

华发股份 (600325.SH) 房地产开发行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 13.00 元

稀缺的高弹性国改标的

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	817.05
总市值(百万元)	15,197.59
年内股价最高最低(元)	22.93/9.20
沪深 300 指数	3275.83
上证指数	3082.36



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.792	0.606	0.851	1.171	1.309
每股净资产(元)	8.46	10.05	10.73	11.54	12.72
每股经营性现金流(元)	2.49	0.55	-5.50	-19.29	-18.73
市盈率(倍)	15.59	26.91	15.36	11.16	9.98
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	36.91	36.91	36.91
净利润增长率(%)	20.13%	9.48%	40.46%	37.63%	11.84%
净资产收益率(%)	9.35%	6.03%	17.04%	16.85%	11.23%
总股本(百万股)	817.05	1,169.05	1,169.05	1,169.05	1,169.05

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- ❖ **业绩增长有望提速**：2016年4月8日公司发布年报，2015年实现营业收入83.4亿，同比增长17.4%，完成归属于上市公司股东净利润7.1亿，同比增长9.5%。由于地价房价占比提升和结算规模的扩大，公司地产结算毛利率降低为30.1%，相比2014年减少5.6个百分点，但考虑到公司正处于规模扩张的提速时期，而且毛利率整体水平在行业中也处于较高位置，销售结算收入的大幅增长使得公司业绩增长有望提速。
- ❖ **地产销售后劲十足**：公司2015年实现销售金额133亿，同比增长54.7%，正式进入百亿梯队、跻身房地产销售80强。由于公司积极的项目拓展和存货供应，公司在2017年珠海、上海、武汉和广州等地的货值会明显提升，预计规模在650-700亿，保守按照45%的去化预计公司2016年的销售额在300亿左右，同比增速在125%左右。如果再考虑股东资源支持等外延式扩张情况，公司有望在三年左右时间实现100亿到500亿销售门槛的跨越。
- ❖ **再融资取得重大突破**：公司较好地把握了行业再融资放开的机会，2015年完成定增，募集资金43亿、顺利完成30亿公司债发行、启动2016年非公开发行公司债工作，拟募集资金不超50亿，公司的资本结构和投资能力得到明显优化。2015年公司财务费用仅0.43亿，同比下降了41.0%。
- ❖ **地产扩张与多元化拓展有序并行**：2015年底公司归属上市公司股东净资产117.2亿，同比增长69.5%，在加大投融资力度后公司地产业务扩张明显；截止到2015年底，公司土地储备计容建面836.0万方（当年新增97.8万方），在建面积451.5万方。公司坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，以珠海为战略大本营，持续在广州、上海、武汉等一线和重点二线城市进行突破。在多元化布局方面，公司向商业地产、互联网+、定制装修、互联网金融、产业股权投资等领域进行积极探索和拓展。

投资建议

- ❖ 公司是稀缺的、成长十分确定的国改类标的，由于当前公司基数较低，我们十分看好公司地产业务的弹性和可持续性，我们预计2016年公司实现EPS0.85元，当前股价相当于15PE，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

- ❖ 销售情况不及预期、国企改革进展缓慢。

胡华如 分析师 SAC 执业编号：S1130516010001
huhuaru@gjzq.com.cn

内容目录

公司现状与看点	3
公司简介	3
业务指标表现积极	3
财务指标相对稳健	4
融资成本有所降低	4
未结建面布局合理	4
股东资源丰富	5
股东概况	5
集团业务板块	5
投资建议	7
风险提示	7

图表目录

图表 1：公司股权结构及控制关系	3
图表 2：近三年销售弹性显现	4
图表 3：近三年竣工面积稳步增长	4
图表 4：去年营收显著增加	4
图表 5：净利率表现稳健	4
图表 6：未结算建面区域构成	5
图表 7：集团确立的 4+1 业务格局	6
图表 8：华发集团全国布局战略图	7
图表 9：华发集团各业务板块	7

