

华远地产 (600743.SH)

销售规模提升，期待区域催化

核心观点：

- 业绩规模维持稳定，毛利率有所下滑，商业地产证券化产收益

16 年公司实现营业总收入 76.08 亿元，同比增长 2.14%，实现归母净利润 7.41 亿元，同比增长 1.48%，每股收益 0.32 元，分红预案每 10 股派 1 元现金股息，分红比例 31.65%。16 年房地产业务结算毛利率下降 4.5 个百分点，华中和华北地区降幅较大。公司成功发行 7.36 亿元类 REITs 资产支持证券，投资收益贡献了 16、17 年两年利润增厚。

- 销售规模创新高，均价持续下滑，业绩储备谨慎

16 年公司签约销售金额 70.8 亿元，同比增长 88.3%，对 17 年业绩增长有较强保障。公司的房地产项目储备谨慎，北京、长沙、天津拥有待开发土地面积 27.8 万平米，规划建筑面积 100.8 万平米。公司收购广州大一山庄项目，占地面积约 15.2 万平方米，在珠三角拓展布局。

- 配股和发行公司债，融资成本持续下降

16 年公司发行 35 亿元公司债，配股募资 17.4 亿元，进一步降低融资成本，16 年公司的净负债率由 15 年的 140.1% 下降至 92.5%，良好的销售表现和稳定的土地投资，使公司的杠杆水平有所下降。综合融资成本在 16 年末下降至 5.85%，年度利息金额 7.26 亿元。

- 预计 17、18 年的业绩分别为 0.33 和 0.35 元，维持为“买入”评级。

公司目前房地产业务依旧支撑公司业绩释放，长沙以及西安的布局受到 2016 年市场热度的带动，维持相对稳定的状态。作为西城区国资委下属的两家上市公司之一，在京内的资源也将充分受益于区域政策。

- 风险提示

公司销售表现受政策影响较大，项目进度存在不确定性。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,449	7,608	8,730	10,207	11,735
增长率(%)	10.20%	2.14%	14.75%	16.92%	14.96%
EBITDA(百万元)	1002.49	700.93	819.15	928.37	1033.75
净利润(百万元)	730.50	741.32	768.57	828.43	859.78
增长率(%)	10.41%	1.48%	3.67%	7.79%	3.78%
EPS(元/股)	0.40	0.32	0.33	0.35	0.37
市盈率(P/E)	11.68	14.59	14.26	13.23	12.74
市净率(P/B)	1.94	1.63	1.46	1.32	1.19
EV/EBITDA	12.82	15.96	8.54	9.72	7.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

4.86 元

报告日期

2017-04-27

相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究：

联系人：李飞

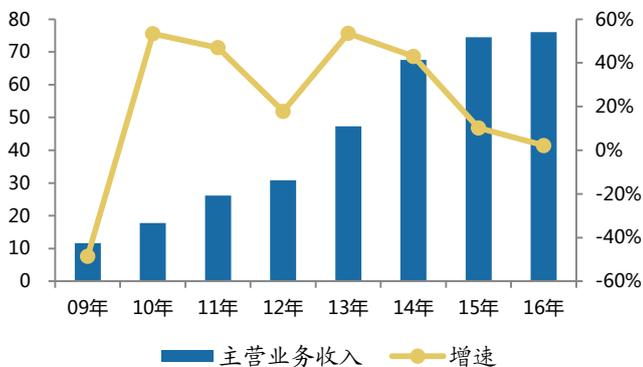
gflifei@gf.com.cn

业绩规模维持稳定

2016年全年，公司实现营业总收入76.08亿元，同比增长2.14%，实现营业利润10.66亿元，同比减少3.71%，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%，每股收益0.32元，分红预案每10股派1元现金股息，分红比例31.65%。

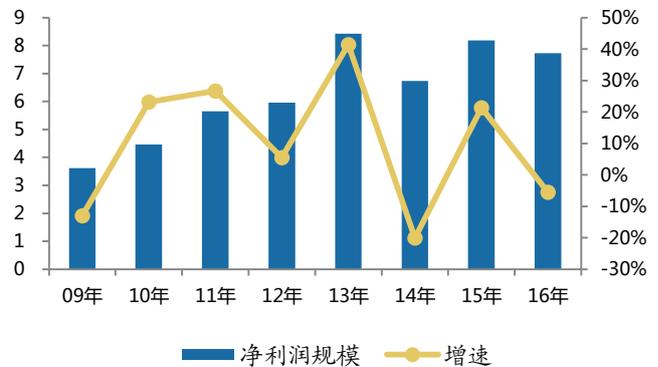
公司营业利润增速低于营业收入增速，主要由于16年房地产业务结算毛利率下降4.5个百分点所致，其中中华和华中区域的毛利率下降幅度较大，分别下降13.48%和5.31%。

