿元）**


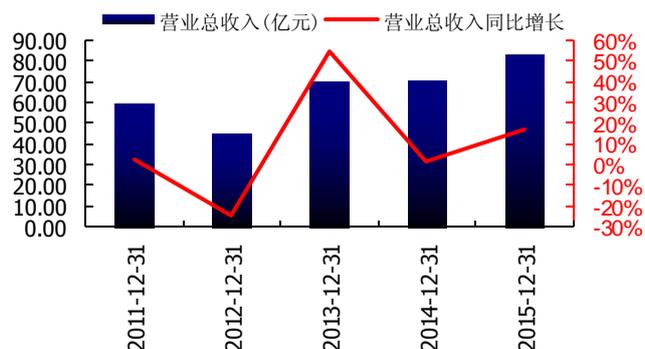
资料来源：公司 2015 年年报，东兴证券研究所

**图 3: 历年各地区毛利润总额及各业务贡献度（单位：亿元）**


资料来源：公司 2015 年年报，东兴证券研究所

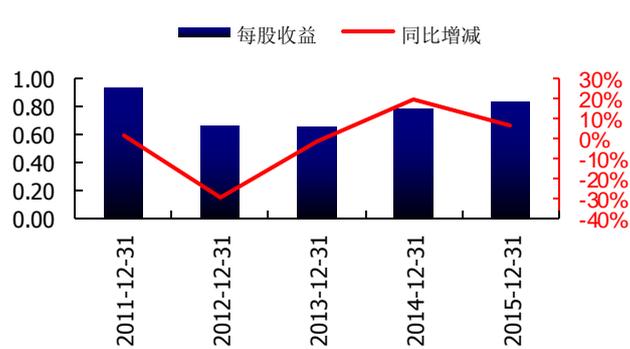
- **资本运作流畅，融资规模再创新高。**报告期内，公司董事局抓住资本市场上的有利时机，加快推进再融资工作，并取得丰硕成果：在股权融资方面，顺利完成2015年非公开发行股票工作，发行3.52亿股，成功募集资金43.12亿元，进一步改善了资本结构；在债券融资方面，一是顺利完成公司债券发行工作，共计募集资金30亿元，二是及时启动2016年非公开发行公司债券工作，拟募集资金不超过50亿元。上述再融资工作极大地增强了公司实力和资本市场运作能力，改善了公司的资产负债情况，降低了公司融资成本，有效支撑区域战略布局和项目开发拓展的资金需求。
- **涉足“互联网+”，积极扩展新产业。**公司拥有设计、园林、装修、营销等各个房地产开发产业链，依托上述产业链，积极开拓“房地产+互联网”领域，开创性提出新一代优+生活人居战略。2015年9月6日公司在珠海举行新产品发布会，正式宣布启动“新一代优+生活”产品战略，随着全国各城市项目逐步植入优+生活体系建设，公司品牌影响力和竞争力进一步提升。而且，公司在报告期内紧跟互联网时代步伐，依托珠海华发新科技投资控股有限公司，积极布局互联网+业务，预计未来会成为另一个增长点。

图 4: 营业收入情况



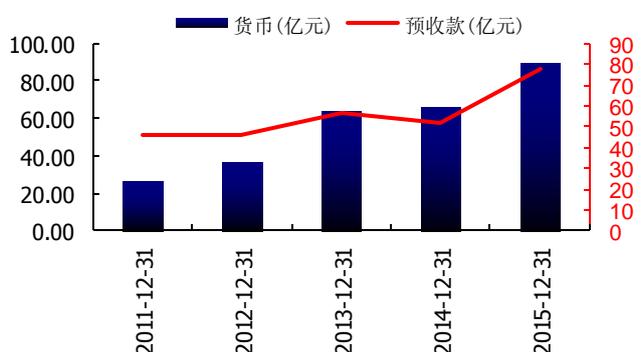
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 每股收益情况



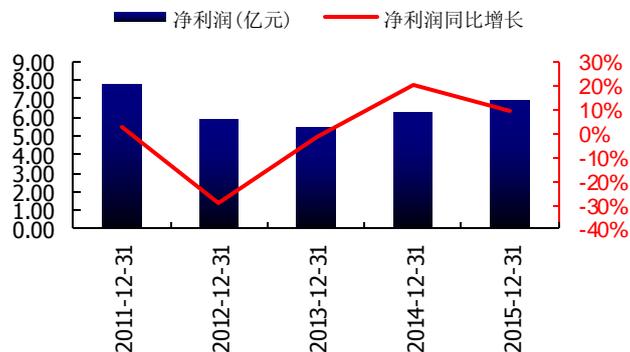
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