公司现状与看点

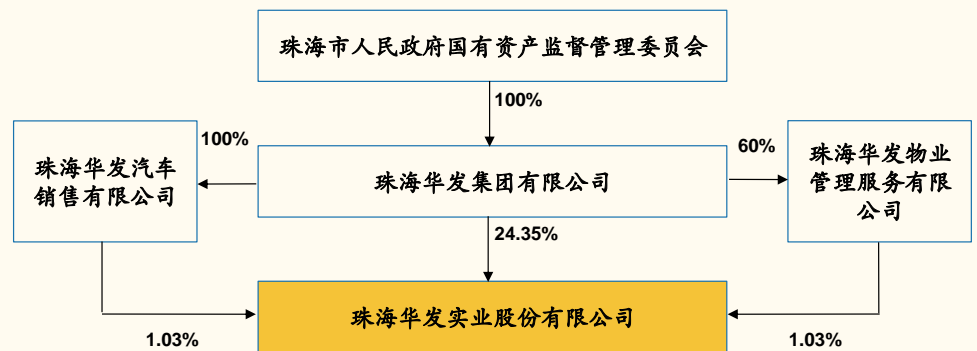
公司简介

珠海华发实业股份有限公司（以下简称公司）成立于 1992 年 8 月，1994 年取得国家一级房地产开发资质，2004 年 2 月公司股票上市交易。上市以来，公司成功打造了一系列房地产精品项目，鸿景花园、华发新城、华发世纪城、华发水郡、华发生态庄园成为了全国知名的楼宇品牌。

近年来，华发股份实施“立足珠海，面向全国”的发展战略，在巩固珠海房地产企业龙头地位的基础上，稳步推进对外扩张步伐。针对房地产市场分化的趋势，公司积极实施战略转型升级，在继续保持珠海市场上龙头地位的基础上，将进一步加大对上海、广州、武汉等城市的布局力度，扩大公司品牌影响力，提升市场竞争力和风险抵抗能力，同时对公司选定的重点城市持续保持关注并择机进入。目前公司项目主要分布在珠海、上海、广州、武汉、南宁、中山、威海、沈阳、包头、大连、盘锦，其中对公司业务产生重要影响的城市为珠海、上海、广州、武汉、南宁。

公司是珠海国企华发集团旗下的上市地产平台，实际控制人是珠海市国资委。2015 年 11 月下旬，公司完成 3.52 亿股的定增，大股东也进行了积极认购。下图是公司最新的股权结构图。

图表 1：公司股权结构及控制关系

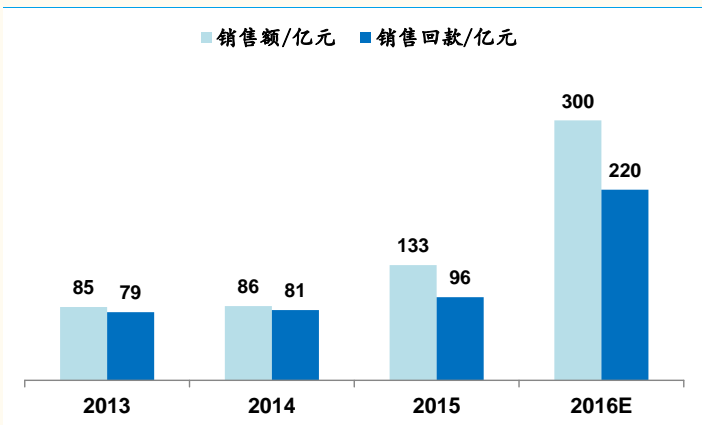


来源：公司公告、国金证券研究所

业务指标表现积极

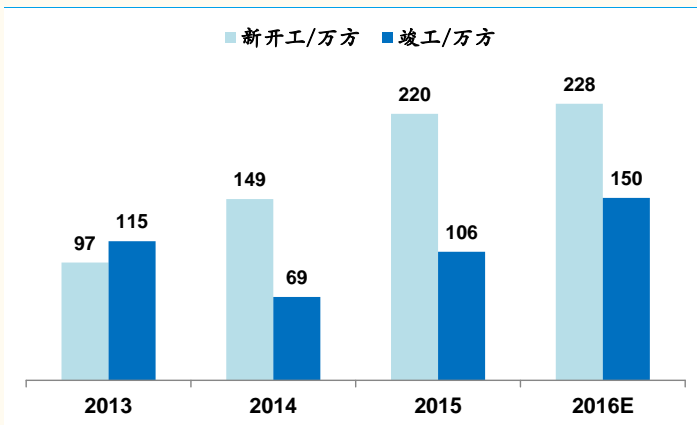
公司确定从珠海迈向全国的战略后，首先选择的是包头、大连、中山、沈阳、重庆、威海这类城市进行突破，而且比较注重土地储备规模的扩张。使得 2013 年之前公司土地储备上量较快，但转为销售额和收入的比例较少，而且北方的二线城市市场深度不足，去化不畅。使得公司第一轮扩张之路稍显曲折。2013 年公司调整了拓展战略，明确了“以珠海为战略大本营，在上海、武汉、广州、南宁等一二线城市作为突破口，再叠加改善性需求的有序释放，公司的销售额开始进入高速增长期，各类业务指标增长显著。