图1：华远地产主营业务收入规模（亿元）及增速



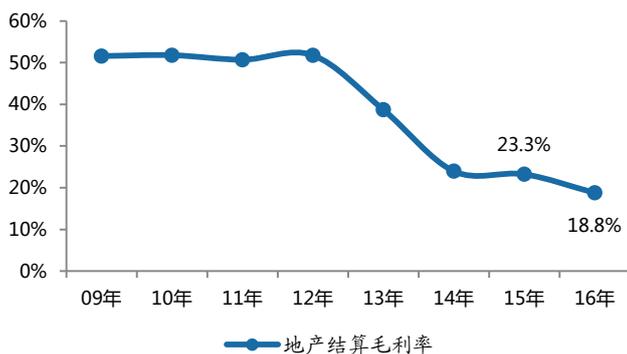
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图2：华远地产净利润规模（亿元）及增速



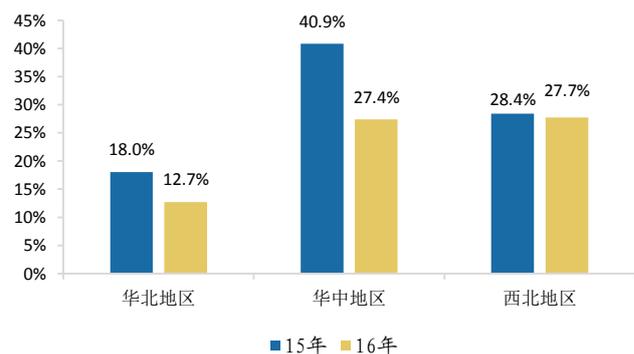
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图3：华远地产房地产业务毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图4：华远地产各区域项目毛利率变化

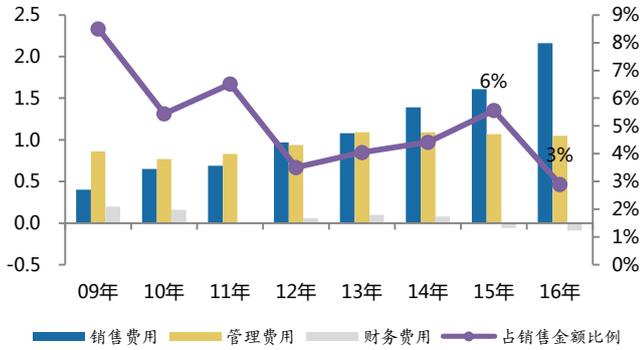


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

虽然毛利率下降使公司营业利润增速受到较大的影响，但在报告期内，公司投资收入的增长和整体费用占比的降低在一定程度上增厚了公司的利润规模。其中投资收益的增加主要来自于处置子公司华远盈都产生的收益以及理财产品收益的贡献。公司成功发行7.36亿元类REITs资产支持证券（“恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划”），用于全资子公司华远盈都股权转让和信托贷款，有利于创新资产运作模式、

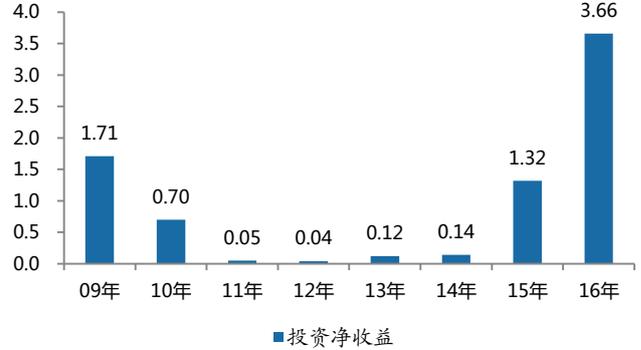
公司盘活存量资产、实现资产货币化。股权分两次转让将一次性销售收入和利润分配在两年内结转，实现16、17年两年的利润增厚。

