

2017年04月17日

公司研究

评级：买入

研究所

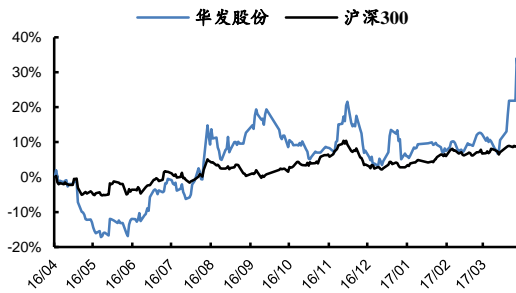
证券分析师：  
010-88576686

王嵩 S0350517010001  
wangs@ghzq.com.cn

## 受益粤港澳大湾区战略，资源禀赋优势显著

### ——华发股份（600325）2016年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华发股份	14.9	21.3	24.8
沪深300	1.2	4.8	6.5

市场数据 2017-04-14

当前价格（元）	15.85
52周价格区间（元）	10.02 - 17.57
总市值（百万）	18652.92
流通市值（百万）	16855.61
总股本（万股）	117684.06
流通股（万股）	106344.56
日均成交额（百万）	184.78
近一月换手（%）	38.74

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

**华发股份发布2016年年报：**公司全年实现营业收入133亿元，同比增长60%，实现归母净利润10.2亿元，同比增长49.7%，对应EPS 0.87元；公司拟每10股派现8元（含税），同时以资本公积向全体股东每10股转增8股。

## 投资要点：

- 业绩增长强劲，调整高送转方案：**公司业绩大幅增长主要是由于公司年内房地产结算收入增长60.2%至125.4亿元，但项目合作比例的增加导致归母净利润增速小于营收增速。与此同时，公司大幅提升现金分红比例，拟每10股派息8元（含税），分红比例高达92.45%，对应当前股价的股息率为5%，并调整转增方案为每10股转增8股。
- 兑现销售高增长，区域布局彰显资源潜力：**公司全年录得销售额357.25亿元，同比大幅增长168%，销售业绩跻身行业40强。公司目前拥有的土地储备建筑面积为805万平方米，总货值约1500亿元，2017年可售货值可达到600亿元，其中珠海大区（珠海+中山）占比约58%，上海、广州、武汉、苏州为代表的重点一二线城市占比约32%，2017年在重点推进以上区域项目的同时，在去库存区域力争清盘，保障公司经营业绩平稳增长。
- 受益粤港澳大湾区建设，资源禀赋优势显著：**近日李克强总理提出中央正研究制定粤港澳大湾区发展规划，华发股份作为珠海本地区域的龙头地产公司，将显著受益于湾区的建设升级，而随着横琴自贸区建设的深入以及港珠澳大桥的全线贯通，公司的资源禀赋优势尽显。目前公司在珠海拥有土地权益建筑面积约420万方，同时大股东华发集团负责横琴片区及十字门中央商务区的土地一级开发，公司作为旗下唯一地产上市平台未来有望实现优势资源集聚。
- 预收账款增长显著，融资成本再创新低：**公司年内共成功发行三期共计70亿元的非公开发行公司债券，同时正稳步推进公开发行25亿元公司债券、50亿中期票据等工作。2016年整体融资成本低至6.85%，预收账款增长208.6%至240.28亿元，截至2016年末，公司持有货币资金人民币158.47亿元，实际资产负债率为58.48%，净负债率亦降低71.6个百分点至183.6%。

- **推进股权激励，国企改革取突破进展：**公司于2017年1月发布限制性股票激励计划，拟向激励对象授予817万股公司限制性股票，占公司股本总额的0.7%，授予价格为每股8.94元。分期解锁要求2017-2020年考核目标为净利润增长率分别不低于20%、30%、40%及50%，净资产收益率分别不低于8.5%、8.8%、9.0%及9.5%，且上述两个指标均不低于同行业70分位和2017年所处行业分位，同时净利润均不低于2016年净利润值，股权激励计划的推出也意味着珠海国企改革进程的进一步深化，此举有利于公司业绩的持续增长。
- **投资建议：**公司作为背靠珠海国资委的区域龙头地产公司，在珠海地区拥有较多资源储备，同时将显著受益粤港澳大湾区的建设。区域战略层面，公司前期布局的上海、广州、武汉、苏州等地将陆续兑现业绩，区域的优化将保障公司成长的持续性。除此之外，珠海市国企改革进程取得进展，公司已于2017年1月发布限制性股票激励计划，高度绑定利益有利于公司业绩的持续增长，我们预测公司2017-2018年EPS分别为1.04元和1.34元，对应PE分别为15.3倍和11.8倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**调控政策导致房地产市场大幅波动风险；粤港澳大湾区建设推进不及预期；国企改革推进的不确定性等。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13299	16859	22200	28751
增长率(%)	59%	27%	32%	30%
净利润(百万元)	1018	1222	1581	1824
增长率(%)	44%	20%	29%	15%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.04	1.34	1.55
ROE(%)	7.84%	8.98%	10.92%	11.72%

