

老牌房企 志在千里

——华远地产（600743）2015 年年报点评

2016 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

华远地产

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 4 月 26 日公布 2015 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 74.49 亿元, 同比上升 10.20%, 归属于上市公司股东净利润 7.30 亿元, 同比上升 10.41%, 基本每股收益 0.4 元, 同比上升 11.11%。截至 2015 年 12 月 31 日, 公司总资产 215.53 亿元, 比年初增长 5.38%; 归属于上市公司股东的净资产 43.77 亿元, 比年初增长 13.26%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.8 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)	3302.98	467.68	2468.95	503.64	1685.08	1017.5	4242.79
增长率 (%)	349.09%	-12.81%	-4.29%	-3.19%	-48.98%	117.56%	71.85%
毛利率 (%)	16.19%	35.68%	28.74%	24.26%	22.96%	28.91%	22.05%
期间费用率 (%)	2.43%	12.71%	2.05%	10.18%	6.07%	3.77%	1.67%
营业利润率 (%)	7.52%	16.14%	20.67%	7.71%	9.35%	20.86%	16.47%
净利润 (百万元)	186.11	52.45	376.33	24.32	97.76	166.77	529.00
增长率 (%)	104.17%	-37.13%	-28.86%	-58.79%	-47.47%	217.97%	40.57%
每股盈利 (季度, 元)	0.10	0.03	0.21	0.02	0.06	0.09	0.24
资产负债率 (%)	80.13%	81.07%	79.08%	79.09%	80.10%	81.99%	78.16%
净资产收益率 (%)	5.09%	1.41%	8.80%	0.56%	2.37%	3.89%	11.24%
总资产收益率 (%)	1.01%	0.27%	1.84%	0.12%	0.47%	0.70%	2.45%

观点:

- **营业收入和净利润均超过10%的增长。**公司实现营业收入74.49亿元, 同比上升10.20%, 归属于上市公司股东净利润7.30亿元, 同比上升10.41%, 基本每股收益0.4元, 同比上升11.11%。营业收入和净利润均出现上涨, 主要系2015年下半年结算项目增加, 改变了上半年结算项目大幅减少的趋势, 进而保证结转营收和利润增加。

报告期内, 公司实现开复工面积296.7万平方米, 同比增长27.6%。其中新开工103万平方米, 同比增长83.3%; 竣工133.6万平方米, 同比增长93.1%; 完成销售签约额47.1亿元, 销售签约面积37.6万平方米。

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)

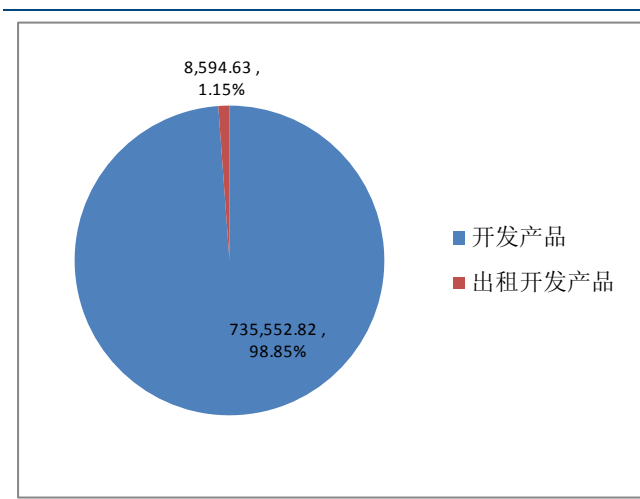
项目	2015 年	2014 年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	23.45%	24.06%	-2.53%	下降较小
净利率 (%)	10.98%	9.97%	1.01%	上升一个百分点
资产负债率 (%)	78.16%	79.08%	-1.16%	变化较小
费用比率 (%)	3.52%	3.79%	-7.12%	财务费用大幅下降
加权 ROE (%)	17.73%	18.25%	-2.84%	变化较小
总资产	215.53	204.52	5.38%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	19.06	29.05	-34.39%	偿还借款及增加土地储备所致
预收账款	28.72	34.75	-17.35%	销售项目减少
一年内到期非流动负债	14.26	17.19	-17.04%	负债正常到期
经营活动净现金流	-2.21	-15.03	-85.30%	本期现金流出较上年减少所致
稀释 EPS	0.4	0.36	11.11%	净利润增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

