



## 西城国资平台 有望受益多事件驱动

——华远地产（600743）2017 半年报点评

2017 年 08 月 29 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	分析师	执业证书编号: S1480517070004
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

### 事件:

公司日前发布 2017 半年报, 报告期内, 公司实现营业收入 38.28 亿元, 同比下降 3.36%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3.01 亿元, 同比增长 23.41%, 基本每股收益为 0.128 元/股, 同比下降 4.48%。公司实现开复工面积 132.8 万平方米, 同比下降 19%。其中新开工 13.9 万平方米, 竣工 62.7 万平方米。完成销售签约额 42.9 亿元, 同比增长 20%, 完成销售签约面积 38.5 万平方米, 同比增长 57.2%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 (百万元)	4242.79	625.85	3334.75	623.77	3024.04	349.26	3478.38
增长率 (%)	71.85%	24.26%	97.90%	-38.70%	-28.73%	-44.19%	4.31%
毛利率 (%)	22.05%	32.15%	14.71%	29.70%	18.70%	26.91%	21.69%
期间费用率 (%)	1.67%	12.20%	2.12%	11.56%	3.07%	26.08%	3.51%
营业利润率 (%)	16.47%	11.85%	8.50%	17.05%	19.91%	28.74%	12.37%
净利润 (百万元)	529.00	41.60	218.75	119.67	393.30	84.83	296.85
增长率 (%)	40.57%	71.07%	123.77%	-28.24%	-25.65%	103.91%	35.70%
每股盈利 (季度, 元)	0.24	0.02	0.11	0.05	0.17	0.03	0.09
资产负债率 (%)	78.16%	80.95%	79.81%	75.13%	74.81%	76.55%	75.68%
净资产收益率 (%)	11.24%	0.88%	4.54%	1.79%	5.56%	1.19%	4.14%
总资产收益率 (%)	2.45%	0.17%	0.92%	0.45%	1.40%	0.28%	1.01%

### 观点:

- 营业收入基本持平, 净利润稳步上涨。报告期内, 公司实现营业收入38.28亿元, 同比下降3.36%, 实现归属于上市公司股东的净利润3.01亿元, 同比增长23.41%, 基本每股收益为0.128元/股, 同比下降4.48%。报告期内公司在各个城市的开发项目进展顺利, 已完工、在建和拟建项目均按计划推进, 因此营业收入小幅下降但基本持平, 净利润实现稳步增长的原因是去年保障房结算面积较多, 今年结算项目毛利水平显著提升。

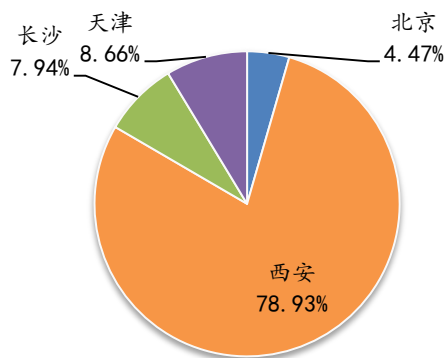
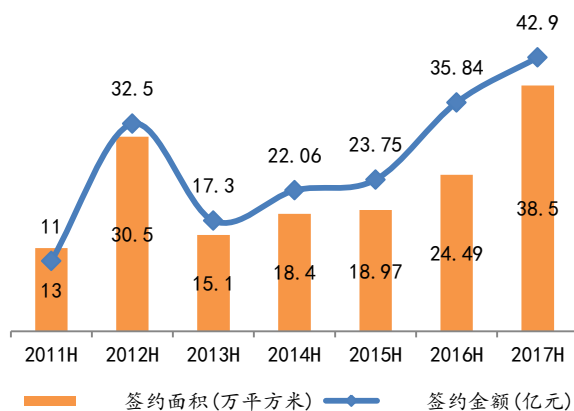
**表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析**

(单位: 亿元、百分比)