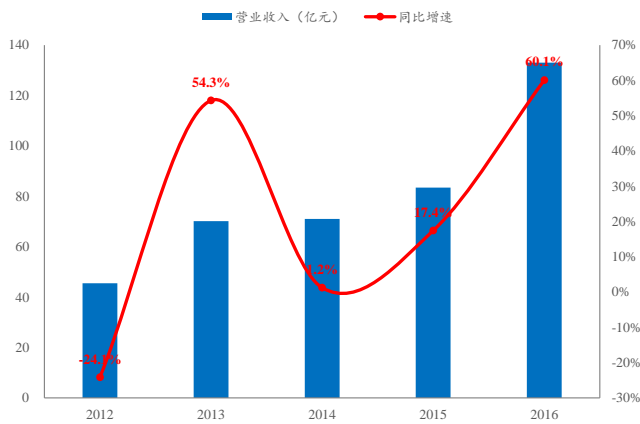
资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 1、业绩增长强劲，调整高送转方案

2016 年公司实现营业收入 133 亿元，同比增长 60%，归母净利润 10.2 亿元，同比增长 49.7%，业绩大幅增长主要是由于公司年内房地产结算收入增长 60.2% 至 125.4 亿元；此外大本营珠海地区房价上涨推升区域毛利率上涨 4.54 个百分点至 43.12%，房地产业务整体毛利率提升 3.04 个百分点至 33.29%，但项目合作比例的增加使得少数股东权益由 2015 年的 38.3% 增加至 44%，导致归母净利润增速小于营收增速。

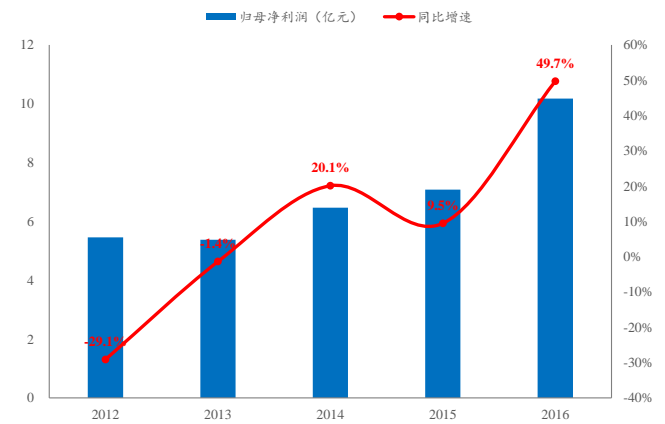
与此同时，公司大幅提升现金分红比例，拟每 10 股派息 8 元（含税），分红比例高达 92.45%，对应当前股价的股息率为 5%，并调整转增方案为以资本公积向全体股东每 10 股转增 8 股。

图表 1：华发股份各年度营收及同比增速



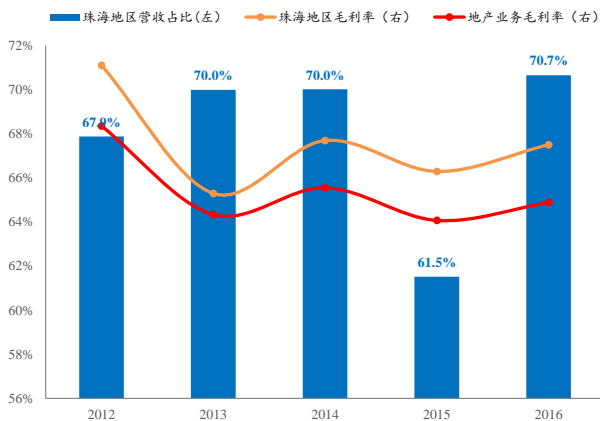
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 2：华发股份各年度归母净利润及同比增速



