

华发股份 (600325)

强烈推荐

行业：房地产开发

销售显著增长，大湾区珠海龙头

16年公司实现营收132.99亿元(+60.1%)，归母净利润10.18亿元(+49.7%)，归母扣非净利润10.07亿元(+62.0%)。

投资要点：

- ◆ **业绩高增长，合作占比提升致归母净利润增速不及营收。**16年实现营收132.99亿元(+60.1%)，归母净利润10.18亿元(+49.7%)，归母扣非净利润10.07亿元(+62.0%)，归母净利增幅低于营收增幅主要系少数股东损益显著增加所致：综合毛利率32.3%(+2.7个pc)，净利率7.7%(-0.8个pc)，少数股东权益4.1亿元(15年-0.2亿元)。三费率7.3%(-1.3个pc)，其中管理费用占比3.2%(-1.2个pc)。
- ◆ **销售额大幅增长，行业地位显著提升。**16年全年实现销售金额357.3亿元(+168.6%)，由15年行业八十强进一步提升至四十强，行业地位显著提升，销售面积167.7万方，均价2.1万元/方(较15年小幅增长)。其中珠海大区(珠海、中山)实现销售金额233.5亿元，占比65.4%。预收款240.3亿元(+208.6%)，锁定17年业绩。
- ◆ **稳健拿地，集中布局一、二线核心城市。**16年坚持“珠海为战略大本营，上海、武汉、广州等一、二线核心城市为重点”的战略，新增项目建面69.8万方，期末公司土地储备建面805.18万方(15年836.03万方)，在建面积567.31万方(15年451.51万方)。积极通过合作开发、并购、城市更新等方式，降低土地成本：积极参与珠海区域“三旧”改造项目。
- ◆ **财务结构逐渐改善，融资成本显著下降。**在手货币资金158.5亿元，扣除短债仍有47.9亿元盈余，无短期偿债压力。资产负债率80%(+0.3个pc)，扣除预收账款后的负债率58.5%(-12.3个pc)，净负债率184%(-71.6个pc)，财务结构逐渐改善。长期信用等级上调至“AA+”，16年全年成功发行三期共计70亿元私募债(15亿元4.39%、5亿元4.8%、15亿元4.27%、15亿元4.6%、20亿元3.85%)。16年平均融资成本6.85%(15年9.17%)。
- ◆ **股权激励落地，持续推动国企改革。**2017年1月发布限制性股票激励计划，3月完成授予，向160名激励对象授予779.5万股公司限制性股票，占比0.67%，授予价8.94元/股。股票自授予日第二年分四批解锁，要求较15年，17-20年净利润增长率不低于20%、30%、40%、50%且不低于16年(10.1亿元)，净资产收益率不低于8.5%、8.8%、9.0%、9.5%(16年8.3%)，主营业务占比均不低于97%(16年94%)。珠海国企改革稳步推进、公司股权激励计划顺利落地，利益绑定确保业绩持续增长。
- ◆ **粤港澳大湾区国家战略，珠海资源优势突显。**16年广东省政府工作报告首提粤港澳大湾区概念；17年两会粤港澳大湾区进入政府工作报告、上升为国家战略；17年4月总理接见港首，再提今年将研究制定粤港澳发展规划，粤港澳三地协同合作有望达到全新高度。公司作为本地龙头，土地储备过半集中于珠海，始终受益母公司华发集团横琴岛十字门商务区一级开发带来的资源优势，预计伴随粤港澳大湾区规划落地、港珠澳大桥通车(17年4月珠海、香港连接线贯通，预计17年底建成通车)，公司资源价值和区位优势将更加突出。
- ◆ **深耕珠海，持续受益于集团在珠海，尤其是横琴区域的独特资源优势，粤港澳大湾区规划直接受益，土地储备805.2万方近半位于大湾区，区域协同发展和土地开发价值提升可期，加之短期港珠澳大桥通车预期，土地价值重估正当时。**16年销售额显著增加，快速积累可结转资源，结转毛利率已有回升，预计盈利稳定增长可持续。**珠海国改标的，改革取得实质性进展：**17年3月完成股票激励计划，利益绑定有助业绩持续增长。最新RNAV25.1元/股。**16年分红10转增8股派8元，股息率5.36%。**预

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6-12个月目标价：20

当前股价：15.21

评级调整：上调

基本资料

总股本(百万股)	1,177
流通股本(百万股)	1,063
总市值(亿元)	179
流通市值(亿元)	162
成交量(百万股)	33.99
成交额(百万元)	511.57