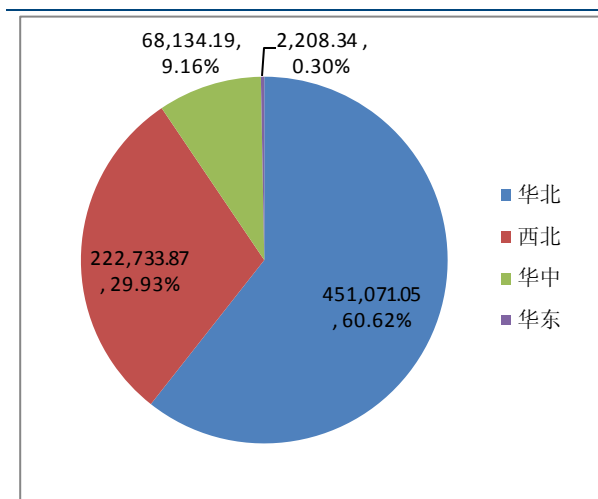
- **公司主要布局北京和西安, 仍以开发产品为主。**公司主要业务分布在北京、西安、长沙和天津, 仍然以开发产品为主, 持有性物业对营业收入的贡献不到2%; 报告期内, 公司在华北地区营业收入总额为45.11亿元, 同比增加31.31%, 毛利率18.04%, 比上年增加4.68个百分点, 华北这一区域的营收占比超过60%, 充分显示了公司对这一区域的较强依赖度。华中、西北地区营收占比不断增加, 也体现了公司多元化城市布局的成效。

1.

图 1: 2015 年各业务营收总额及占比 (单位: 万元, 百分比)
图 2: 2015 年各区域营业收入总额及占比 (单位: 万元, 百分比)



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所



资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

- 因地制宜，布局“京津冀”。**2015年，公司地产业务所在城市北京、西安、长沙和天津房地产市场销售和投资等运行情况有所分化。报告期内，公司实现开复工面积296.7万平方米，在北京地区，产品主要为住宅和商业用房，受商品房整体出清周期较小的影响，这两类商品房销售压力都不大，选择均价更高的商业用房更能够给公司带来更多的利润；西安和长沙的商业地产都面临较大的库存压力，因此，公司调整产品结构，在西安和长沙以开发住宅产品为主，体现出灵活的管理机制；公司在2015年进入天津市场，为深耕京津冀区域迈出坚实一步。公司根据不同城市采取不同的产品策略——即“因地制宜”的原则，这种方式有助于保证公司利益最大化的实现。

总体来看，伴随着城市销售格局的分化，公司大力推进城市布局调整，从市场饱和度较高的青岛区域撤出，继续深耕北京、西安、长沙等有发展潜力的城市。可以预期，未来公司将依托于股东资源，继续以京津冀区域为发展核心，满足区域可持续发展要求。

- 报告期内，拿地积极性不高。**报告期内，储备土地规划建筑面积53万平方米，除北京石景山苹果园项目外，全都是合作开发项目。公司总体仍在对原有的储备面积进行消化，以公司现有的年去化速度计算，不考虑新增土地储备，现有储备面积足以支持公司3-4年的销售。2015年公司仅在11月增加了土地储备，反映了公司进行土地储备的谨慎态度。
- 再融资助推公司进一步发展。**公司在2015年成功发行两期债券，融资29亿元，在2016年第一季度发行债券融资25亿元。鉴于货币政策短期内不存在收紧的风险，债券市场中长期利率进一步下降，新债券的发行成功将进一步降低公司的资金成本。

表 2: 公司债券融资情况

时间 (起息日)	金额 (亿元)	期限 (年)	年利率	备注
2016.03.08	10	3	4.58%	华远地产股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第二期)
2016.01.12	15	3	5.10%	华远地产股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第一期)
2015.09.17	15	3	5.73%	华远地产股份有限公司 2015 年非公开发行公