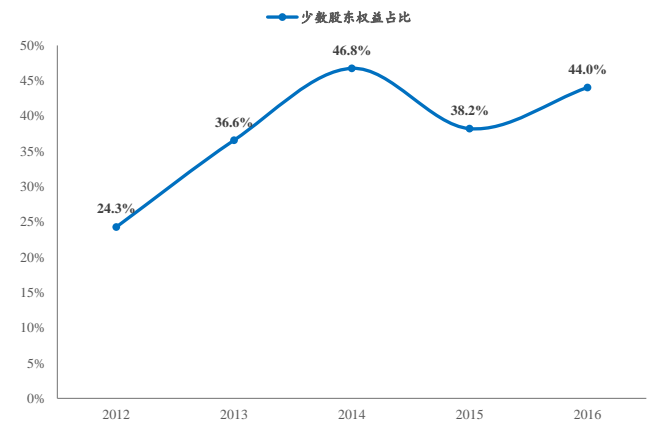
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3：珠海地区营收占比及毛利率均有所提升



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 4：华发股份少数股东权益占比变化情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 5：华发股份历年分红情况

年份	每 10 股派息 (含税)	每 10 股转增数	占净利润比例
2013	2		30.35%
2014	1		12.63%
2015	1.5		24.77%

2016	8	20	92.45%
------	---	----	--------

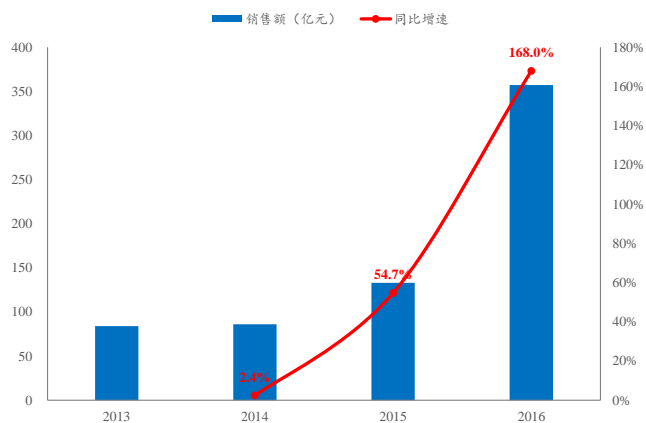
资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 2、兑现销售高增长，区域布局彰显资源潜力

立足珠海、拓展重点一二线城市的战略布局使得公司显著受益于2016年区域市场热度的提升，全年录得销售额357.25亿元，同比大幅增长168%，销售业绩跻身行业40强。从销售区域分布来看，2014年起重点布局的上海及广州大区逐步兑现业绩，分别实现销售额66.44亿元和36.48亿元，核心城市渐入佳境。

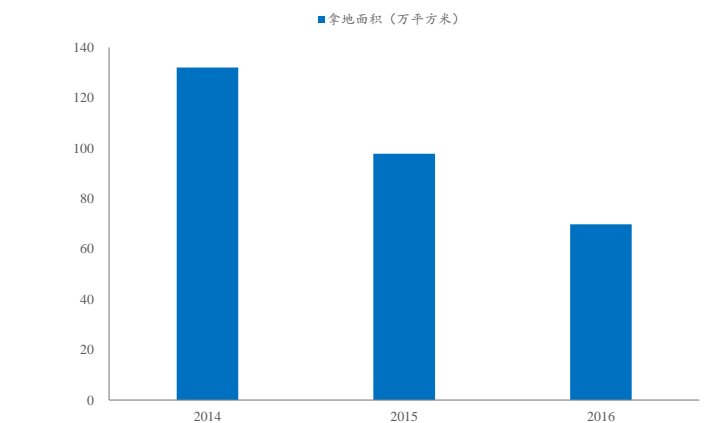
公司2016年在巩固上海、广州、武汉区域的基础上，继续深入推进一、二线核心城市的战略，成功进驻北京及苏州，全年在土地价格高企的背景下拓展颇为审慎，新增房地产项目建筑面积仅为69.81万平方米，同比下降49.8%，未来公司在项目拓展方面将继续强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式以降低拿地风险。

图表 6：华发股份历年销售额及同比增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 7：华发股份近年新增土地建筑面积