图表 2：近三年销售弹性显现



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：近三年竣工面积稳步增长



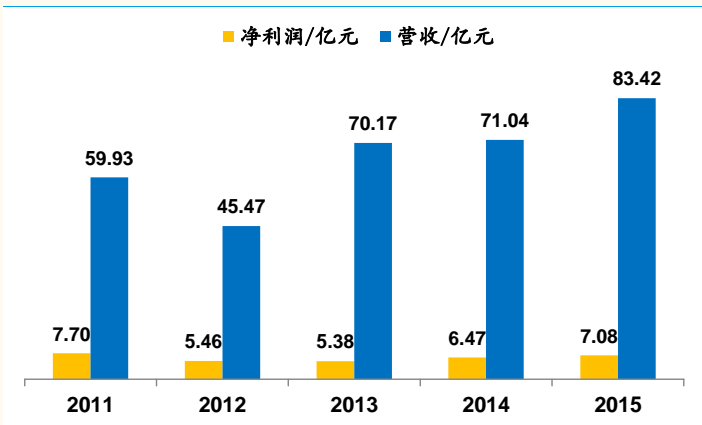
来源：公司公告、国金证券研究所

财务指标相对稳健

由于公司扩张战略的适度调整，公司在 2012-2014 年业绩增长并不明显，但 2015 年开始情况在发生变化，营收规模大幅增长。考虑到存货结构的调整和销售均价的提升（2015 年为 16673 元每平方米，同比增长 65.5%），我们预计净利润增速会开始提升。

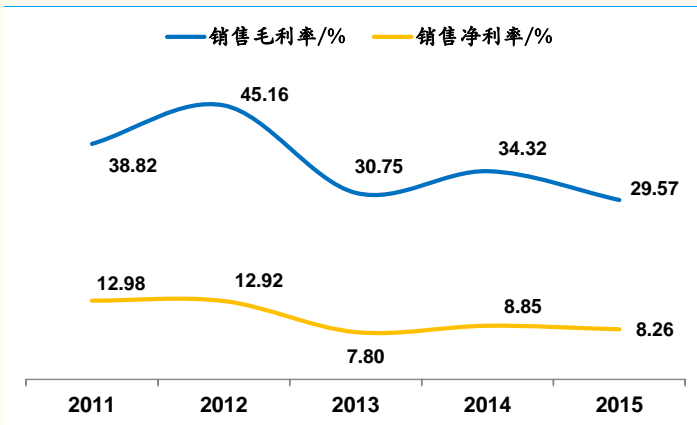
毛利率方面，公司跟随行业的趋势，波动下滑，但依然接近 30% 的位置，考虑到市场价格的提升，预计毛利率下滑趋势有所减缓。

图表 4：去年营收显著增加



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：净利率表现稳健



来源：公司公告、国金证券研究所

融资成本有所降低

公司房地产业务 2015 年末的融资余额为 573.9 亿，同比大幅增长 50.8%，但加权平均融资成本年化利率从 2014 年 9.55% 降低到了 9.17%，随着今年公司债的推进，我们预计还有相当的改进空间。

