

华发股份(600325)

报告日期: 2023年03月22日

## 聚焦华东深耕细作, 行业地位日新月异

### ——华发股份 2022 年年度报告点评

#### 事件

2023年3月20日公司公布2022年年度报告。

#### 投资要点

##### □ 经营韧性彰显, 业绩触底待回升

2022年公司营业收入591.9亿元, 同比+15.51%。净利润47.26亿元, 同比+1.06%。归母净利润25.78亿元, 同比-19.31%。每股收益1.12元/股, 同比-16.42%。截止2022年底, 公司账面合同负债803.2亿元, 同比+27.8%, 合同负债/营业收入比为1.4倍。截至2022年底, 公司预收楼款达871.64亿元, 较年初增长27.99%, 待结算资源充沛。我们认为, 归母净利润有所下降主要因为1) 行业基本面下行导致毛利率降低, 公司房地产业务毛利率20.3%, 同比下降5.4%; 2) 公司少数股东损益占比提升, 同比增加13.8%至45.5%; 3) 公司计提减值金额增加, 2022年计提减值8.4亿元, 较2021年0.9亿元减值金额提升7.5亿元。我们认为, 截止2022年底公司可结算资源充沛, 预收款的快速增长铺垫了营收基础, 2023年有望实现收入持续增长。

##### □ 战略聚焦效果显现, 华东区域成为新的销售增长极

2022年公司销售额为1202.4亿元, 同比-1.35%, 销售面积400.9亿元, 同比-14.48%, 销售均价29993元/平, 同比+15.35%。2022年公司完成1200亿元的销售目标, 销售额位列克而瑞中国房地产企业销售榜第18位, 较2021年提升14位, 行业地位进一步提升。2022年公司实现回款金额722.67亿元, 同比增长2.16%。公司在华东大区全年完成销售779.09亿元, 销售占比64.79%, 成为公司业绩“压舱石”; 在珠海大区全年完成销售181.09亿元, 销售占比15.06%, 稳居珠海龙头地位。我们认为, 公司在行业下行期体现出了较强的销售韧性, 公司通畅的销售得益于在华东区域销售市场表现优秀, 2022年公司在华东区域的销售额同比+40.8%, 占比由45.38%提升至64.79%, 同比+19.41%。结合毛利率来看, 2022年公司在华东及华中区域的毛利率同比提升3.88%。结合公司土储情况来看, 公司重仓华东区域核心城市上海, 2022年公司在上海权益拿地金额为219.09亿元, 位列上海权益拿地金额榜单第一名。我们认为, 公司持续重仓华东区域效果显现, 2022年区域内销售金额快速增长, 且毛利率同步增加, 华东区域通畅的销售与积极的补货已形成良性循环, 华东区域有望成为公司业绩新的增长极。

##### □ 融资成本稳中有降, 多样化融资助力扩大经营杠杆

2022年公司“三道红线”指标保持绿档, 持续优化融资结构, 公司全年公开发行境内债券超160亿元, 且成为首批启动向特定对象发行A股股票工作的房地产公司之一, 拟募集资金60亿元。截至2022年底, 公司有息负债1455.53亿元, 长期负债占比81.92%, 平均融资成本为5.76%, 同比下降0.04%。我们认为, 公司具备多样化的融资能力, 稳健的经营状况及良好的债务结构促使公司有能力扩大经营杠杆。

##### □ 投资建议

我们认为, 公司经营具备经营韧性, 2023年业绩增长可期。战略重仓华东区域

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨凡  
执业证书号: S1230521120001  
yangfan02@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥10.42
总市值(百万元)	22,060.82
总股本(百万股)	2,117.16

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《年初销售领跑百强, 逆势扩储效果显著》2023.03.04
- 《经营韧性显现, 布局战略清晰》2022.10.29
- 《战略重仓上海, 抢占市场修复先机》2022.10.12

效果显著，行业地位持续提升，销售排名冲进 TOP20，多样化的融资能力助力公司扩大经营杠杆。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 30.8、35.8、37.9 亿元，对应 EPS 为 1.45、1.69、1.79 元每股。我们认为公司销售逆势增长，有望在行业下行周期中率先恢复，给予公司 2023 年 10 倍 PE 估值，对应目标价 14.5 元，维持“买入”评级。