资料来源：公司公告、国海证券研究所

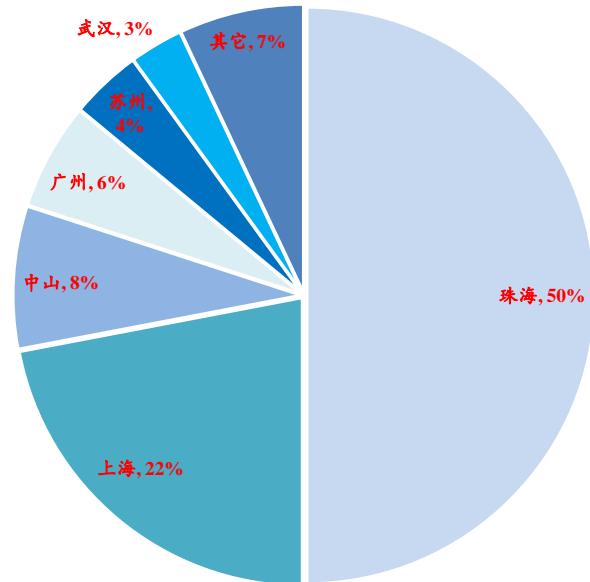
图表 8：华发股份 2016 年新增土地情况

时间	新增土地情况
2016 年 1 月	竞得珠海金湾区西湖片区启动区金山大道南侧、迎河东路西侧珠国土储 2015-18 号地块：土地面积为 5.07 万平方米，成交总价为人民币 3.29 亿元。
2016 年 4 月	竞得苏州市姑苏区胥江路南、交通局大楼东地块：土地出让面积为 3.68 万平方米，成交总价为人民币 17.2 亿元。
2016 年 5 月	与泰禾集团合作开发苏州市姑苏区虎丘路西、硕房庄路两侧地块：土地出让面积为 8.47 万平方米，总建筑面积为 11.66 万平方米。华发集团持有 49% 股权，项目品牌采用“泰禾华发 XX 院子”。
2016 年 9 月	竞得威海市经区大庆路北、疏港路西地块：土地出让面积为 4607 平方米，用途为住宅（城镇住宅）、商服（其他商服）用地，容积率 1.82。
2016 年 10 月	中标北京市朝阳区将台乡铁路大环内土地一级开发项目，该项目占地面积 7.6 公顷，代拆用地约 27.4 公顷，涉及地上物拆迁约 17.47 万平方米。
2016 年 12 月	竞得珠海金湾区西湖片区启动区金河东路北侧、金泓路东侧地块：宗地面积为 5.85 万平方米，成交总价为人民币 5.03 亿元。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

截至2016年末,公司拥有的土地储备建筑面积为805.18万平方米,总货值约1500亿元,目前公司在建面积567.31万平方米,全年可售货值可达到600亿元,从区域占比来看,珠海大区(珠海+中山)占比约58%,上海、广州、武汉、苏州为代表的重点一二线城市占比约32%,至此公司区域战略的优化已近完成,2017年在重点推进以上区域项目的同时,在去库存区域力争清盘,保障公司经营业绩平稳增长。

图表 9: 华发股份土地储备货值分布



资料来源:公司公告、国海证券研究所

图表 10: 华发股份 2017 年重点销售项目

城市	项目
珠海	华发依山郡
	华发国际海岸
	华发绿洋湾
中山	华发观山水
上海	华发华润静安府
苏州	华发公园首府
威海	华发九龙湾
广州	华发荔湾荟
武汉	华发外滩首府
南宁	华发国宾壹号

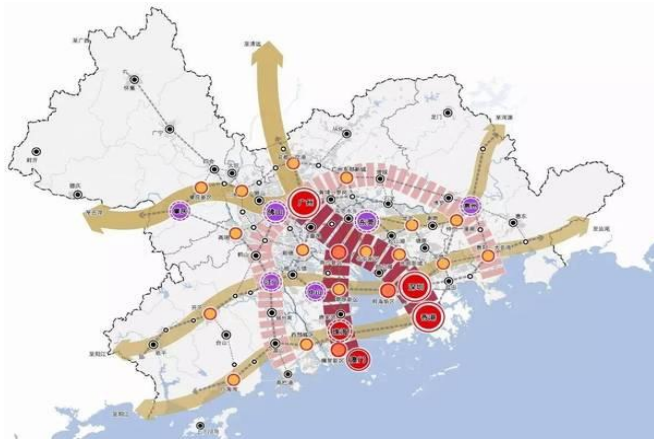
资料来源:公司公告、国海证券研究所

### 3、受益粤港澳大湾区建设，资源禀赋优势显著

近日李克强总理提出中央正研究制定粤港澳大湾区发展规划，继两会中提出建设粤港澳大湾区后再次强调其战略地位，华发股份作为珠海本地区的龙头地产公司，将显著受益于湾区的建设升级，而随着横琴自贸区建设的深入以及港珠澳大桥的全线贯通，公司的资源禀赋优势尽显。