项目	2017H	2016H	变动比率	原因分析
净利润	3.01	2.44	23.36%	结转项目毛利较高
营业收入	38.28	39.61	-3.36%	基本持平
资产负债率 (%)	75.68	79.81	-5.17%	杠杆率小幅降低
费用比率 (%)	5.57	3.71	50.13%	财务费用和管理费用大幅增加
加权 ROE (%)	4.39	5.43	-19.15%	配股导致公司股本增加
总资产	294.9	238.89	23.45%	公司积极做大做强
货币资金	60.77	27.06	124.58%	银行贷款增加以及销售回款
预收账款	56.2	19.93	181.99%	销售回款大幅增加
一年内到期非流动负债	30.62	12.49	145.16%	长期借款正常到期
经营活动净现金流	4.77	-17.73	126.90%	销售回款与拿地基本实现平衡
稀释 EPS	0.13	0.13	0.00%	基本与去年持平

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **销售业绩稳步上涨, 业务分布集中。**报告期内公司完成销售签约额 42.9 亿元, 同比增长 20%; 完成销售签约面积 38.5 万平方米, 同比增长 57.2%。销售业绩良好, 奠定了公司未来 2-3 年营收增长的基础。公司销售签约面积较为集中, 主要分布在北京、天津、西安和长沙四大城市, 而四大城市中西安销售面积占比近 80%, 是上半年销售额的重要贡献区域, 体现了公司多元化城市布局的成效。今年下半年公司在广州的大一山庄项目将开盘销售, 届时公司的销售收入将首次增加来自广州的收入。

**图 1: 近 7 年公司销售业绩稳步上涨**
**图 2: 上半年销售面积地区分布**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **拿地谨慎, 四大区域布局成型。**报告期内公司新增取得但尚未开工项目计容建面 15.15 万平方米, 截至报告期末, 公司已取得但尚未开工的项目计容建面积为 87.86 万平方米。公司在过去几年对拿地呈谨慎的态度, 总体上仍在对原有的储备面积进行消化, 但得益此轮行情, 长沙、西安土储很大一部分完成去库存, 为了保障公司未来销售的可持续性, 预期今年下半年公司会加大拿地力度。

值得一提的是, 2016 年年底公司以股权收购方式购入广州大一山庄项目成功进军华南, 加上早已布局的华中、华东、西部区域, 公司四大区域布局成型, 当前公司的土地储备主要分布在这四大区域中的主要

城市北京、天津、西安、长沙和广州，直接体现了公司以北京为核心，辐射京津冀、珠三角、长三角、中西部“四大区域，五大城市”的城市战略布局。值得关注的是，公司将并购方式拿地做为另一重要获取土地储备的渠道，得益于公司在并购管理团队的人才和资源优势，公司土储有望在短期内迅速扩张。

图 3: 公司近五年拿地谨慎

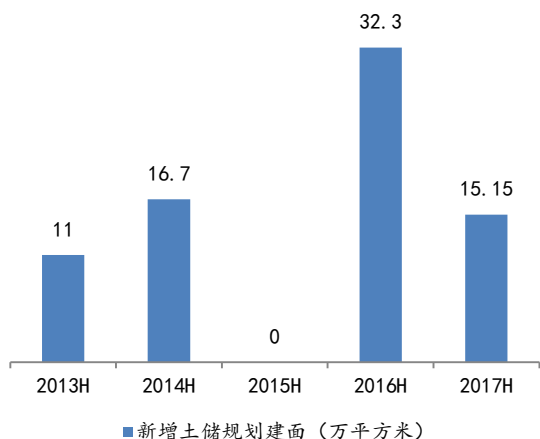
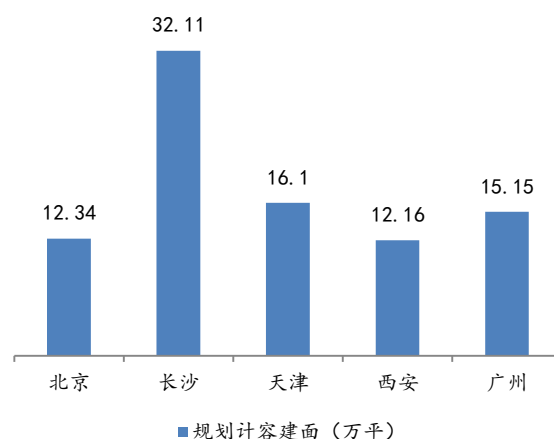