图5：华远地产主要费用及占销售金额比例



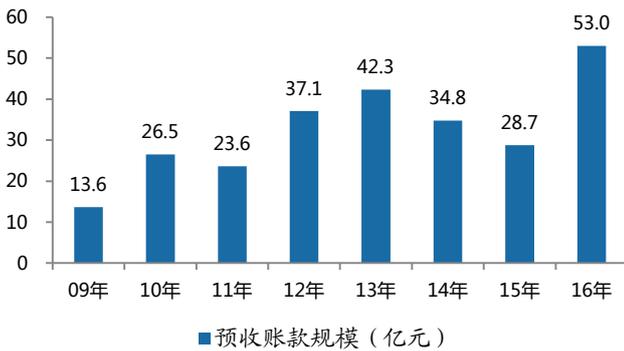
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6：华远地产投资净收益规模



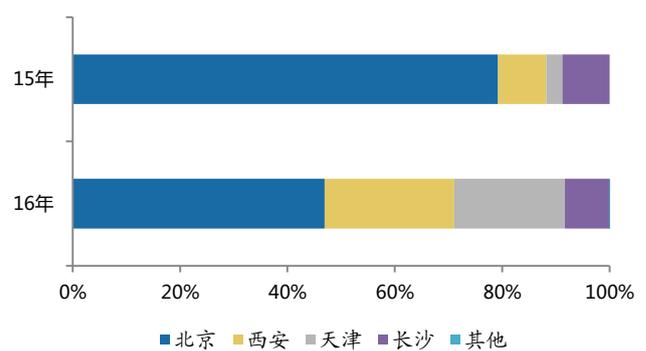
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图7：华远地产预收账款规模（亿元）



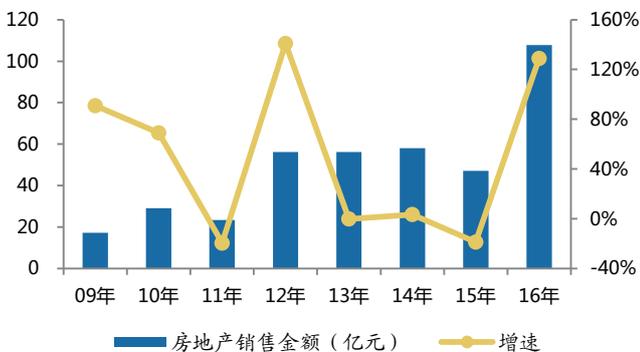
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图8：华远地产预收账款分布



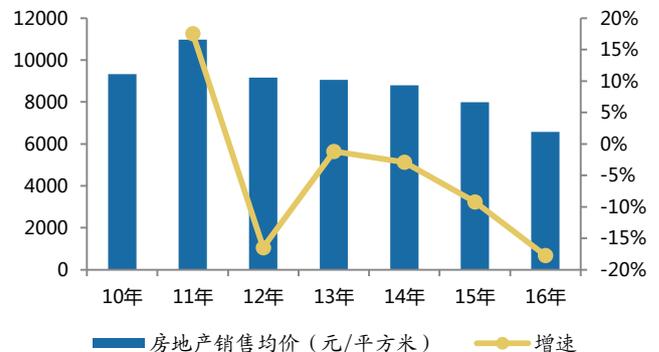
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图9：华远地产销售规模（亿元）及增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图10：华远地产销售均价变化



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

16年公司销售表现优异，实现房地产签约销售面积107.8万平方米，同比增长

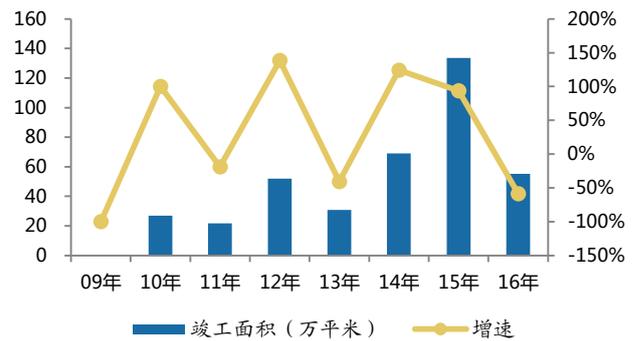
128.9%，签约销售金额70.8亿元，同比增长88.3%，对17年业绩增长有较强保障。但销售均价6567.7元/平方米，同比下降17.7%。公司的房地产项目储备较为谨慎，储备规模集中在一线城市，长沙、北京、天津拥有待开发土地面积27.8万平方米，规划建筑面积100.8万平方米，有利于保证公司销售去化水平。公司收购广州大一山庄项目，总占地面积约15.2万平方米，总建筑面积约23.8万平方米，在珠三角拓展布局。截止到16年末，公司在手预收账款规模为52.97亿元，与去年同期相比上升24.25%，从预收账款的结构来看，西安和天津的占比有所提升。