目前公司在珠海拥有土地权益建筑面积约 420 万方，位于横琴岛的项目储备约 84 万方，其中中华发首府项目为横琴岛上占地面积最大的住宅用地，约 44 万平，居于横琴综合服务中心，是横琴岛上住宅用地黄金位置，目前项目均价近 4 万元/平方米，同时大股东华发集团负责横琴片区及十字门中央商务区的土地一级开发，公司作为旗下唯一地产上市平台未来有望实现优势资源集聚。

图表 11: 粤港澳大湾区示意图



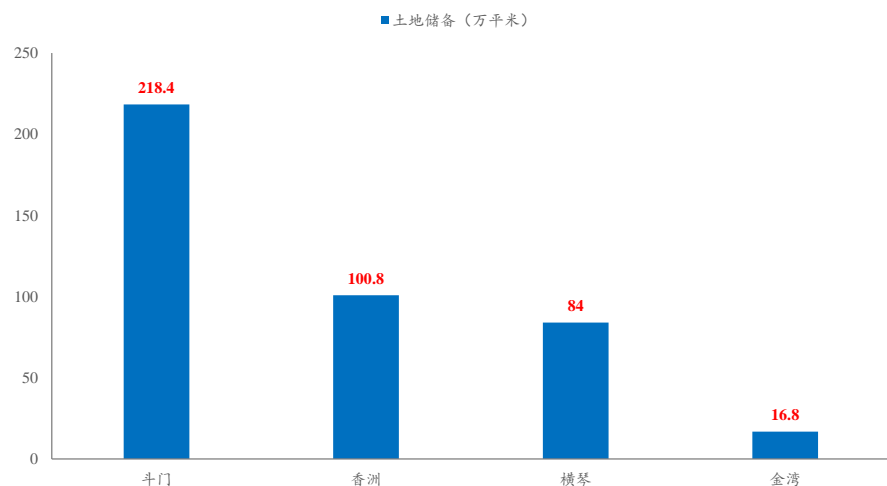
资料来源：百度百科、国海证券研究所

图表 12: 港珠澳大桥全线贯通



资料来源：百度百科、国海证券研究所

图表 13: 华发股份珠海区域土地储备分布



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 4、预收账款增长显著，融资成本再创新低

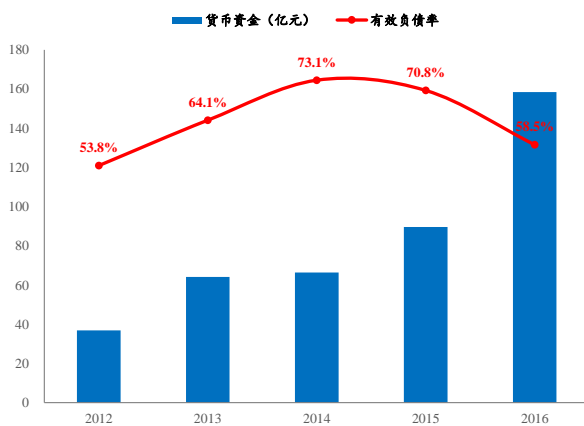
公司 2016 年在资本市场上的成功运作有效地改善了公司资产负债结构，推动公司有息负债率、融资成本进入双降通道，强力支撑了公司区域战略布局和项目开发建设的资金需求。年内共成功发行三期共计 70 亿元的非公开发行公司债券，同时正稳步推进公开发行的 25 亿元公司债券、50 亿中期票据等工作。公司 2016 年整体融资成本低至 6.85%，较 2015 年下降 2.32 个百分点，同时预收账款增长 208.6% 至 240.28 亿元，截至 2016 年末，公司持有货币资金人民币 158.47 亿元，剔除并不构成实际偿债压力的预收账款后，公司实际资产负债率为 58.48%，净负债率亦降低 71.6 个百分点至 183.6%。