股价表现



相关报告

《华发股份-业绩持续超预期释放，财务结构逐渐改善》2016-10-30

《华发股份-销售高增长，转型铺垫有序》2016-08-30

测 17-19 年 EPS1.09/1.36/1.70 元，PE14/11/9 倍，6-12 个月目标价 20 元/股，调整评级至“强烈推荐”。

风险提示：粤港澳大湾区推进不及预期，政策调控致销售不及预期；新兴业务布局受阻。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13299	17397	21746	27183
收入同比(%)	60%	31%	25%	25%
归属母公司净利润	1018	1277	1585	1987
净利润同比(%)	50%	25%	24%	25%
毛利率(%)	32.3%	33.0%	33.0%	33.0%
ROE(%)	7.8%	9.0%	10.5%	12.2%
每股收益(元)	0.87	1.09	1.36	1.70
P/E	17.46	13.93	11.22	8.95
P/B	1.37	1.25	1.18	1.09
EV/EBITDA	31	24	19	15

资料来源：中国中投证券研究总部

附：公司财务与经营等指标

图 1：经营情况

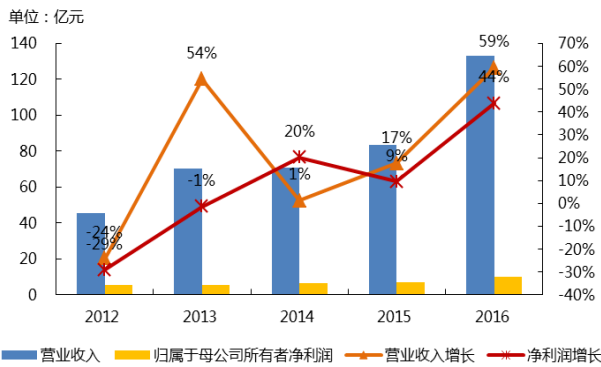


图 2：EPS 和 ROE

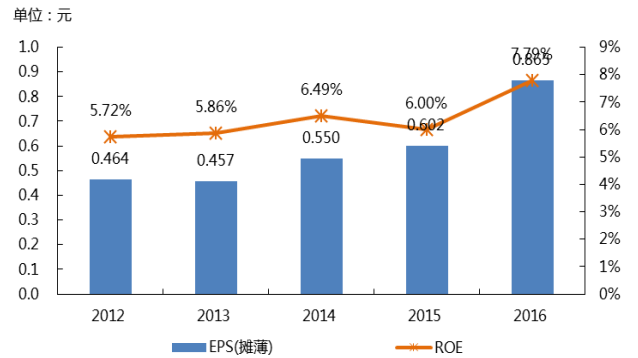


图 3：综合毛利率和归母净利率

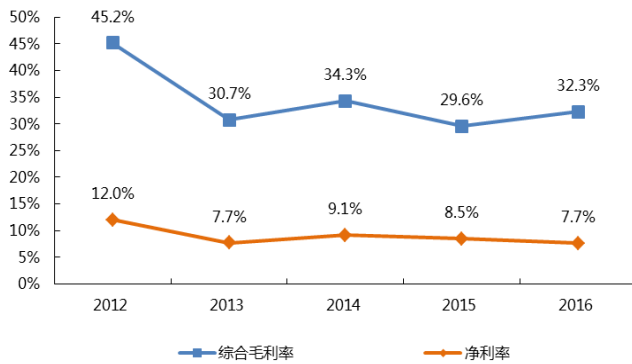


图 4：三费水平

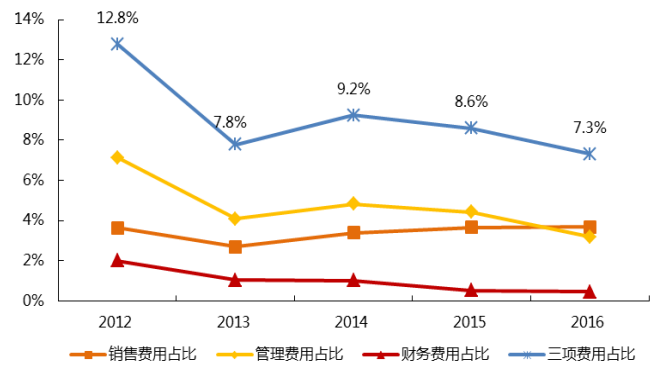


图 5：货币资金与短期负债

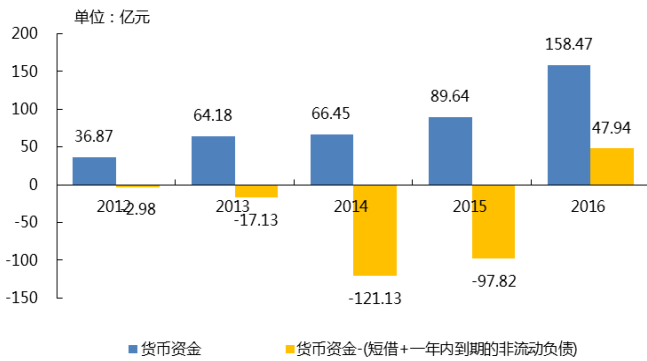


图 6：负债水平

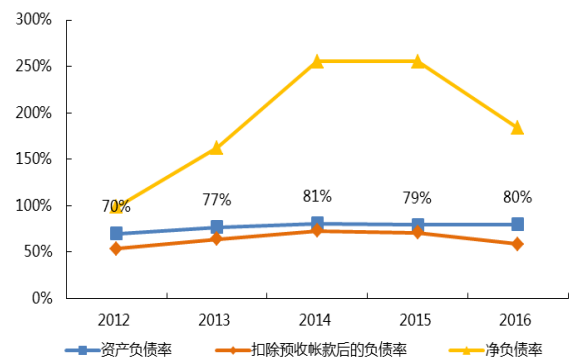


图 7：各业务营业收入历年变化

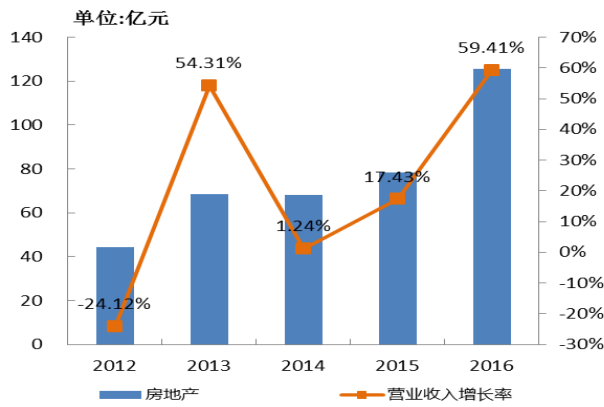


图 8：各业务营业成本历年变化

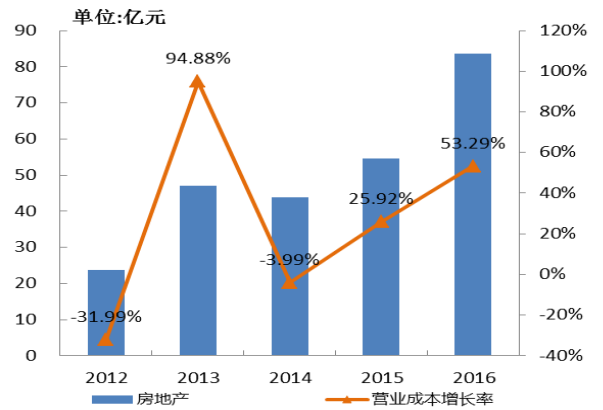


图 9：各业务占比变化

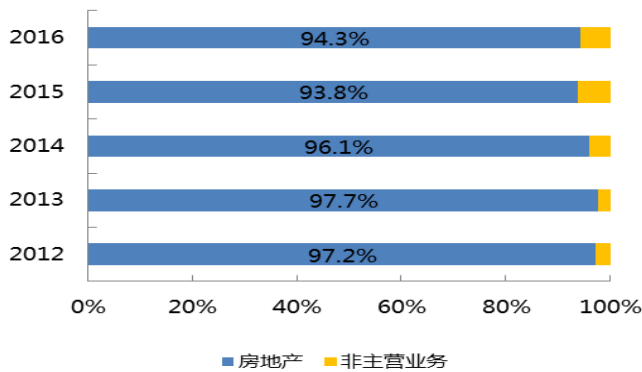
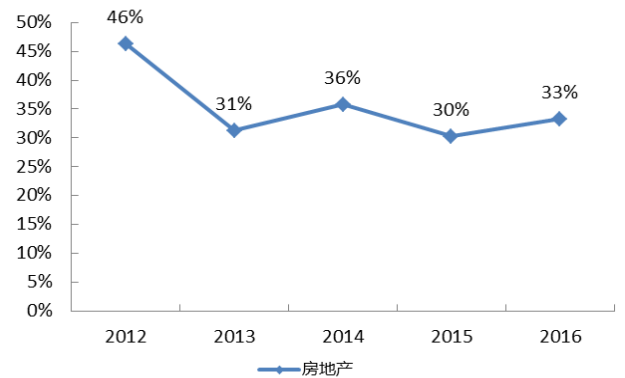


