

## 战略布局渐显 业绩增长可期

——华远地产（600743）2016 年报点评

2017 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	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

### 事件：

公司日前发布 2016 年报，公司实现营业收入 76.08 亿元，同比增长 2.14%，实现归属于上市公司股东的净利润 7.41 亿元，同比增长 1.48%，在公司业绩预计区间内，EPS 为 0.32 元/股，同比下降 20%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	1685.08	1017.5	4242.79	625.85	3334.75	623.77	3024.04
增长率（%）	-48.98%	117.56%	71.85%	24.26%	97.90%	-38.70%	-28.73%
毛利率（%）	22.96%	28.91%	22.05%	32.15%	14.71%	29.70%	18.70%
期间费用率（%）	6.07%	3.77%	1.67%	12.20%	2.12%	11.56%	3.07%
营业利润率（%）	9.35%	20.86%	16.47%	11.85%	8.50%	17.05%	19.91%
净利润（百万元）	97.76	166.77	529.00	41.60	218.75	119.67	393.30
增长率（%）	-47.47%	217.97%	40.57%	71.07%	123.77%	-28.24%	-25.65%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.09	0.24	0.02	0.11	0.05	0.17
资产负债率（%）	80.10%	81.99%	78.16%	80.95%	79.81%	75.13%	74.81%
净资产收益率（%）	2.37%	3.89%	11.24%	0.88%	4.54%	1.79%	5.56%
总资产收益率（%）	0.47%	0.70%	2.45%	0.17%	0.92%	0.45%	1.40%

### 观点：

- 营业收入和净利润均稳步上涨。报告期内，公司实现营业收入76.08亿元，同比增长2.14%，实现归属于上市公司股东的净利润7.41亿元，同比增长1.48%，EPS为0.32元/股，同比下降20%（有要归因于2016年配股稀释）。营业收入和净利润均实现稳步增长主要是由于报告期内公司在各个城市的开发项目均取得了良好的进展，已完工、在建和拟建项目均按计划推进。受项目结转的部分项目毛利较低影响，报告期内总体毛利率显著降低，预期随着2015年市场回暖所销售项目毛利的提升，公司今明两年毛利有望大幅回升。

**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

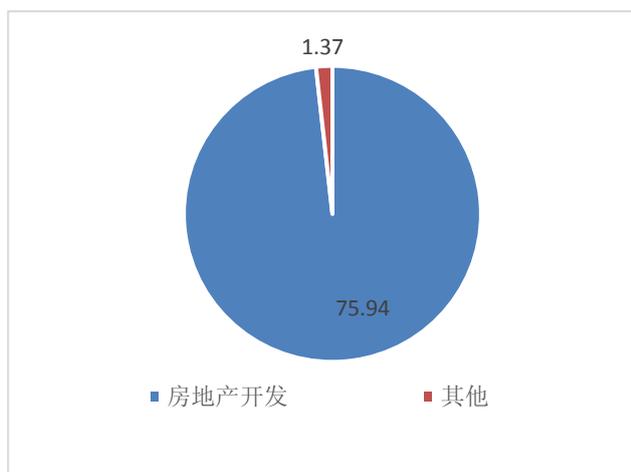
(单位: 亿元、百分比)

项目	2016H	2015H	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	18.96	23.34	-4.38	结转项目销售毛利较低
净利率 (%)	10.16	10.98	-0.82	净利润增速慢于营收增速
资产负债率 (%)	74.81	78.16	-0.15	杠杆率小幅降低
费用比率 (%)	4.10	3.52	0.58	在售项目增加, 销售力度加大
加权 ROE (%)	13.73	17.73	4.00	配股导致公司股本增加
总资产	280.94	215.53	30.35%	公司资产规模大幅增长
货币资金	54.93	19.06	188.20%	发行公司债券及配股
预收账款	52.97	28.72	84.44%	本期销售额大幅增长
一年内到期非流动负债	39.85	14.26	179.45%	负债正常到期
经营活动净现金流	21.55	-2.21	1075.11%	本期现金流入较上年增加
稀释 EPS	0.32	0.40	-20.00%	配股导致股本增加