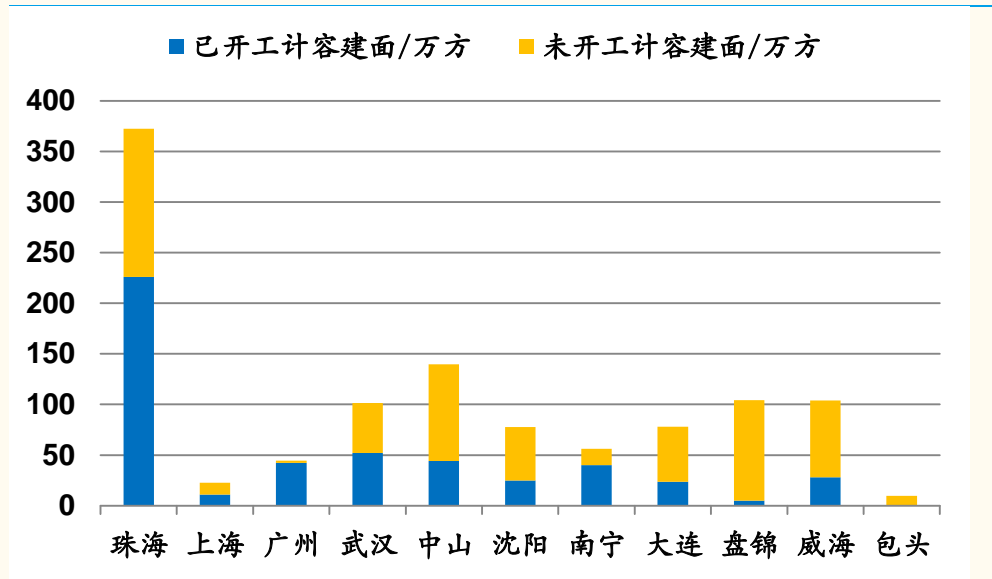
未结建面布局合理

截止到 2015 年底，公司未开工（土地储备）计容积率建筑面积为 836.03 万平方米，按公司权益计算计容建面为 612.96 万平方米；另外，公司已开工项目计容建面合计为 497.21 万平方米。从未结算建面的分布来看，体量较大的区域分别是珠海（33.5%）、中山（12.6%）、盘锦（9.4%）、威海（9.4%）、武汉（9.1%）、大连（7.0%）、沈阳（7.0%），占比较小的是南宁（5.1%）、广州（4.0%）、上海（2.0%）和包头（0.9%）。从一二线占比来看，公司未结算的资源布局较为合理。

从已开工和储备的对比关系来看，广州、南宁土地储备较小，盘锦、威海和包头开工比例相对较低。

从溢价弹性来看，公司显著受益上海、武汉、广州和珠海市场的持续回暖。

图表 6：未结算建面区域构成



来源：公司公告，国金证券研究所

股东资源丰富

股东概况

珠海华发集团有限公司组建于 1980 年，历经 30 多年励精图治，已经发展成为珠海国企龙头和全国知名企业，是珠海市仅有的两家总部经济企业之一。集团现控股“华发股份”、“力合股份”、“卓智控股”（香港上市）三家上市公司，旗下还拥有三十余家控股或全资子公司。目前业务遍布香港、北京、上海、广州、深圳、沈阳、武汉、南宁等一二线城市。截止到 2014 年底，集团资产总额超过 1200 亿，营业收入达到 175 亿，实力和规模已经达到了中国 500 强标准。

华发集团的发展经历了三个阶段：1980 年至 2000 年，集团从 3000 元创业起家，经过 20 年拼搏，实现了总资产超 10 亿元的跨越；2000 年至 2011 年，集团实现了总资产超过 300 亿元大跨越；2012 年以来，华发集团踏上了“追求卓越，转型升级，跨越发展”的新征程。2013 年，华发集团抽调精干力量与麦肯锡、波士顿咨询公司合作，对集团三十多年的历史进行梳理、诊断，第一次以国际视野、全球眼光完成集团战略规划制定，确定了华发集团未来五年的战略目标；以 2013 年为元年，到 2018 年，华发集团将发展成为一流国际化综合型企业集团。

集团业务板块

2015 年集团启动打造“4+1”业务格局，针对传统地产业务，公司扎根珠海基地，确保龙头地位（维持 20% 以上的市场份额）并逐步盘活现有项目。新项目拓展以城区盘为主，一线城市布局上海和广州，通过多种方式拿地；二线城市集中拓展，围绕核心城市形成区域布局。而金融产业、产业投资作为核心突破业务，迫切需要做大做强，成为集团未来发展的战略支点。