图 10：各业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	106374	119375	134151	147238
现金	15847	16452	21003	24952
应收账款	6	74	92	115
其它应收款	223	641	801	1002
预付账款	4033	5219	6524	8155
存货	82513	93237	101978	109262
其他	3752	3752	3752	3752
非流动资产	7423	7372	7321	7270
长期投资	2579	2579	2579	2579
固定资产	682	643	604	564
无形资产	59	59	59	59
其他	4103	4091	4080	4068
资产总计	113797	126746	141471	154507
流动负债	42979	57162	73416	86461
短期借款	2928	0	0	0
应付账款	3018	3948	4935	6169
其他	37033	53214	68481	80292
非流动负债	47602	44579	41594	39592
长期借款	37487	34487	31487	29487
其他	10114	10091	10107	10104
负债合计	90581	101741	115010	126053
少数股东权益	10226	10739	11376	12175
股本	1169	1169	1169	1169
资本公积	5627	5627	5627	5627
留存收益	5872	7470	8289	9484
归属母公司股东权益	12989	14266	15085	16280
负债和股东权益	113797	126746	141471	154507

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	19069	6776	8635	7119
净利润	1428	1790	2222	2786
折旧摊销	71	67	67	67
财务费用	59	214	290	350
投资损失	-52	0	0	0
营运资金变动	18136	4565	5980	3842
其它	-573	139	77	74
投资活动现金流	-9970	-27	-27	-27
资本支出	7802	0	0	0
长期投资	-2175	0	0	0
其他	-4343	-27	-27	-27
筹资活动现金流	-1396	-6143	-4056	-3143
短期借款	-6258	-2928	0	0
长期借款	1856	-3000	-3000	-2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	101	0	0	0
其他	2905	-215	-1056	-1143
现金净增加额	7709	605	4551	3949

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13299	17397	21746	27183
营业成本	9006	11656	14570	18212
营业税金及附加	1423	1862	2328	2909
营业费用	490	641	801	1002
管理费用	423	553	692	865
财务费用	59	214	290	350
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资净收益	52	0	0	0
营业利润	1962	2470	3066	3844
营业外收入	26	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
利润总额	1970	2470	3066	3844
所得税	542	680	844	1058
净利润	1428	1790	2222	2786
少数股东损益	409	513	637	799
归属母公司净利润	1018	1277	1585	1987
EBITDA	2092	2751	3422	4261
EPS (元)	0.87	1.09	1.36	1.70

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	60.1%	30.8%	25.0%	25.0%
营业利润	108.8%	25.9%	24.1%	25.4%
归属于母公司净利润	49.7%	25.4%	24.1%	25.4%
获利能力				
毛利率	32.3%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	7.7%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE	7.8%	9.0%	10.5%	12.2%
ROIC	2.5%	3.5%	5.0%	6.8%
偿债能力				
资产负债率	79.6%	80.3%	81.3%	81.6%
净负债比率	53.59%	41.88%	34.44%	29.84%
流动比率	2.48	2.09	1.83	1.70
速动比率	0.55	0.46	0.44	0.44
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.18
应收账款周转率	2928	371	222	222
应付账款周转率	3.22	3.35	3.28	3.28
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.09	1.36	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	16.31	5.80	7.39	6.09
每股净资产(最新摊薄)	11.11	12.20	12.90	13.93
估值比率				
P/E	17.46	13.93	11.22	8.95
P/B	1.37	1.25	1.18	1.09
EV/EBITDA	31	24	19	15

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2016-10-30	《华发股份-业绩持续超预期释放，财务结构逐渐改善》
2016-08-30	《华发股份-销售高增长，转型铺垫有序》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

谢余胤,null

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编: 200082 传真: (021) 62171434