图11: 华远地产新开工面积



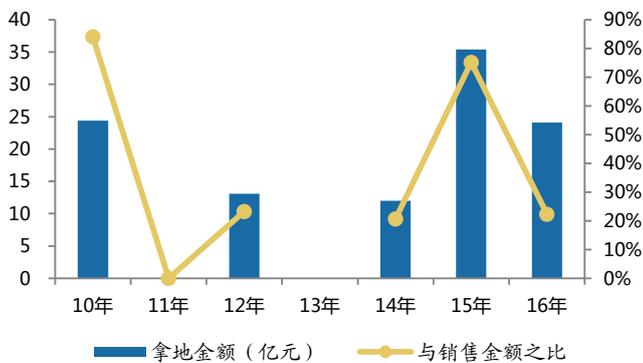
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图12: 华远地产竣工面积



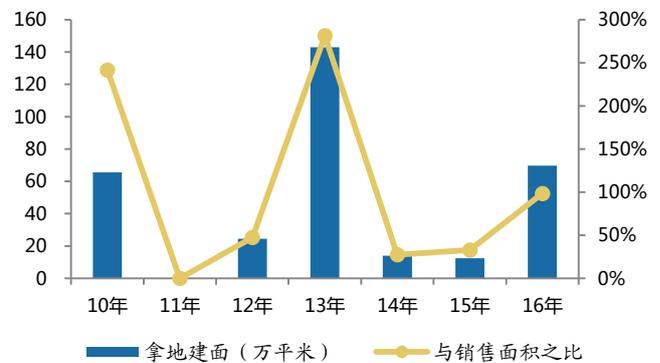
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 华远地产拿地金额及占销售金额比例



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图14: 华远地产拿地面积及占销售面积比例



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 1: 华远地产 16 年项目拓展情况

项目/土地	区域	城市等级	股权比例	项目用途	土地面积	建筑面积	总地价	楼面价
					(万平方米)	(万平方米)	(亿元)	(元/平方米)
未央区环园北路以南地块	西安	1	100%	居住用地	0.91	1.98	8.66	2676
未央区谭家村以南地块	西安	1	100%	居住用地	0.62	2.10		
未央区西安航空发动机集团有限公司地块	西安	1	100%	居住用地	2.49	10.06		
未央区环园中路以北地块代征路以东	西安	1	100%	居住用地	3.71	16.15		
未央区环园北路以南、代征路以北地块	西安	1	100%	居住用地	1.51	2.06		

地块编号: 0502010167-3	长沙	1	100%	商业	3.64	21.21	11.3045	5329.42
津滨汉(挂)2016-3号宗地	天津	1	100%	住宅	3.45	6.90	1.54	2231.88
津滨汉(挂)2016-4号宗地	天津	1	100%	居住用地	6.14	9.21	2.57	2790.44

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

16年公司实现开复工面积174.0万平方米, 同比下降41%。其中新开工10.3万平方米, 竣工55.2万平方米。公司16年拿地金额24.1亿元、拿地面积70.0万平米, 主要集中在西安、长沙、天津等城市。

再融资助推公司发展, 期权激励彰显信心

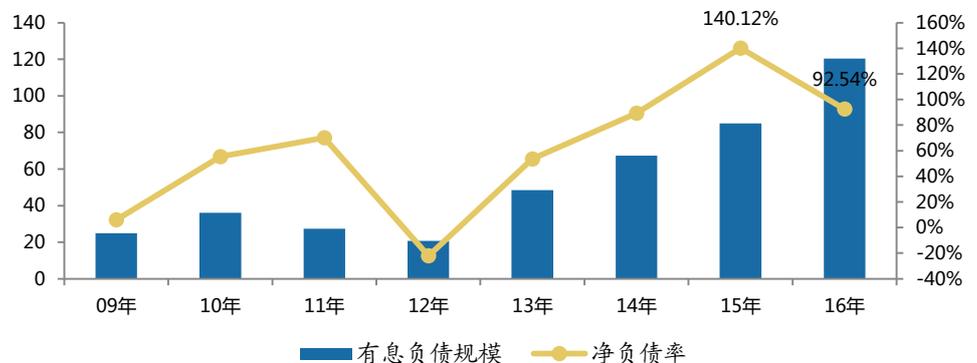
16年公司成功发行三期公司债, 融资35亿元, 新债券的发行将进一步降低公司的资金成本。16年7月公司配股募集资金17.41亿用于北京华远·华中心、北京西红门、西安华远·锦悦二等3个房地产开发项目及偿还金融机构借款, 有效配置公司现有的项目资源, 加快了优质项目的开发速度和周转速度, 有利于提高公司主营业务的整体运作效益。