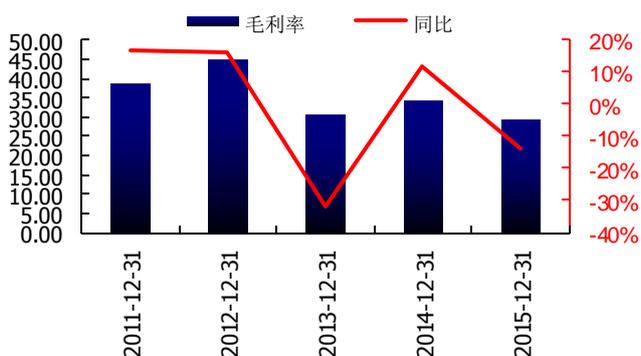
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 净利润情况



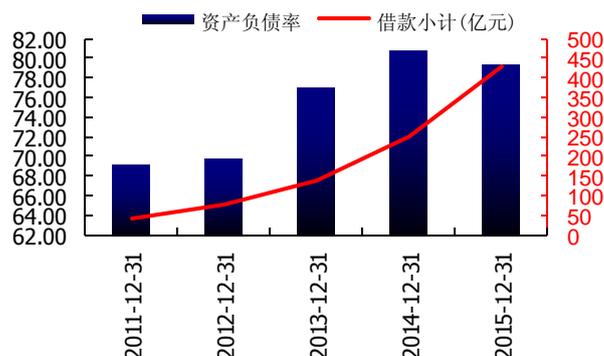
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售毛利率情况

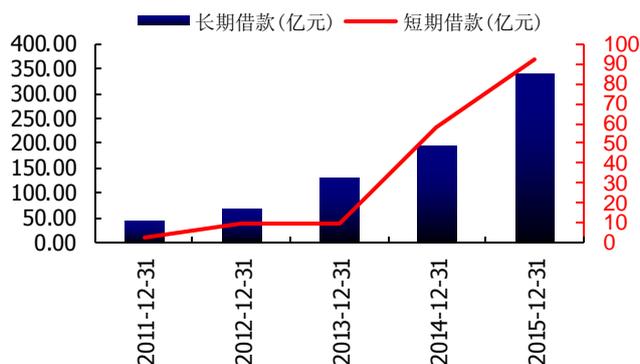


资料来源: 公司公告, 东兴证券

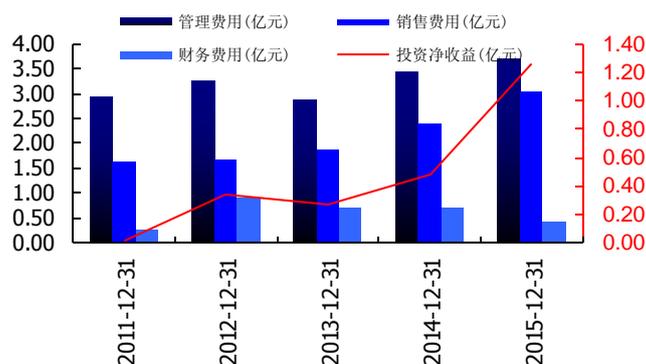
图 9: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 10: 贷款情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

**图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况**


资料来源: 公司公告, 东兴证券

## 结论:

公司是珠三角地区的龙头企业, 具有良好的品牌优势, 公司坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略, 积极推进“珠海为战略大本营, 广州、上海、武汉等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想。2014年, 在行业内大部分上市公司业绩纷纷下滑的背景下, 公司逆市加杠杆, 事实证明公司的正确选择, 2015年公司销售和净利润均大幅增长。我们看好公司的发展方向, 公司业绩具有持续增长的能力。我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为109.4亿元、132.1亿元和155.7亿元, 每股收益分别为0.72元、0.94元和1.07元, 对应PE分别为17.04、13.02和11.51, 维持“强烈推荐”评级。