图 4: 公司土地储备地区分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 实行多元化战略，未来转型为城市服务商。未来公司将深化落地“1+N”战略，将依托于传统的住宅业务优势，开发产业链上下游创新性业务比如教育、医疗、金融等，对用户的需求进行更深层次的挖掘，努力从传统的房地产开发商向综合服务提供商进行转变。在商业地产领域，公司将提高商业资产的比例，自持更多的商业项目。6月12日，公司与大悦城地产签署战略合作协议，合作开发华远石景山综合体项目，此次合作标志着华远商业迈向了一个崭新的阶段。8月18日，由公司持有、凯悦酒店集团管理的酒店资产长沙君悦酒店开始运营，这是公司持有的首家国际品牌酒店，其开业运营，意味着公司多元化战略布局的深化。
- 公司资信良好，再融资助力发展。良好的企业信誉保障公司能够持续、稳定地从银行、信托、基金、证券市场等多渠道融资，为公司的良好运营与发展提供了强有力的资金保障。去年年底，公司以所持有的盈都大厦D座持有型出租物业为标的进行资产证券化，最终于2017年1月完成相关资产支持专项证券发行工作，发行总规模7.36亿元，这是北京市国资委下属企业在国内发行的第一单类REITs产品，同时还是中证机构间报价系统内发行的第一单类REITs产品，充分显现出了公司资本运作能力，拉开公司轻资产运营模式的序幕。

表2: 公司再融资情况

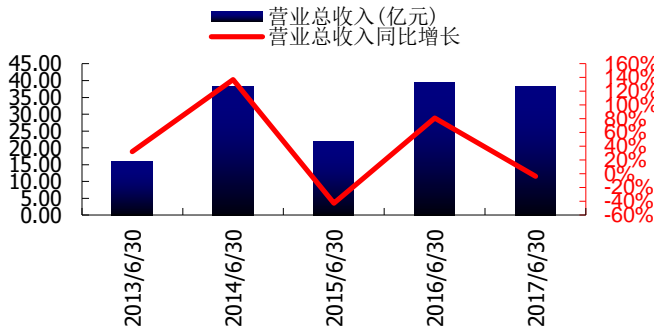
日期	标的	金额
2017.1	盈都大厦D座持有型出租物业	7.36亿

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 激励机制灵活。公司作为北京市第一家也是唯一一家实施高管股权激励的国企，极大的体现了西城区国资委对于公司经营管理大力支持的态度，也集中的体现了公司市场化运营的灵活性。我们认为，公司依托于西城区国资委的支持，未来有望受益于棚改、国企改革和“中央特区”等事件的落地。

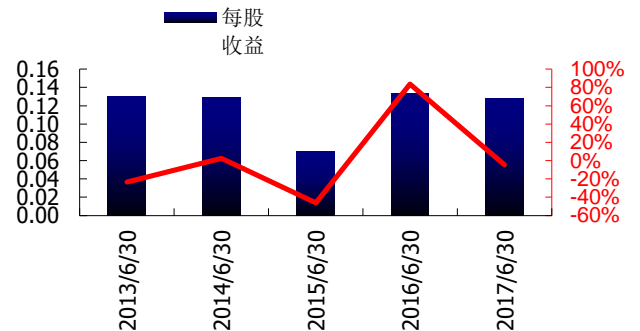
风险提示: 政策风险、项目开发风险、销售风险、财务风险

图 5: 营业收入情况



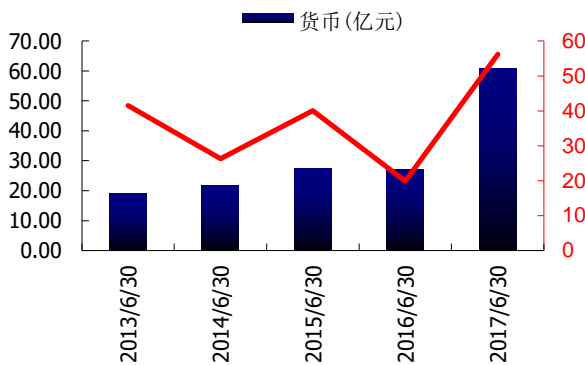
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 每股收益情况