表 2: 华远地产 16 年股权再融资情况

时间(起息日)	融资方式	募资净额(亿元)	期限	年利率
2016/1/12	公司债	15.00	3	5.10%
2016/3/8	公司债	10.00	3	4.58%
2016/6/2	公司债	10.00	3	5.55%
2016/7/13	配股	17.41		

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 15: 华远地产有息负债规模(亿元)及净负债率

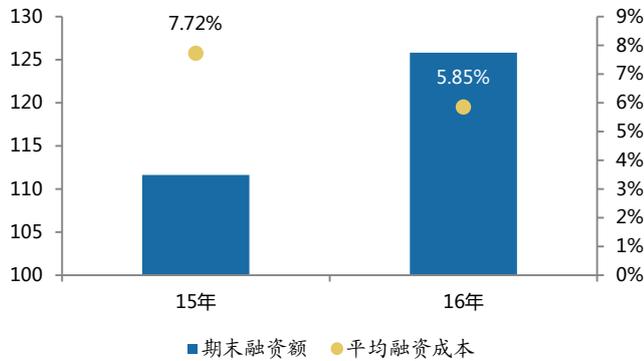


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

16年公司的净负债率由15年的140.1%下降至92.5%, 良好的销售表现和稳定的土地投资, 使公司的杠杆水平有所下降。综合融资成本在16年末达下降至5.85%, 年

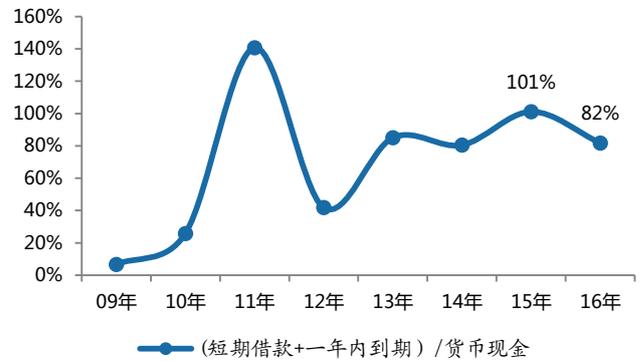
度利息金额7.26亿元。同时公司短期负债+一年内到期长期负债规模占货币现金比例由15年的101%，下降至82%，现金流安全性进一步加强。

图16: 华远地产资产融资规模及成本变化



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图17: 华远地产短债+一年内到期/货币现金



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

16年5月公司向公司部分董事、高管共39人定向发行公司股票1507万份, 首次授予的股票期权的行权价格为人民币7.43元, 发行股票占公司总股本的0.84%。

表3: 华远地产16年期权激励对象及分配情况

序号	姓名	职务	获授股票期权数量 (万份)	占本计划拟授予股票期权总量的比例	占公司股本总额的比例
1	孙秋艳	董事长	234	15.53%	0.13%
2	孙怀杰	总经理	212	14.07%	0.12%
3	焦瑞云	财务总监	89	5.91%	0.05%
4	刘康	副总经理	71	4.71%	0.04%
5	许智来	副总经理	68	4.51%	0.04%
6	李然	副总经理	63	4.18%	0.03%
7	张全亮	董事会秘书	48	3.19%	0.03%
8	其他核心管理和技术骨干 (32人)		722	47.91%	0.40%
总计 (39人)			1507	100%	0.84%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

公司目前地产业务依旧支撑公司业绩释放, 京内项目获取受阻, 但是公司在长沙以及西安的布局受到2016年市场热度的带动, 维持相对稳定的状态。作为西城区国资委下属的两家上市公司之一, 公司的发展与西城区以及北京市整体规划的推动密不可分, 在京内的资源也将充分受益于区域政策。预计17、18年的业绩分别为0.33和0.35元, 维持为“买入”评级。