**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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	63926	85707	178365	218474	261065	<b>营业收入</b>	7104	8342	10939	13205	15568
货币资金	6645	8964	99434	120030	141514	<b>营业成本</b>	4666	5875	7657	9243	10898
应收账款	2	2	2	3	3	营业税金及附加	992	873	1313	1585	1868
其他应收款	109	225	295	356	420	营业费用	241	306	350	423	498
预付款项	8618	3700	8295	13841	20379	管理费用	343	368	492	594	701
存货	48027	69608	67131	81037	95541	财务费用	72	43	67	-46	4
其他流动资产	526	3207	3207	3207	3207	资产减值损失	0.77	32.32	30.00	30.00	30.00
<b>非流动资产合计</b>	3505	5929	5749	5663	5576	公允价值变动收益	6.66	7.83	8.00	8.00	8.00
长期股权投资	135	2356	2356	2356	2356	投资净收益	48.58	124.98	125.00	125.00	125.00
固定资产	557	677	596	516	436	<b>营业利润</b>	845	978	1163	1509	1702
无形资产	81	62	56	50	43	营业外收入	17.13	16.48	14.00	14.00	14.00
其他非流动资产	53	86	0	0	0	营业外支出	20.80	21.86	21.00	21.00	21.00
<b>资产总计</b>	67431	91636	184114	224137	266641	<b>利润总额</b>	841	973	1156	1502	1695
<b>流动负债合计</b>	33342	33965	125238	160711	198992	所得税	212	284	289	375	424
短期借款	5770	9186	106538	140434	176980	<b>净利润</b>	629	689	867	1126	1272
应付账款	2743	2570	4405	5318	6270	少数股东损益	-18	-19	26	26	26
预收款项	5137	7787	8334	8994	9772	归属母公司净利润	647	708	841	1100	1246
一年内到期的非流	12988	9560	1120	1120	1120	EBITDA	1031	1120	1316	1550	1793
<b>非流动负债合计</b>	21103	38702	40871	47871	54871	<b>BPS (元)</b>	0.79	0.84	0.72	0.94	1.07
长期借款	19285	33871	40871	47871	54871	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	1799	4770	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	54445	72666	166109	208582	253863	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6072	7249	7275	7301	7327	营业收入增长	1.24%	17.43%	31.12%	20.71%	17.90%
实收资本(或股本)	817	1169	1169	1169	1169	营业利润增长	-0.62%	15.81%	18.87%	29.75%	12.82%
资本公积	1651	5476	6354	6354	6354	归属于母公司净利润	18.77%	30.86%	18.77%	30.86%	13.19%
未分配利润	4227	4785	2615	-224	-3437	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	6914	11721	10690	8214	5412	毛利率(%)	34.32%	29.57%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>负债和所有者权益</b>	67431	91636	184074	224097	266601	净利率(%)	8.85%	8.26%	7.93%	8.53%	8.17%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	0.96%	0.77%	0.46%	0.49%	0.47%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9.35%	6.04%	7.87%	13.40%	23.02%
<b>经营活动现金流</b>	2032	646	1095	-16872	-18113	<b>偿债能力</b>					
净利润	629	689	867	1126	1272	资产负债率(%)	81%	79%	90%	93%	
折旧摊销	114.47	99.42	0.00	86.55	86.55	流动比率	1.92	2.52	1.42	1.36	1.31
财务费用	72	43	67	-46	4	速动比率	0.48	0.47	0.89	0.86	0.83
应收账款减少	0	0	-1	0	-1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	547	660	778	总资产周转率	0.13	0.10	0.08	0.06	0.06
<b>投资活动现金流</b>	-21085	-20016	197	103	103	应收账款周转率	1861	4556	5110	4991	4937
公允价值变动收益	7	8	8	8	8	应付账款周转率	2.67	3.14	3.14	2.72	2.69
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	49	125	125	125	125	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.84	0.72	0.94	1.07
<b>筹资活动现金流</b>	19147	20879	89179	37365	39494	每股净现金流(最新)	0.12	1.29	77.39	17.62	18.38
应付债券增加	0	0	-4770	0	0	每股净资产(最新摊)	8.46	10.03	9.14	7.03	4.63
长期借款增加	0	0	7000	7000	7000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	352	0	0	0	P/E	15.52	14.60	17.04	13.02	11.51
资本公积增加	35	3825	878	0	0	P/B	1.45	1.22	1.34	1.74	2.65
<b>现金净增加额</b>	94	1509	90470	20597	21484	EV/EBITDA	41.90	56.01	48.19	54.03	59.00

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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。

### 魏子森

就读于南开大学，区域经济学硕士，现于东兴证券研究所房地产小组实习。

## 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。