图表 14：华发股份 2016 年公司债发行情况

日期	融资利率	融资金额 (亿元)	期限
2016 年 3 月 3 日	4.80%	5	5 年期
2016 年 3 月 3 日	4.39%	15	3 年期
2016 年 3 月 21 日	4.60%	15	5 年期
2016 年 3 月 21 日	4.27%	15	3 年期
2016 年 9 月 12 日	3.85%	20	5 年期

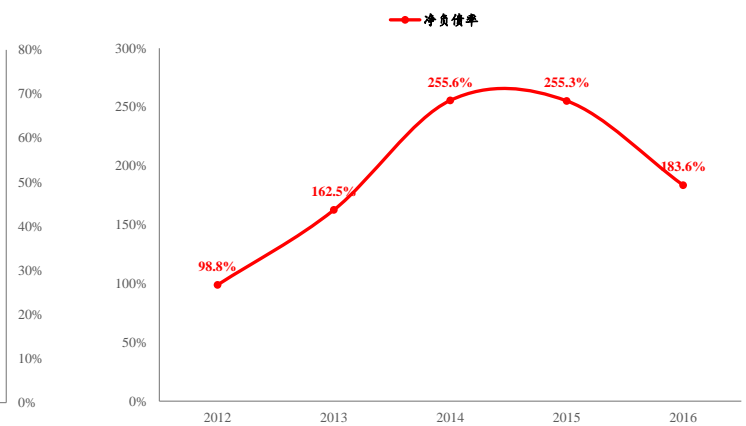
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 15：华发股份货币资金及有效负债率



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 16：华发股份近年净负债率



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 5、推进股权激励，国企改革取突破进展

公司于 2017 年 1 月发布限制性股票激励计划，拟向激励对象授予 817 万股公司限制性股票，占公司股本总额的 0.7%，授予价格为每股 8.94 元。本次授予的限制性股票分四期解锁，每次解锁 25%，要求 2017-2020 年考核目标为净利润增长率分别不低于 20%、30%、40% 及 50%，净资产收益率分别不低于 8.5%、8.8%、9.0% 及 9.5%，且上述两个指标均不低于同行业 70 分位和 2017 年所处行业分位，同时净利润均不低于 2016 年净利润值。股权激励计划的推出也意味着珠海国企改革进程的进一步深化，此举有利于公司业绩的持续增长。

图表 17：华发股份股权激励计划

解锁时间	解锁比例	考核目标
2017 年	25%	2017 年净利润增长率不低于 20%；净资产收益率不低于 8.5%；主营业务比率不低于 97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业 70 分位值；同时，2017 年净利润不低于 2016 年净利润值
2018 年	25%	2018 年净利润增长率不低于 30%；净资产收益率不低于 8.8%；主营业务比率不低于 97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业 70 分位值和 2017 年所处行业分位值；同时，2018 年净利润不低于 2016 年净利润值
2019 年	25%	2019 年净利润增长率不低于 40%；净资产收益率不低于 9%；主营业务比率不低于 97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业 70 分位值和 2017 年所处行业分位值；同时，2019 年净利润不低于 2016 年净利润值
2020 年	25%	2020 年净利润增长率不低于 50%；净资产收益率不低于 9.5%；主营业务比率不低于 97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业 70 分位值和 2017 年所处行业分位值；同时，2020 年净利润不低于 2016 年净利润值

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 6、投资建议

公司作为背靠珠海国资委的区域龙头地产公司，在珠海地区拥有较多资源储备，同时将显著受益粤港澳大湾区的建设。区域战略层面，公司前期布局的上海、广州、武汉、苏州等地将陆续兑现业绩，区域的优化将保障公司成长的持续性。除此之外，珠海市国企改革进程取得进展，公司已于 2017 年 1 月发布限制性股票激励计划，高度绑定利益有利于公司业绩的持续增长，我们预测公司 2017-2018 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.34 元，对应 PE 分别为 15.3 倍和 11.8 倍，给予“买入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	13299	16859	22200	28751
增长率(%)	59%	27%	32%	30%
净利润（百万元）	1018	1222	1581	1824
增长率(%)	44%	20%	29%	15%
摊薄每股收益（元）	0.87	1.04	1.34	1.55
ROE(%)	7.84%	8.98%	10.92%	11.72%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