风险提示

公司销售表现受政策影响较大，项目进度存在不确定性。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	20,732	26,838	28,923	31,701	35,391
货币资金	1,906	5,493	6,120	7,695	8,540
应收及预付	771	2,313	1,592	2,711	2,431
存货	17,722	18,312	20,492	20,577	23,702
其他流动资产	332	720	718	718	718
非流动资产	821	1,256	2,215	3,295	4,389
长期股权投资	90	175	455	774	1,083
固定资产	88	86	90	95	101
在建工程	0	0	18	35	52
无形资产	92	91	91	91	91
其他长期资产	550	905	1,561	2,300	3,062
资产总计	21,553	28,094	31,138	34,996	39,780
流动负债	10,238	13,426	20,228	23,131	26,052
短期借款	500	500	1,413	581	1,153
应付及预收	8,312	8,941	18,460	21,666	24,019
其他流动负债	1,426	3,985	355	884	880
非流动负债	6,608	7,590	3,032	3,076	3,985
长期借款	3,700	1,184	2,948	2,935	3,783
应付债券	2,877	6,374	0	0	0
其他非流动负债	30	33	84	142	201
负债合计	16,845	21,016	23,260	26,207	30,036
股本	1,818	2,346	2,346	2,346	2,346
资本公积	40	1,253	1,407	1,572	1,744
留存收益	2,520	3,116	3,730	4,393	5,081
归属母公司股东权	4,377	6,715	7,483	8,312	9,171
少数股东权益	330	363	395	477	573
负债和股东权益	21,553	28,094	31,138	34,996	39,780

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,449	7,608	8,730	10,207	11,735
营业成本	5,710	6,166	6,984	8,166	9,505
营业税金及附加	489	442	585	684	744
销售费用	161	216	240	284	294
管理费用	107	105	120	155	168
财务费用	-6	-9	22	20	10
资产减值损失	12	-11	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	132	366	350	364	309
营业利润	1,107	1,066	1,106	1,253	1,313
营业外收入	11	13	0	0	0
营业外支出	8	9	0	0	0
利润总额	1,111	1,070	1,106	1,253	1,313
所得税	293	297	305	343	358
净利润	818	773	801	910	955
少数股东损益	87	32	32	82	96
归属母公司净利润	730	741	769	828	860
EBITDA	1,002	701	819	928	1,034
EPS (元)	0.40	0.32	0.33	0.35	0.37

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-221	2,155	1,969	2,256	-134
净利润	818	773	801	910	955
折旧摊销	21	21	18	10	10
营运资金变动	-3,198	-1,503	8,059	2,003	-492
其它	2,138	2,863	-6,909	-667	-607
投资活动现金流	-656	-815	-49	-78	-110
资本支出	-3	-85	-33	-33	-34
投资变动	3,168	1,360	-17	-45	-76
其他	-3,820	-2,090	0	0	0
筹资活动现金流	-36	2,261	-1,292	-603	1,089
银行借款	5,742	3,428	3,532	1,452	2,882
债券融资	-4,682	-2,011	-4,485	-1,768	-1,465
股权融资	0	1,777	0	0	0
其他	-1,096	-932	-340	-287	-328
现金净增加额	-912	3,601	627	1,575	845
期初现金余额	2,695	1,783	5,384	6,010	7,585
期末现金余额	1,783	5,384	6,010	7,585	8,430

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.2%	2.1%	14.7%	16.9%	15.0%
营业利润增长	19.2%	-3.7%	3.7%	13.3%	4.8%
归属母公司净利润增长	10.4%	1.5%	3.7%	7.8%	3.8%
获利能力(%)					
毛利率	23.3%	19.0%	20.0%	20.0%	19.0%
净利率	11.0%	10.2%	9.2%	8.9%	8.1%
ROE	16.7%	11.0%	10.3%	10.0%	9.4%
ROIC	6.4%	3.6%	9.5%	13.7%	12.1%
偿债能力					
资产负债率(%)	78.2%	74.8%	74.7%	74.9%	75.5%
净负债比率	140.1%	92.5%	-17.8%	-37.5%	-28.0%
流动比率	2.03	2.00	1.43	1.37	1.36
速动比率	0.28	0.58	0.42	0.44	0.43
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.31	0.29	0.31	0.31
应收账款周转率	30.83	28.82	20.46	22.71	24.62
存货周转率	0.34	0.34	0.36	0.40	0.43
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.32	0.33	0.35	0.37
每股经营现金流	-0.12	0.92	0.84	0.96	-0.06
每股净资产	2.41	2.86	3.19	3.54	3.91
估值比率					
P/E	11.7	14.6	14.3	13.2	12.7
P/B	1.9	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.8	16.0	8.5	9.7	7.5

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 金山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 李飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。