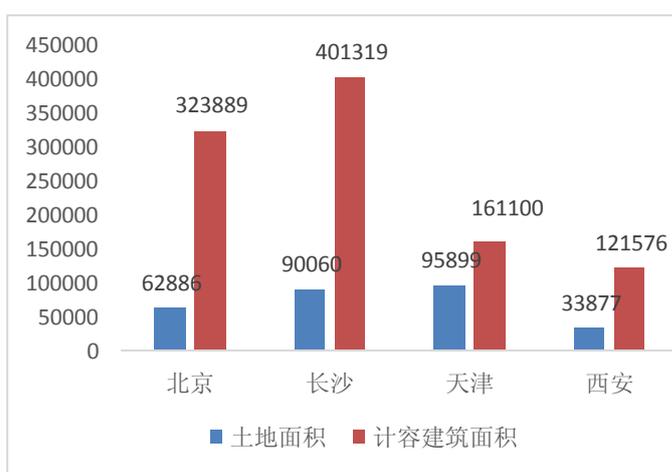
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **业务分布较为集中, 主要布局在北京、天津、西安、长沙。**2016年, 公司实现主营业务收入75.9亿元, 比去年同期增加2.06%, 主要归因于去库存房政策, 公司主营业务稳步回升。公司主要布局在北京、天津、西安、长沙、广州等城市。

**值得关注的是,**公司于报告期末通过股权收购方式购入广州大一山庄项目, 广州成为公司进入的又一新城。截至2016年, 公司拥有规划建筑面积约154.56万平的可结算资源。

**图 1: 公司 2016 年营收结构**


资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

**图 2: 2016 年公司土地储备区域分布**


资料来源: 公司 2016 年年报, 东兴证券研究所

- **公司 2016 年销售签约金额为 107.8 亿元, 同比增长 129%。**公司 2016 年销售额超 100 亿元, 同比增长 160.2%, 成功跨入百亿梯队, 销售面积 50.1 万方, 同比增加 84.9%。签约金额大增奠定了公司未来 2-3 年业绩快速增长的基础。

- **开拓融资渠道，降低成本效果显著。**报告期内，公司通过发行公司债、面向全体股东配股、发行私募类 Reits 等方式，共计募集资金约 60 亿元。公司与多家金融机构保持了良好的合作关系，在维持原有融资渠道的前提下，积极尝试新的融资方式，为公司取得了充足的资金，有力支撑了公司的长远发展和稳定经营。

**表2:公司融资渠道多样化**

	日期	期限	利率	金额
16 华远 01	2016.1	3 年	5.10%	15 亿
16 华远 02	2016.3	3 年	4.58%	10 亿
16 华远 03	2016.6	3 年	5.55%	10 亿
	日期	发行数量	配股价格	金额
配股	2016.7	528439868	3.36 元/股	17.41 亿
	日期	标的		金额
资产证券化	2017.1	盈都大厦 D 座持有型出租物业		7.36 亿

资料来源：公司 2016 年年报，东兴证券研究所

- **注重人才储备，实施股权激励计划。**公司一直探索实施持续的股权激励计划，将核心管理团队和骨干专业人员与公司利益进行深度绑定，进一步吸引、激励和保留了核心人才，确保了公司管理核心和专业核心的长期稳定，保障了公司业务长远、稳定、健康发展。

2015 年底，公司的股权激励计划得到北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会批复同意。该计划涉及的公司股票总数为 1569 万股，占公司股本总额的 0.863%。授予的激励对象为公司的董事、高级管理人员及其他核心管理和技术骨干。激励对象总人数为 44 人，占公司员工总数的 9.8%。

该计划的有效期为自授予日起七年，自授予日起 24 个月内不得行权。在满足生效条件的情况下，激励对象获授的股票期权分四批生效，且员工的个人绩效决定了其能够实际生效的股票期权数量。自授予日起 24 个月内公司不另行启动其他股权激励计划。具体安排如下：

**表3:公司长期股权激励计划**

期限	授予数	行权价格	授予条件
满 24 个月	期权总数 1/4	7.43	1. 前一财务年度的加权平均净资产收益率不低于 15% 2. 前一财务年度归母扣非净利润三年复合增长率不低于 10% 3. 前一财务年度总资产周转率不低于 35%，且不低于同行业前一财务年度总资产周转率的平均水平；
满 36 个月	期权总数 1/4	7.43	
满 48 个月	期权总数 1/4	7.43	
满 60 个月	期权总数 1/4	7.43	