## 7、风险提示

- 1) 调控政策导致房地产市场大幅波动风险；
- 2) 粤港澳大湾区建设推进不及预期；
- 3) 国企改革推进的不确定性等。



图表 18: 华发股份盈利预测表

证券代码:	600325.SH				股价:	15.85	投资评级:	买入	日期:	2017-04-14
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	7.8%	9.0%	10.9%	11.7%	EPS	0.87	1.04	1.34	1.55	
毛利率	32.3%	32.1%	31.4%	30.7%	BVPS	11.11	11.56	12.30	13.23	
期间费率	18.0%	18.4%	18.1%	18.9%	<b>估值</b>					
销售净利率	7.7%	7.2%	7.1%	6.3%	P/E	18.19	15.26	11.80	10.22	
<b>成长能力</b>					P/B	1.43	1.37	1.29	1.20	
收入增长率	59.4%	26.8%	31.7%	29.5%	P/S	1.39	1.11	0.84	0.65	
利润增长率	43.8%	20.0%	29.3%	15.4%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
总资产周转率	0.12	0.13	0.17	0.21	<b>营业收入</b>	<b>13299</b>	<b>16859</b>	<b>22200</b>	<b>28751</b>	
应收账款周转率	58.21	36.50	36.50	36.50	营业成本	9006	11449	15224	19912	
存货周转率	0.11	0.15	0.19	0.24	营业税金及附加	1423	1804	2376	3077	
<b>偿债能力</b>					销售费用	490	624	821	1064	
资产负债率	80%	81%	81%	80%	管理费用	423	536	706	915	
流动比	2.48	2.20	2.46	2.17	财务费用	59	143	112	380	
速动比	0.56	0.50	0.63	0.51	其他费用 / (-收入)	65	62	97	126	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>1962</b>	<b>2364</b>	<b>3058</b>	<b>3529</b>	
现金及现金等价物	15847	16481	17635	19574	营业外净收支	8	0	0	0	
应收款项	228	462	608	788	<b>利润总额</b>	<b>1970</b>	<b>2364</b>	<b>3058</b>	<b>3529</b>	
存货净额	82513	90778	91616	94478	所得税费用	542	651	842	972	
其他流动资产	7786	9856	12962	8679	<b>净利润</b>	<b>1428</b>	<b>1713</b>	<b>2216</b>	<b>2558</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>106374</b>	<b>117524</b>	<b>122767</b>	<b>123465</b>	少数股东损益	409	491	635	733	
固定资产	682	642	737	831	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1018</b>	<b>1222</b>	<b>1581</b>	<b>1824</b>	
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
无形资产及其他	59	59	59	59	<b>经营活动现金流</b>	<b>19069</b>	<b>2879</b>	<b>(5479)</b>	<b>11586</b>	
长期股权投资	2579	3832	4489	4623	净利润	1428	1713	2216	2558	
<b>资产总计</b>	<b>113797</b>	<b>126487</b>	<b>133149</b>	<b>135090</b>	少数股东权益	409	491	635	733	
短期借款	2928	2187	2846	2846	折旧摊销	43	40	40	40	
应付款项	3018	4357	4822	5039	公允价值变动	10	0	0	0	
预收帐款	24028	32332	30411	35447	营运资金变动	17179	634	(8370)	8255	
其他流动负债	13005	14565	11741	13503	<b>投资活动现金流</b>	<b>(9970)</b>	<b>(1541)</b>	<b>(1418)</b>	<b>(1243)</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>42979</b>	<b>53441</b>	<b>49821</b>	<b>56834</b>	资本支出	(5)	40	(95)	(94)	
长期借款及应付债券	47421	48540	57305	50374	长期投资	(222)	(1253)	(657)	(134)	
其他长期负债	181	188	202	232	其他	(9742)	(328)	(666)	(1015)	
<b>长期负债合计</b>	<b>47602</b>	<b>48728</b>	<b>57506</b>	<b>50606</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8466)</b>	<b>(233)</b>	<b>8712</b>	<b>(7660)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>90581</b>	<b>102170</b>	<b>107327</b>	<b>107440</b>	债务融资	2523	378	9424	(6930)	
股本	1169	1177	1177	1177	权益融资	4529	0	0	0	
股东权益	23215	24318	25822	27650	其它	(15518)	(611)	(711)	(730)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>113797</b>	<b>126487</b>	<b>133149</b>	<b>135090</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>634</b>	<b>1104</b>	<b>1815</b>	<b>2683</b>	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

王嵩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。