司债券

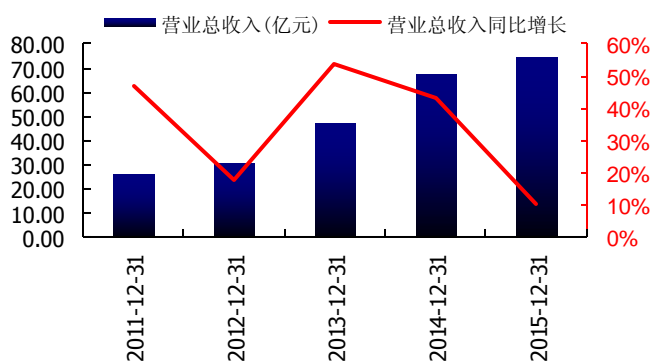
2015.04.27	14	5	5.24%	华远地产股份有限公司 2014 年公司债券
------------	----	---	-------	-----------------------

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ **依托地产优势, 开始尝试转型。**2015年, 华远“1+N”战略全面落地。报告期内, 在“1+N”战略指导下, 公司与多个行业多家机构做了充分的协商, 陆续确定了一些优秀的合作伙伴, 比如与奇虎360合作, 在智能家居、智慧社区等环节或领域达成战略合作关系, 并将智能家居产品应用于现有项目; 与诺亚财富合作为客户提供金融理财等系列服务; 与北医医疗公司合作开展社区线上线下服务, 2016年可在公司开发的多个项目开设医疗门诊; 与专业性的教育运营团队合作开展以儿童国际英语为主线的社区教育服务等等。前述服务内容以手机客户端“华远家”APP为平台进行组合, 2016年将在线上正式向市场推广使用。公司将通过这一战略的深入推进, 最终实现为用户提供硬件产品+软件服务的全新产品, 从而增加产品附加值, 进一步提升公司产品的核心竞争力。

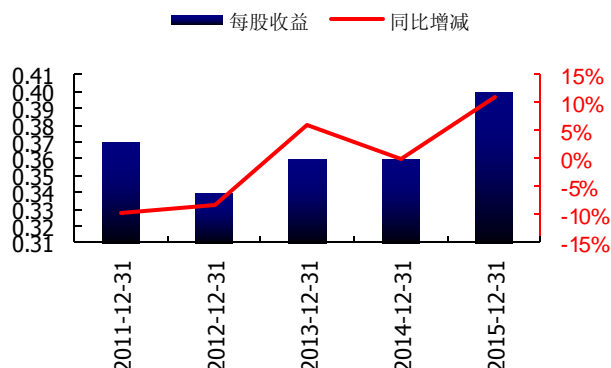
公司推进转型的步伐较为谨慎, 基于原有地产优势而发展起来的新兴业务风险较小, 不论是“地产+互联网”还是“地产+金融”, 还是其他方向的转型, 都是以原有的房地产开发服务作为最基础的条件, 在业务创新的过程中都具有较强的话语权。我们认为这种转型方式更适合华远这种传统的国有地产企业, 未来华远成功转型综合服务提供商的概率较大。

图 3: 营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

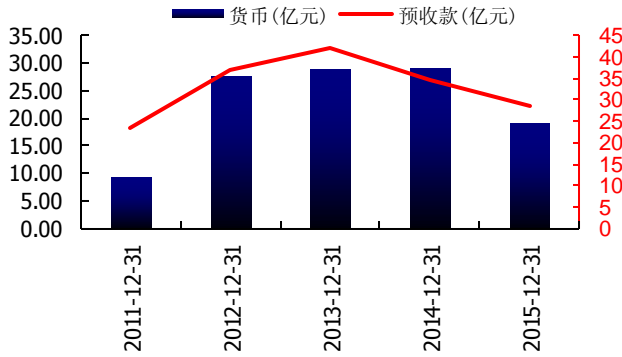
图 4: 每股收益情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

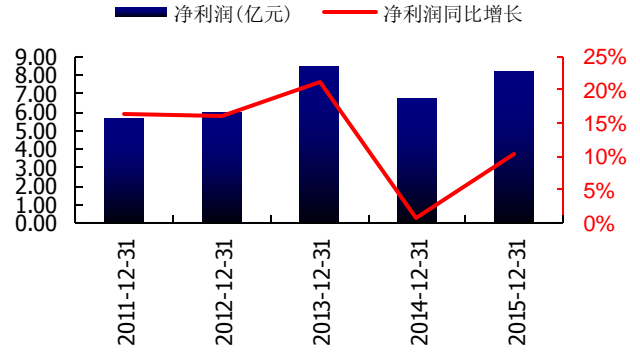
图 5: 货币和预收款情况

图 6: 净利润情况



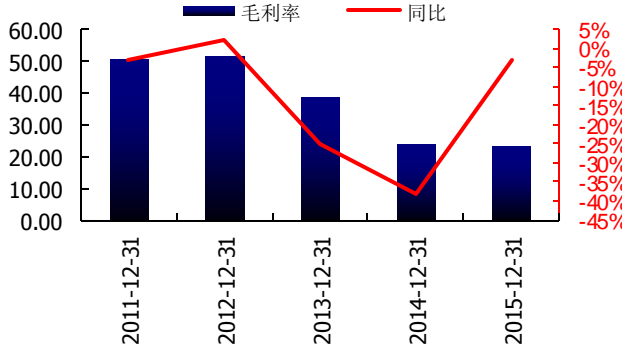
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图7: 销售毛利率情况



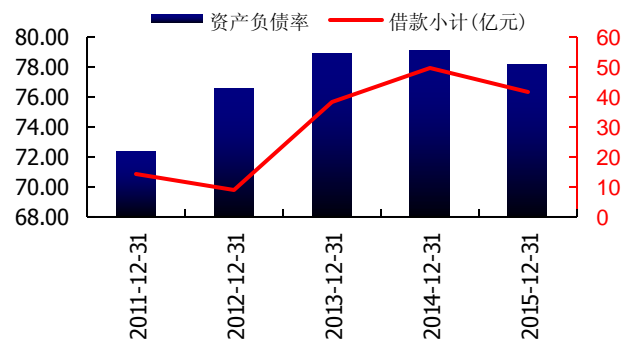
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图8: 资产负债率情况



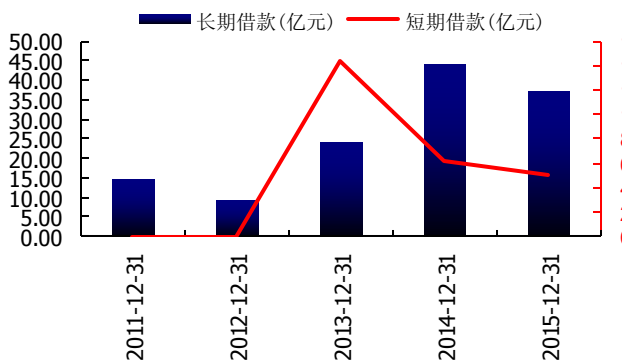
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图10: 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:

公司依托北京这个第一大市场, 长沙、西安和天津三个二线城市进行扩张, 以住宅为最主要产品, 辅以

商业地产的开发,根据不同地区各类产品的盈利性进行灵活调整。虽然公司报告期内只拿了一块土地,但是公司仍拥有可供 3-4 年销售的充足土地储备。公司目前正尝试转型,“地产+互联网”、“地产+金融”等创新模式的有效推动不仅能够优化公司业务结构,也将为公司未来的业绩增长提供更强劲的动力。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 86.41 亿元、99.37 亿元和 119.24 亿元,每股收益分别为 0.54 元、0.63 元和 0.75 元,对应 PE 分别为 9.78、8.38 和 7.03,维持“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
流动资产合计	19537	20732	25875	29570	35236	营业收入	6760	7449	8641	9937	11924
货币资金	2905	1906	3024	3478	4174	营业成本	5133	5710	6481	7453	8943
应收账款	372	111	592	681	817	营业税金及附加	470	489	562	646	775
其他应收款	49	497	576	663	795	营业费用	139	161	190	219	262
预付款项	251	163	163	163	163	管理费用	109	107	130	149	179
存货	15748	17722	21306	24502	29403	财务费用	8	-6	2	12	22
其他流动资产	210	331	212	82	-117	资产减值损失	-14.23	11.96	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	915	821	679	664	649	公允价值变动收益	-0.01	0.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	87	90	90	90	90	投资净收益	14.41	132.00	130.00	130.00	130.00
固定资产	91	88	78	67	57	营业利润	929	1107	1387	1569	1853
无形资产	47	45	41	36	32	营业外收入	7.60	11.49	20.00	50.00	50.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.91	8.12	10.00	10.00	10.00
资产总计	20452	21553	26554	30234	35885	利润总额	933	1111	1397	1609	1893
流动负债合计	11773	10238	15376	17115	20759	所得税	259	293	321	370	435
短期借款	617	500	6715	9181	13609	净利润	674	818	1076	1239	1457
应付账款	1214	1597	1776	2042	2450	少数股东损益	12	87	100	100	100
预收款项	3475	2872	2008	1014	-178	归属母公司净利润	662	730	976	1139	1357
一年内到期的非流	1719	1426	1120	1120	1120	EBITDA	1001	1167	1404	1596	1890
非流动负债合计	4400	6608	5200	6700	8200	BPS (元)	0.36	0.40	0.54	0.63	0.75
长期借款	4389	3700	5200	6700	8200	主要财务比率					
应付债券	0	2877	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	16173	16845	20576	23815	28958	成长能力					
少数股东权益	414	330	430	530	630	营业收入增长	42.93%	10.20%	16.00%	15.00%	20.00%
实收资本(或股本)	1818	1818	1818	1818	1818	营业利润增长	-20.29%	19.24%	25.28%	13.08%	18.12%
资本公积	40	40	918	918	918	归属于母公司净利润	33.58%	16.68%	33.58%	16.68%	19.23%
未分配利润	1771	2253	1765	1196	517	获利能力					
归属母公司股东权	3865	4377	5548	5889	6297	毛利率(%)	24.06%	23.34%	25.00%	25.00%	25.00%
负债和所有者权益	20452	21553	26554	30234	35885	净利率(%)	9.97%	10.98%	12.45%	12.46%	12.22%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	3.23%	3.39%	3.67%	3.77%	3.78%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	17.12%	16.69%	17.59%	19.33%	21.56%
经营活动现金流	-1503	-221	-3758	-2813	-4370	偿债能力					
净利润	674	818	1076	1239	1457	资产负债率(%)	79%	78%	77%	79%	81%
折旧摊销	64.41	65.21	0.00	15.00	15.00	流动比率	1.66	2.03	1.68	1.73	1.70
财务费用	8	-6	2	12	22	速动比率	0.32	0.29	0.30	0.30	0.28
应收账款减少	0	0	-481	-89	-136	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-864	-994	-1192	总资产周转率	0.36	0.35	0.36	0.35	0.36
投资活动现金流	-47	-656	237	110	110	应收账款周转率	36	31	25	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.33	5.30	5.13	5.21	5.31
长期股权投资减少	0	0	127	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	132	130	130	130	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.40	0.54	0.63	0.75
筹资活动现金流	1444	-36	4640	3157	4956	每股净现金流(最新)	-0.06	-0.50	0.62	0.25	0.38
应付债券增加	0	0	-2877	0	0	每股净资产(最新摊)	2.13	2.41	3.05	3.24	3.46
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.58	13.13	9.78	8.38	7.03
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	2.47	2.18	1.72	1.62	1.52
现金净增加额	-105	-912	1118	454	696	EV/EBITDA	13.35	13.83	13.93	14.46	14.97

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

南开大学区域经济学实习生，现为东兴证券研究生房地产小组实习生。

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。