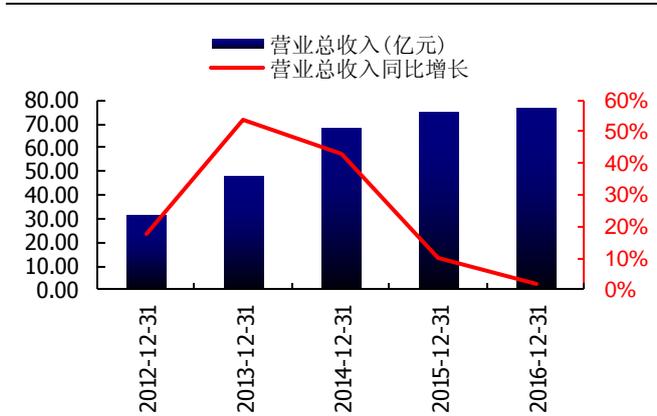
资料来源：公司 2016 年年报，东兴证券研究所

2016 年 5 月 11 日，公司审议通过了《关于向股权激励对象授予股票期权的议案》，股权激励对象由 44 人调整为 39 人，授予股票期权的总数由 1569 万份调整为 1507 万份，股票期权的行权价格为 7.43 元。考虑到明年公司第一批授予的股票期权到期，从当前时点看，公司股价仍有巨大的上涨空间。

➤ **盈利能力不输于行业龙头。**我们认为公司虽然从规模上难以与行业的龙头企业匹敌,但其盈利能力却一直保持在行业较高位的水平。从上市以来现金分红比率这一具体数据来看,公司自 2008 年开始现金分红以来,保持了比较高的分红比率;从加权 ROE 趋势分析,也基本保持了与万科、保利持平的格局,从而用事实证实了其强大的盈利能力。

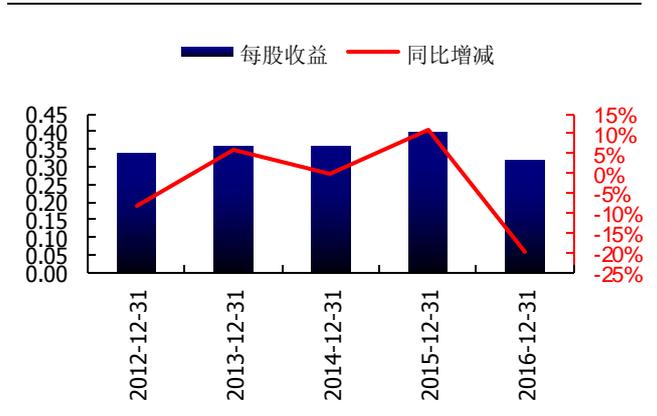
**风险提示: 项目开发风险、销售不确定性、行业政策进一步收紧**

图 3: 营业收入情况



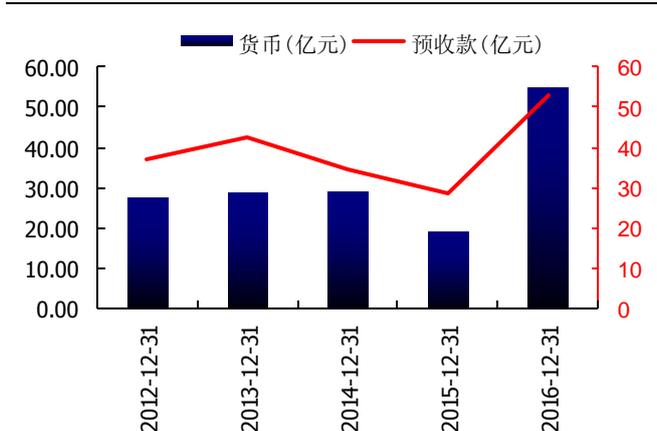
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 4: 每股收益情况



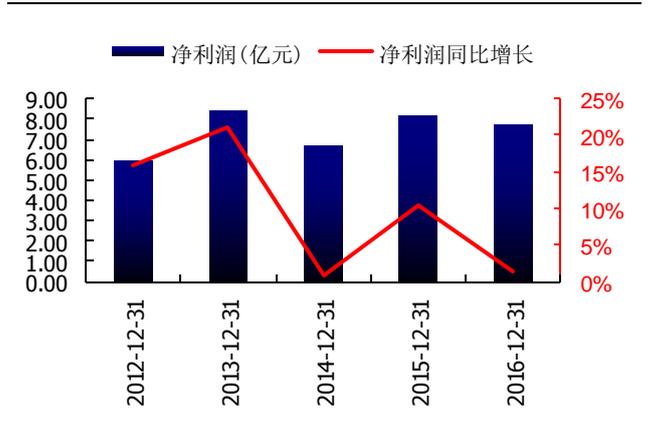
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