图表 7：集团确立的 4+1 业务格局



来源：公司网站、国金证券研究所

- 金融产业的主体是珠海金融投资控股有限公司（以下简称“珠海金控”），珠海金控于 2012 年 7 月底在珠海横琴新区正式注册成立，首期股东出资 35 亿元，是一家业务范围涵盖多个金融领域的综合性金融控股公司。珠海金控的组建是珠海市委、市政府大力推进金融产业发展的一项重要举措，是珠海及横琴新区营运国有金融资产、进行产业投资的核心平台。华发集团持有珠海金控 85% 的股权。截止到 2015 年中，公司各基金成功投资完成上海绿地、酒仙网、拜博医疗、香港庄臣、和力辰光、唱吧、优蜜科技、银河数娱、原力动画、铁血科技等项目近 80 个，投资金额超过 20 亿元，拥有 31 支管理基金，基金规模总计 75 亿元。
- 珠海金控按照全球视野、世界眼光实施人才战略，广泛引入国内外高端金融人才。先后在深圳、香港、北京等金融核心城市设立分支机构，广泛拓展国际国内多种金融资源。公司借助横琴区位优势 and 控股股东华发集团原有金融业务，迅速搭建起了多元化的综合金融业务体系，在金融牌照、金融创新平台、基金管理、投资及资产管理、金融创新、金融招商等业务方面取得明显成效。
- 此外，金融投资板块下还设有珠海华发集团财务有限公司，是 2013 年 9 月 9 日在珠海横琴新区注册成立，注册资本金 10 亿元。是广东省第七家、珠海市第二家企业集团财务公司。作为落户横琴新区的第一家非银行法人金融机构，公司肩负着率先试点横琴金融创新政策的重任。
- 城市运营板块与公司的地产开发业务具有天然的协同性和导向性。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，已获得珠海市政府授权在珠海市开发城市发展项目及建设大型基础设施项目，包括产城一体化及区域开发、城市更新、基础配套设施、TOD 综合开发、保障房及港口投资等。所承接的一级土地开发项目合计约 174 平方公里。在横琴自贸区持有土地面积约 106.78 万平方米。作为珠海市唯一一家商业化运营的城市运营商，华发集团占珠海市城市运营市场份额的 70% 以上。
- 此外，集团还有商贸物流板块、文教旅游板块和现代服务板块，这里不再详述。

图表 8：华发集团全国布局战略图



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 9：华发集团各业务板块



来源：公司网站、国金证券研究所

我们可以看到，华发集团很好地把握了深港澳一体化及横琴自贸区建设的伟大契机，在业务拓展和产业布局方面有了实质性的突破和充实。公司所依靠的大股东体外资产日渐庞大，而在传统的地产开发方面，公司一方面即使调整了拓展的重点区域，一方面持续受益大股东资源导入，我们认为公司的地产开发业务具有很好的持续性。未来关注点在于集团优质土地资源和金控资产注入的可能性，公司显著受益集团资源和国企背景。

投资建议

公司是稀缺的、成长十分确定的国改类标的，由于当前公司基数较低，我们十分看好公司地产业务的弹性和可持续性，我们预计 2016 年公司实现 EPS0.85 元，当前股价相当于 15PE，首次覆盖给予增持评级。

风险提示

销售情况不及预期、国企改革进展缓慢。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	7,017	7,104	8,342	12,036	18,674	22,980
增长率		1.2%	17.4%	44.3%	55.2%	23.1%
主营业务成本	-4,860	-4,666	-5,875	-8,630	-13,726	-17,212
%销售收入	69.3%	65.7%	70.4%	71.7%	73.5%	74.9%
毛利	2,158	2,438	2,467	3,406	4,949	5,768
%销售收入	30.7%	34.3%	29.6%	28.3%	26.5%	25.1%
营业税金及附加	-774	-992	-873	-1,222	-1,789	-2,103
%销售收入	11.0%	14.0%	10.5%	10.2%	9.6%	9.2%
营业费用	-188	-241	-306	-445	-710	-896
%销售收入	2.7%	3.4%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%
管理费用	-286	-343	-368	-518	-803	-988
%销售收入	4.1%	4.8%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	910	863	920	1,222	1,647	1,781
%销售收入	13.0%	12.1%	11.0%	10.2%	8.8%	7.8%
财务费用	-72	-72	-43	-23	-31	-25
%销售收入	1.0%	1.0%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-15	-1	-32	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	8	0	0	0
投资收益	26	49	125	219	328	417
%税前利润	3.1%	5.8%	12.8%	15.4%	16.8%	19.2%
营业利润	850	845	978	1,417	1,944	2,173
营业利润率	12.1%	11.9%	11.7%	11.8%	10.4%	9.5%
营业外收支	6	-4	-5	3	3	3
税前利润	856	841	973	1,420	1,947	2,176
利润率	12.2%	11.8%	11.7%	11.8%	10.4%	9.5%
所得税	-309	-212	-284	-412	-565	-631
所得税率	36.0%	25.2%	29.2%	29.0%	29.0%	29.0%
净利润	548	629	689	1,008	1,383	1,545
少数股东损益	9	-18	-19	14	14	14
归属于母公司的净利润	538	647	708	994	1,369	1,531
净利率	7.7%	9.1%	8.5%	8.3%	7.3%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	548	629	689	1,008	1,383	1,545
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	53	53	93	57	66	74
非经营收益	81	-174	-19	86	-281	-375
营运资金变动	191	1,524	-117	-7,583	-23,718	-23,136
经营活动现金净流	872	2,032	646	-6,431	-22,550	-21,892
资本开支	-7,132	-18,036	-12,518	8	-126	-147
投资	-1,909	-3,058	-7,540	-101	-100	-100
其他	0	9	42	219	328	417
投资活动现金净流	-9,041	-21,085	-20,016	126	102	170
股权募资	2,225	5,400	8,156	0	-274	0
债权募资	10,438	17,063	17,348	5,202	14,598	16,257
其他	-1,861	-3,316	-4,623	-78	-202	-197
筹资活动现金净流	10,802	19,147	20,881	5,124	14,122	16,060
现金净流量	2,633	94	1,511	-1,181	-8,326	-5,663