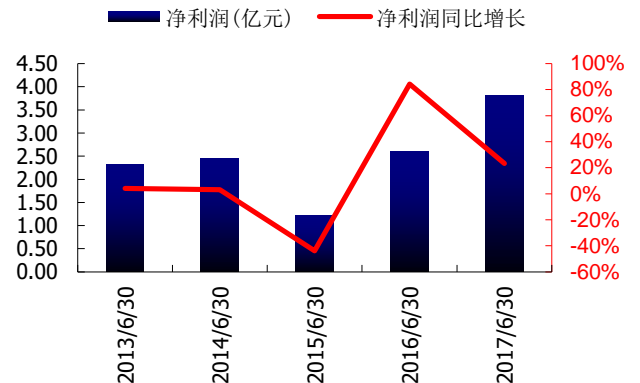
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 货币和预收款情况



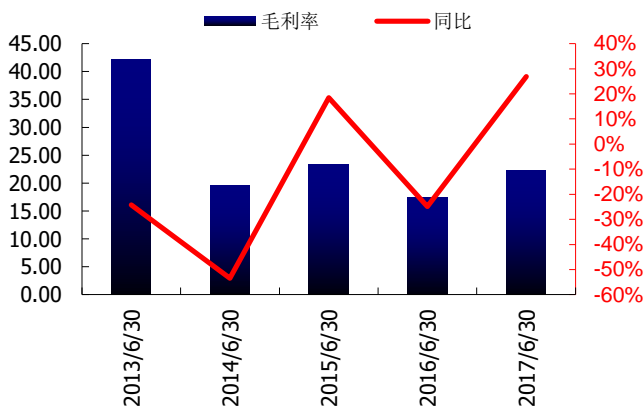
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 净利润情况



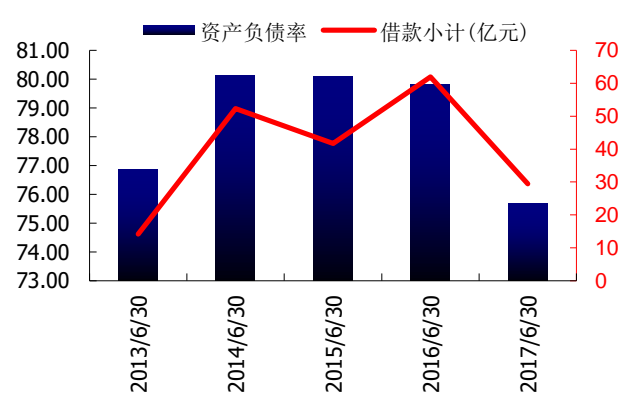
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 销售毛利率情况

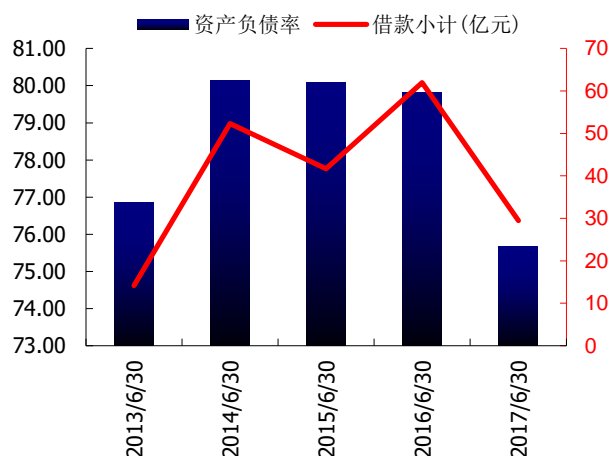


资料来源: 公司公告, 东兴证券

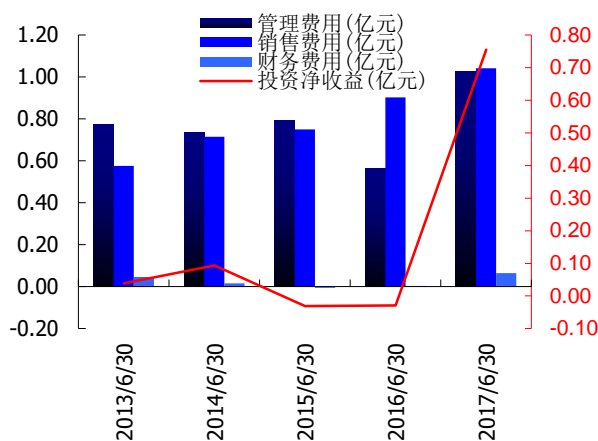
图 10: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