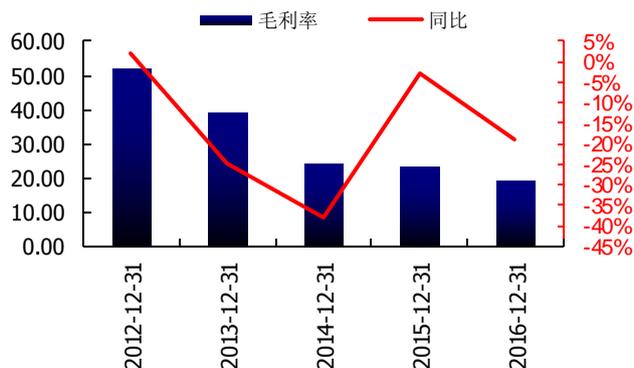
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 6: 净利润情况



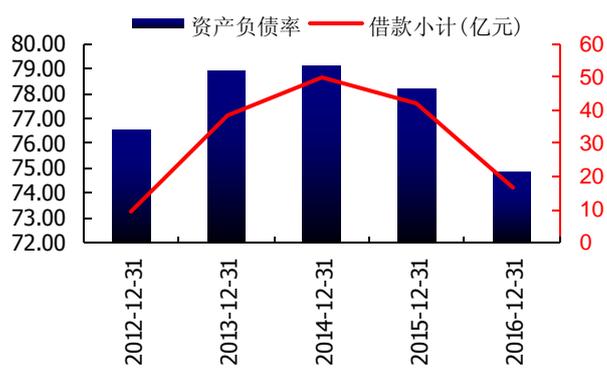
资料来源: 公司公告、东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



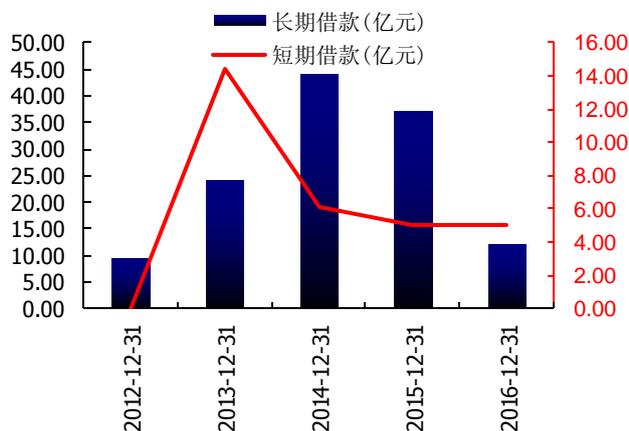
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 资产负债率情况



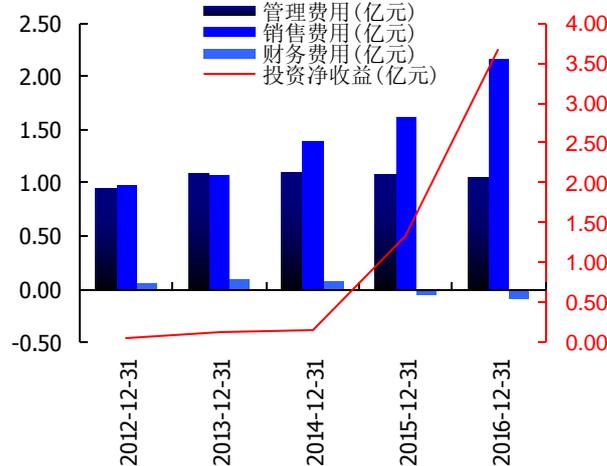
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

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:

华远自 1983 的成立以来, 历经 20 余年屹立不倒, 经历了我国房地产行业的所有大小周期, 已经用事实向行业证明了公司良好的公司治理结构和较强的业务运营能力, 我们看好公司多年如一日的高盈利能力, 看好公司新动作后面隐藏的实力提升。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 98 亿元、124 亿元和 153 亿元; 每股收益分别为 0.47 元、0.58 元和 0.80 元, 对应 PE 分别为 10.06、8.27 和 5.98。当前公司 NAV 折价约为 9%, 给予公司较好的估值支撑, 我们给予公司 6 个月目标价 6 元, 维持公司“强烈推荐”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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	20732	26838	25486	33276	39897	<b>营业收入</b>	7449	7608	9773	12385	15288
货币资金	1906	5493	2932	3716	4587	<b>营业成本</b>	5710	6166	7416	9369	11216
应收账款	111	417	134	170	209	营业税金及附加	489	442	635	805	994
其他应收款	497	1156	1485	1882	2324	营业费用	161	216	195	248	306
预付款项	163	739	591	404	179	管理费用	107	105	137	173	214
存货	17722	18312	19301	25670	30728	财务费用	-6	-9	-5	58	103
其他流动资产	331	718	1043	1435	1870	资产减值损失	11.96	-11.07	12.00	12.00	12.00
<b>非流动资产合计</b>	821	1256	1668	1653	1639	公允价值变动收益	0.11	0.14	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	90	175	175	175	175	投资净收益	132.00	365.91	200.00	200.00	200.00
固定资产	88.13	85.72	75.54	65.36	55.18	<b>营业利润</b>	1107	1066	1582	1920	2644
无形资产	45	44	40	35	31	营业外收入	11.49	12.81	13.00	13.00	13.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	8.12	9.03	10.00	10.00	10.00
<b>资产总计</b>	21553	28094	27154	34929	41535	<b>利润总额</b>	1111	1070	1585	1923	2647
<b>流动负债合计</b>	10238	13426	16955	22827	27520	所得税	293	297	441	534	736
短期借款	500	500	6078	12406	17816	<b>净利润</b>	818	773	1145	1388	1911
应付账款	1597	1614	2032	2567	3073	少数股东损益	87	32	32	35	39
预收款项	2872	5297	4515	3524	2301	归属母公司净利润	730	741	1113	1353	1873
一年内到期的非流	1426	3985	2500	2500	2500	EBITDA	1167	1121	1592	1992	2762
<b>非流动负债合计</b>	6608	7590	2867	4464	5964	<b>BPS (元)</b>	0.40	0.32	0.47	0.58	0.80
长期借款	3700	1184	2684	4184	5684	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	2877	6374	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	16845	21016	19822	27291	33484	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	330	363	395	430	469	营业收入增长	10.20%	2.14%	28.45%	26.73%	23.44%
实收资本(或股本)	1818	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	19.24%	-3.71%	48.41%	21.32%	37.76%
资本公积	40	1253	1253	1253	1253	归属于母公司净利润	50.08%	21.61%	50.08%	21.61%	38.42%
未分配利润	2253	2849	2715	2553	2328	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4377	6715	6937	7208	7582	毛利率(%)	23.34%	18.96%	24.12%	24.35%	26.64%
<b>负债和所有者权</b>	21553	28094	27154	34929	41535	净利率(%)	10.98%	10.16%	11.71%	11.21%	12.50%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	3.39%	2.64%	4.10%	3.87%	4.51%
						ROE(%)	16.69%	11.04%	16.04%	18.77%	24.70%
<b>经营活动现金流</b>	-221	2155	-1025	-6092	-4626	<b>偿债能力</b>					
净利润	818	773	1145	1388	1911	资产负债率(%)	78%	75%	73%	78%	81%
折旧摊销	65.21	63.70	0.00	14.58	14.58	流动比率	2.03	2.00	1.50	1.46	1.45
财务费用	-6	-9	-5	58	103	速动比率	0.29	0.64	0.36	0.33	0.33
应收账款减少	0	0	283	-36	-40	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-782	-991	-1223	总资产周转率	0.35	0.31	0.35	0.40	0.40
<b>投资活动现金流</b>	-656	-815	190	188	188	应收账款周转率	31	29	35	82	81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.30	4.74	5.36	5.39	5.42
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	132	366	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.32	0.47	0.58	0.80
<b>筹资活动现金流</b>	-36	2261	-1726	6688	5309	每股净现金流(最新摊薄)	-0.50	1.53	-1.09	0.33	0.37
应付债券增加	0	0	-6374	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.86	2.96	3.07	3.23
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	528	0	0	0	P/E	11.87	15.10	10.06	8.27	5.98
资本公积增加	0	1213	0	0	0	P/B	1.98	1.67	1.61	1.55	1.48
<b>现金净增加额</b>	-912	3601	-2562	784	871	EV/EBITDA	13.08	15.83	12.26	13.33	11.81

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”。

## 联系人简介

### 梁小翠

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。

## 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。