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	6,418	6,645	8,964	7,782	-544	-6,207
应收款项	120	111	227	335	519	639
存货	30,242	48,027	69,608	88,664	124,094	150,901
其他流动资产	6,136	9,144	6,908	4,835	4,943	6,198
流动资产	42,916	63,926	85,707	101,616	129,013	151,532
%总资产	98.1%	94.8%	93.5%	94.7%	95.7%	96.2%
长期投资	132	2,413	4,714	4,815	4,914	5,014
固定资产	518	557	677	781	846	923
%总资产	1.2%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
无形资产	120	184	144	61	61	60
非流动资产	813	3,505	5,929	5,660	5,823	6,000
%总资产	1.9%	5.2%	6.5%	5.3%	4.3%	3.8%
资产总计	43,728	67,431	91,636	107,276	134,836	157,531
短期借款	8,130	18,758	18,746	962	561	818
应付款项	10,828	14,182	14,649	23,776	35,256	39,961
其他流动负债	59	402	570	1,101	1,626	1,967
流动负债	19,017	33,342	33,965	25,840	37,443	42,746
长期贷款	12,848	19,285	33,871	47,871	62,871	78,871
其他长期负债	1,800	1,818	4,808	4,770	4,770	4,770
负债	33,665	54,445	72,643	78,480	105,084	126,387
普通股股东权益	6,382	6,914	11,744	12,547	13,489	14,868
少数股东权益	3,680	6,072	7,249	7,263	7,277	7,291
负债股东权益合计	43,728	67,431	91,636	107,276	134,836	157,531

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.659	0.792	0.606	0.851	1.171	1.309
每股净资产	7.811	8.462	10.046	10.733	11.538	12.718
每股经营现金净流	1.067	2.487	0.552	-5.501	-19.290	-18.727
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	8.43%	9.35%	6.03%	17.04%	16.85%	11.23%
总资产收益率	1.23%	0.96%	0.77%	5.18%	6.37%	4.10%
投入资本收益率	1.77%	1.22%	0.85%	12.67%	14.45%	9.27%
增长率						
主营业务收入增长率	54.31%	1.24%	17.43%	44.28%	55.15%	23.06%
EBIT 增长率	0.67%	-5.22%	6.72%	32.73%	34.82%	8.13%
净利润增长率	-1.37%	20.13%	9.48%	40.46%	37.63%	11.84%
总资产增长率	50.97%	54.21%	35.90%	179.75%	-5.05%	14.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	1,998.4	3,061.4	3,654.0	3,750.0	3,300.0	3,200.0
应付账款周转天数	164.4	208.5	165.1	145.0	138.0	129.0
固定资产周转天数	27.0	28.6	29.6	23.7	16.5	14.6
偿债能力						
净负债/股东权益	162.53%	255.64%	254.95%	2.75%	-15.17%	-4.99%
EBIT 利息保障倍数	12.7	11.9	21.6	26.2	20.3	18.5
资产负债率	76.99%	80.74%	79.27%	68.71%	61.06%	62.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD