

强烈推荐-A (维持)

华发股份 600325.SH

目标估值: 20 元
当前股价: 14.92 元
2017 年 04 月 09 日

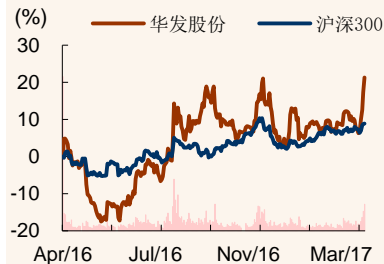
本轮周期拿地踩点精准、高折价与高成长兼备

基础数据

上证综指	3287
总股本(万股)	117684
已上市流通股(万股)	106345
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	159
每股净资产(MRQ)	11.0
ROE(TTM)	7.8%
资产负债率	79.6%
主要股东	华发集团有限公司
主要股东持股比例	24.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	3	17
相对表现	9	-5	8



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《地产复苏扩散效应尾部、低于市场预期时点还未到-周观点&高频追踪报告》2017-03-26
- 2、《总量调整中的扩散效应与周末继续打地鼠-周观点&高频追踪报告》2017-03-13
- 3、《季节效应是销量反弹主因 配置上偏高折价资源型(含国企改革)-周观点&高频追踪报告》2017-03-06

刘义

0755-82940790
liuyi5@cmschina.com.cn
S1090512050003

赵可

0755-82943231
zhaoke@cmschina.com.cn
S1090513110001

研究助理

黄梓钊
075583295441
huangzizhao@cmschina.com.cn

公司 16 年业绩高增长符合预期、高分配预案超预期; 本轮周期拿地踩点精准, 助力规模和盈利双升, 销售快速上台阶之后, 未来两年业绩弹性显著, 并且激励机制也已经理顺; 综合而言, 公司乃高折价和高成长兼备的稀缺标的, 业绩快速释放将导致市盈率明显降低, 维持强推评级, 目标价 20 元/股。

- 1) 高增长符合预期、高分配预案超预期。公司 16 年收入和归属母公司净利分别为 133 亿/10.2 亿, 同比分别+60%/+50%, EPS=0.87 元, 基本符合预期, 15 年以来销售持续放量, 拉动交付规模跃上新台阶, 且净利率+2.5PCT; 拟每股派现 0.8 元并转增 2 股, 分红率 92%, 税前股息率 5.4%, 分配预案超预期。
- 2) 本轮周期拿地踩点精准, 项目资源充裕且核心城市占比高。公司 14 年在广州、武汉、上海、珠海等地大手笔拿地, 拿地支出达 140 亿; 15 年继续在上海、武汉、珠海等地重金拿地, 拿地支出(静安府按权益计)达 160 亿; 16 年战略挺进苏州, 周期高点拿地有所控制, 拿地支出 40 亿; 本轮周期踩点精准, 助力规模和盈利双升。截至 16 年底, 公司权益未竣工计容超 1000 万平方米, 预计权益货值达 1600 亿量级, 其中, 珠海占比近 30%, 珠海/上海/武汉/广州/苏州等五大核心城市合计占比 70%; 按权益销售额 300 亿量级测算, 预计权益未售货值可满足 4-5 年销售需要, 资源充裕导致公司拿地择时更为从容。区域布局仍聚焦核心城市, 17 年重点关注深圳、南京、杭州等城市。
- 3) 销售快速上台阶, 未来两年业绩弹性显著。得益于精准的周期踩点和成功的区域扩张, 公司近年来销售快速上台阶, 2014-2016 年销售金额分别为 86/133/357 亿元, 同比分别增长 2%/55%/168%, 16 年上海和广州合计销售额超 100 亿; 17 年可售货值大致稳定, 虽然珠海等地高强度调控将导致去化放慢, 但预计维持平稳增长问题不大。销售快速上台阶导致结算锁定程度极高, 净利率也将充分受益于本轮房价上涨, 公司未来两年业绩弹性极为显著。
- 4) 去杠杆与强激励并举、积极探索新增长点。公司 16 年去杠杆效果明显, 剔除预收款的资产负债率下降 12PCT 至 58%, 净负债率下降 72PCT 至 180%, 17 年仍将继续去杠杆; 限制性股票激励已成功推出, 17 年仍将继续探索其他长效激励机制; 此外, 公司也积极探索商业/装修/物管股权投资等新增长点。

财务数据与估值

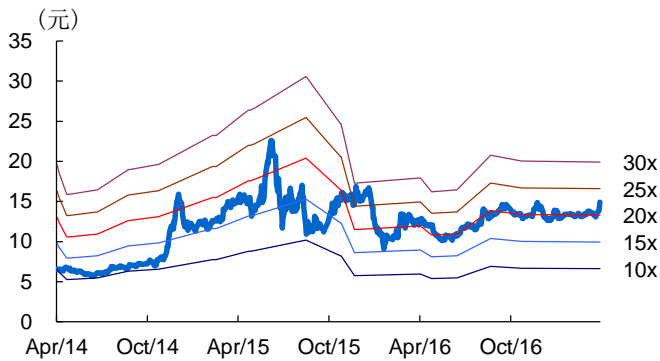
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	8342	13299	20288	30106	37496
同比增长	17%	59%	53%	48%	25%
营业利润(百万元)	978	1962	3168	4889	5871
同比增长	16%	101%	61%	54%	20%
净利润(百万元)	708	1018	1611	2484	2982
同比增长	9%	44%	58%	54%	20%
每股收益(元)	0.61	0.87	1.38	2.12	2.55
PE	24.6	17.1	10.8	7.0	5.8
PB	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

5) **高折价和高成长兼备的稀缺标的。**中性假设下，公司目前市值较 RNAV 折价 35%，折价幅度居于主流地产股前列，并且伴随业绩快速释放，市盈率也将明显降低，预计 2017-2018PE 分别为 11X 和 7X；公司周期踩点能力精准，激励机制也已经理顺，维持“强烈推荐-A”的投资评级，目标市值较 RNAV 折价 10%左右，对应 20 元/股，2018 年目标市盈率接近 10X。

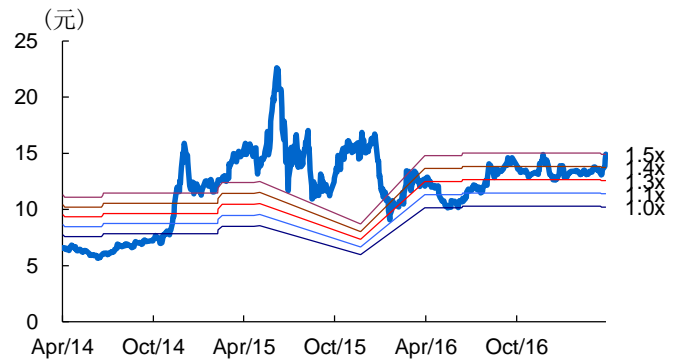
6) **风险提示：**高强度调控导致短期压力加大。

图 1：华发股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：华发股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告:

1. 《地产复苏扩散效应尾部、低于市场预期时点还未到 -- 周观点&高频追踪报告》2017-03-26
2. 《总量调整中的扩散效应与周末继续打地鼠 -- 周观点&高频追踪报告》2017-03-20
3. 《季节效应是销量反弹主因 配置上偏高折价资源型(含国央企改革) -- 周观点&高频追踪报告》2017-03-13
4. 《勿以部分三四线补涨盖全局 春季行情末更需注重基本面安全边际 -- 周观点&高频追踪报告》2017-03-06
5. 《融资“闸门”再收窄 低估值及国改仍是首选--周观点&高频追踪报告》2017-02-21
6. 《阶段性估值修复可以有 信贷收紧将加速行业探底--周观点&高频追踪报告》2016-02-14
7. 《加快研究建立长效机制 去库存与防泡沫并举—中央经济工作会议点评》2016-12-18
8. 《强调流动性决定行业指数走势，小票注意安全边际 — 周观点&高频追踪报告》2016-12-12
9. 《房地产行业 2017 年度投资策略-这个冬天不太冷》2016-12-06
10. 《三大模块与七对指标----招商证券房地产资金链专题研究》2016-10-17
11. 《国庆后销售数据用反弹来描述是不准确的 — 房地产高频追踪报告》2016-10-17
12. 《存量明珠、高端未来 - 物流地产专题深度研究报告》2016-10-10
13. 《政策边际如期收紧、金九旺季略有褪色 — 房地产高频追踪报告》2016-09-18
14. 《政策收紧预期增强行业周期弹性，股票相对房市配置价值回升 — 帮您“降噪”跟踪月度房地产数据》2016-09-15

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	85707	106374	114954	125534	137134
现金	8964	15847	14845	15833	15217
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	6	7	11	14
其它应收款	225	223	340	504	628
存货	69608	82513	89534	94373	103668
其他	6908	7786	10227	14812	17608
非流动资产	5929	7423	7390	7363	7340
长期股权投资	2356	2579	2579	2579	2579
固定资产	677	682	675	669	663
无形资产	62	59	53	48	43
其他	2835	4103	4084	4068	4056
资产总计	91636	113797	122344	132897	144474
流动负债	33965	42979	50161	57648	65710
短期借款	9186	2928	3000	3000	3000
应付账款	2570	3018	3720	4614	5184
预收账款	7787	24028	30307	36705	44064
其他	14422	13005	13134	13328	13462
长期负债	38702	47602	47602	47602	47602
长期借款	33871	37487	37487	37487	37487
其他	4831	10114	10114	10114	10114
负债合计	72666	90581	97763	105250	113312
股本	1169	1169	1169	1169	1169
资本公积金	5493	5948	5948	5948	5948
留存收益	5059	5872	6548	8549	10786
少数股东权益	7249	10226	10916	11981	13259
归属于母公司所有者权益	11721	12989	13665	15666	17903
负债及权益合计	91636	113797	122344	132897	144474

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(84)	19069	(153)	956	13
净利润	708	1018	1611	2484	2982
折旧摊销	64	71	62	57	53
财务费用	6	251	65	65	64
投资收益	(30)	(52)	(110)	(610)	(210)
营运资金变动	(814)	18145	(2473)	(2107)	(4156)
其它	(18)	(364)	692	1066	1280
投资活动现金流	(509)	(9970)	80	580	180
资本支出	(324)	(7802)	(30)	(30)	(30)
其他投资	(185)	(2168)	110	610	210
筹资活动现金流	663	(1396)	(928)	(549)	(809)
借款变动	(6388)	(6780)	72	0	0
普通股增加	352	0	0	0	0
资本公积增加	3829	455	0	0	0
股利分配	(82)	(175)	(935)	(483)	(745)
其他	2952	5104	(65)	(65)	(64)
现金净增加额	70	7704	(1002)	987	(616)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8342	13299	20288	30106	37496
营业成本	5875	9006	13776	20974	25920
营业税金及附加	873	1423	2171	3222	4013
营业费用	306	490	669	873	1050
管理费用	368	423	548	692	787
财务费用	43	59	65	65	64
资产减值损失	32	(4)	0	0	0
公允价值变动收益	8	10	10	10	10
投资收益	125	52	100	600	200
营业利润	978	1962	3168	4889	5871
营业外收入	16	26	26	26	26
营业外支出	22	18	18	18	18
利润总额	973	1970	3176	4897	5879
所得税	284	542	874	1348	1619
净利润	689	1428	2301	3549	4260
少数股东损益	(19)	409	690	1065	1278
归属于母公司净利润	708	1018	1611	2484	2982
EPS (元)	0.61	0.87	1.38	2.12	2.55

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	17%	59%	53%	48%	25%
营业利润	16%	101%	61%	54%	20%
净利润	9%	44%	58%	54%	20%
获利能力					
毛利率	29.6%	32.3%	32.1%	30.3%	30.9%
净利率	8.5%	7.7%	7.9%	8.3%	8.0%
ROE	6.0%	7.8%	11.8%	15.9%	16.7%
ROIC	1.0%	2.0%	3.2%	4.7%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	79.3%	79.6%	79.9%	79.2%	78.4%
净负债比率	57.4%	42.7%	39.7%	36.6%	33.6%
流动比率	2.5	2.5	2.3	2.2	2.1
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
存货周转率	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
应收帐款周转率	4556.1	3515.2	3107.9	3288.0	3052.6
应付帐款周转率	2.2	3.2	4.1	5.0	5.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.61	0.87	1.38	2.12	2.55
每股经营现金	-0.07	16.31	-0.13	0.82	0.01
每股净资产	10.03	11.11	11.69	13.40	15.31
每股股利	0.15	0.80	0.41	0.64	0.77
估值比率					
PE	24.6	17.1	10.8	7.0	5.8
PB	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵可：现任招商证券研究发展中心房地产行业主管分析师，主要从事房地产行业研究，宏观策略研究，此前所在招商证券宏观研究团队为 13、14 年新财富第六、第七。招商证券与清华大学联合培养应用经济学博士后，中南大学与多伦多大学联合培养管理学博士，中南大学计算机科学学士，高级经济师。

刘义：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事房地产行业研究，同济大学金融专业，8 年证券行业研究经验（4 年房地产+4 年纺织服装），2012 年加盟招商证券纺织服装团队（2008-2014 年所在团队一直保持新财富前三），2016 年再次从事房地产行业研究。

黄梓钊：2015 年 7 月加入招商证券，美国东北大学金融学硕士。

团队荣誉：2016 年新财富房地产行业入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。