

华发股份 (600325.SH) 房地产开发行业

评级：买入 上调评级

公司点评

市场价格(人民币): 10.32元

布局股权投资基金，华发股份弹性显现

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)	12,064.55
年内股价最高最低(元)	22.93/9.20
沪深300指数	3075.98
上证指数	2842.19



相关报告

1. 《稀缺的高弹性国改标的-华发股份公司研究》，2016.4.15

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

事件

2016年6月14日晚，公司发布公告，公司及集团旗下控股公司与IDG资本旗下公司合伙设立“爱奇艺基金股权投资基金”，规模为3亿，其中华发系出资2亿，占比67%，投资方向包括高端装备制造、节能环保、文化体育、旅游地产、新能源材料等新兴经济产业。

分析要点

- ❖ **积极布局新兴产业：**爱奇艺基金重点挖掘国内文化体育、创意产业以及旅游地产等产业投资机遇。公司通过控股爱奇艺基金，联合IDG资本推进新兴产业战略布局，积极开拓与公司主营业务产生叠加效应的投资领域，考虑到公司经营商业地产，具有股东的土地开发、基础设施和金控等资源，可以认为公司不是单纯的开发出售性公司，经营性地产形态初现端倪。
- ❖ **公司基本面优异：**截止2015年底，公司销售额133亿，未开工计容建面836万方，已开工项目计容建面497万方。预计2016年上半年公司销售额超过200亿，全年销售额保守预计320亿，增速141%，正处于项目布局的收获期和高速成长期。公司2015年完成定增，募集资金43亿；顺利完成30亿公司债发行并启动2016年非公开发行公司债工作，拟募集资金不超过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41%。
- ❖ **稀缺的国企改革+高弹性标的：**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年集团启动打造“4+1”业务格局，即传统主业扎根珠海，确保龙头地位并逐步盘活现有项目，而金融产业和产业投资作为核心突破点，将成为集团未来发展的战略支撑。此次产业基金的设立，表明公司在产业股权投资和战略转型升级方面迈出重要一步，后续预计动作不断。

投资建议

- ❖ 公司当前股价10.3元，总市值121亿，流通盘84亿，我们预计公司2016年EPS 0.85元，对应当前股价12倍PE。公司当前股价相对RNAV折价37%，我们上调公司评级，建议买入。

风险提示

- ❖ 地产开发业务不及预期；战略转型升级进展缓慢

胡华如 分析师 SAC 执业编号：S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

贾翔夫 联系人
(8621)60230248
jiaxiangfu@gjzq.com.cn

盈利预测

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
股权筹资	2,225	5,400	8,156	0	-274	0
债权筹资	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%

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。

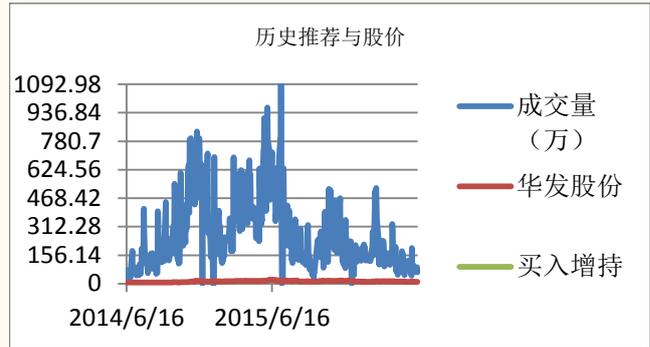
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-15	增持	13.00	16.00~17.00

来源：国金证券研究所



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