**图 11: 贷款情况**


资料来源: 公司公告、东兴证券整理

**图 12: 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 1992 年成立以来, 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 95 亿元、117 亿元和 141 亿元; 每股收益分别为 0.47 元、0.61 元和 0.78 元, 对应 PE 分别为 10.17、7.81 和 6.12。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	27193	34610	42350	<b>营业收入</b>	7449	7608	9469	11716	14110
货币资金	1906	5493	4734	5858	7055	<b>营业成本</b>	5710	6166	7185	8746	10351
应收账款	111	417	130	160	193	营业税金及附加	489	442	559	691	833
其他应收款	497	1156	1439	1781	2145	营业费用	161	216	208	258	310
预付款项	163	739	596	421	214	管理费用	107	105	133	164	198
存货	17722	18312	17716	21565	25524	财务费用	-6	-9	7	15	23
其他流动资产	331	718	2578	4825	7220	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	1565	2029	2583
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	28861	36263	43989	<b>利润总额</b>	1111	1070	1568	2032	2586
<b>流动负债合计</b>	10238	13426	21164	29148	37470	所得税	293	297	436	565	719
短期借款	500	500	10326	18819	27830	<b>净利润</b>	818	773	1132	1467	1867
应付账款	1597	1614	1968	2396	2836	少数股东损益	87	32	32	35	39
预收款项	2872	5297	4540	3602	2474	归属母公司净利润	730	741	1100	1432	1828
一年内到期的非流	1426	3985	2500	2500	2500	EBITDA	1167	1121	1587	2060	2621
<b>非流动负债合计</b>	6608	7590	367	-537	-1537	<b>EPS (元)</b>	0.40	0.32	0.47	0.61	0.78
长期借款	3700	1184	184	-817	-1817	<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	21531	28611	35933	<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%	24.45%	23.73%	20.44%
实收资本(或股本)	1818	2346	2346	2346	2346	营业利润增长	19.24%	-3.71%	46.79%	29.68%	27.28%
资本公积	40	1253	1253	1253	1253	归属于母公司净利润	48.39%	30.20%	48.39%	30.20%	27.66%
未分配利润	2253	2849	2717	2545	2326	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	4377	6715	6935	7221	7587	毛利率(%)	23.34%	18.96%	24.12%	25.35%	26.64%
<b>负债和所有者权</b>	21553	28094	28861	36263	43989	净利率(%)	10.98%	10.16%	11.96%	12.53%	13.23%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	3.39%	2.64%	3.81%	3.95%	4.16%
						ROE(%)	16.69%	11.04%	15.86%	19.83%	24.10%
<b>经营活动现金流</b>	-221	2155	-969	-5396	-5515	<b>偿债能力</b>					
净利润	818	773	1132	1467	1867	资产负债率(%)	78%	75%	75%	79%	82%
折旧摊销	65.21	63.70	0.00	14.58	14.58	流动比率	2.03	2.00	1.28	1.19	1.13
财务费用	-6	-9	7	15	23	速动比率	0.29	0.64	0.45	0.45	0.45
应收账款减少	0	0	288	-31	-33	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	-757	-937	-1129	总资产周转率	0.35	0.31	0.33	0.36	0.35
<b>投资活动现金流</b>	-656	-815	190	188	188	应收账款周转率	31	29	35	81	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.30	4.74	5.29	5.37	5.39
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	0.61	0.78
<b>筹资活动现金流</b>	-36	2261	20	6332	6524	每股净现金流(最新)	-0.50	1.53	-0.32	0.48	0.51
应付债券增加	0	0	-6374	0	0	每股净资产(最新摊)	2.41	2.86	2.96	3.08	3.23
长期借款增加	0	0	-1000	-1000	-1000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	528	0	0	0	P/E	11.87	15.10	10.17	7.81	6.12
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	-759	1123	1197	EV/EBITDA	13.08	15.83	12.27	12.54	12.46

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。央视财经频道嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。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”。

### 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。