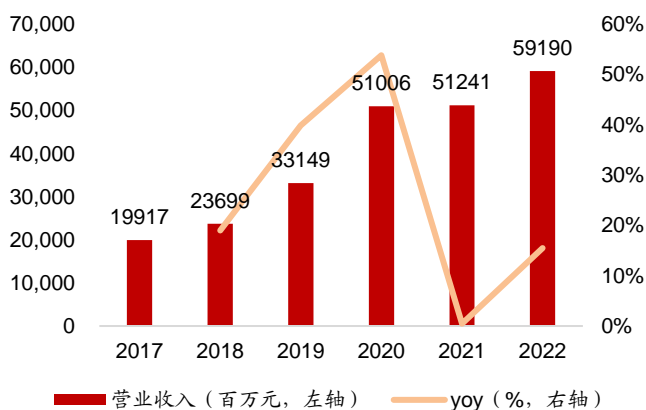
□ **风险提示：**政策转暖力度不及预期，开发资金到位不及预期。

## 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	59,190	64,595	71,467	75,041
(+/-) (%)	15.51%	9.13%	10.64%	5.00%
归母净利润	2,578	3,076	3,583	3,789
(+/-) (%)	-19.31%	19.32%	16.50%	5.73%
每股收益(元)	1.22	1.45	1.69	1.79
P/E	8.56	7.17	6.16	5.82

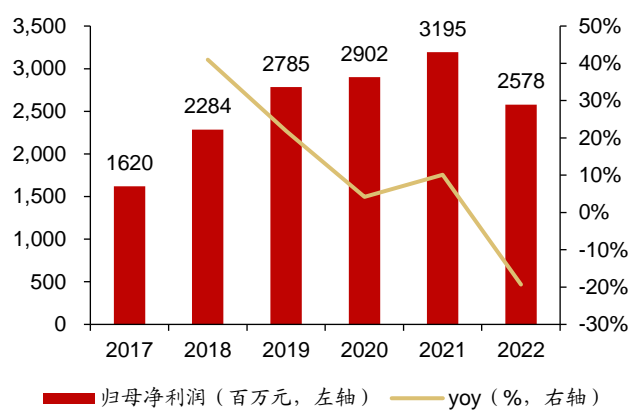
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图1：2017-2022 年华发股份营业收入



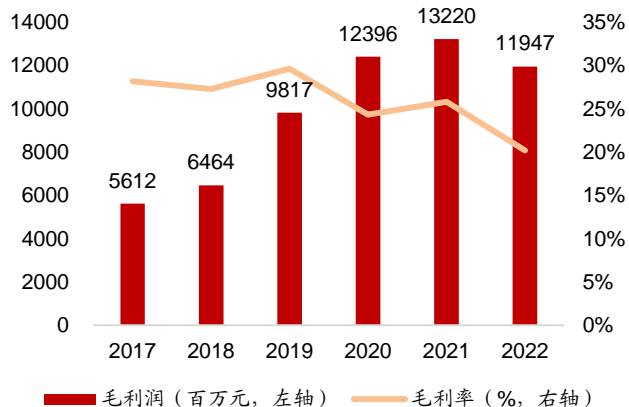
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图2：2017-2022 年华发股份归母净利润



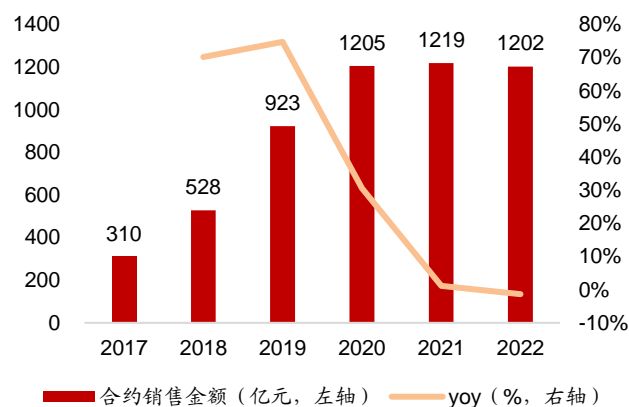
资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图3：2017-2022 年华发股份毛利润及毛利率



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

图4：2017-2022 年华发股份合约销售金额



资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所

表1: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元/港元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000002.SZ	万科 A	1,776	1.94	2.03	2.17	2.33	8.11	7.75	7.25	6.75
600048.SH	保利发展	1,696	2.29	-	2.19	2.41	6.19	-	6.48	5.89
0123.HK	越秀地产	349	1.16	-	1.42	1.58	8.47	-	6.92	6.21
001979.SZ	招商蛇口	1,044	1.16	-	1.11	1.44	10.12	-	12.13	9.39
	均值						7.59	7.75	8.19	7.06
600325.SH	华发股份	221	1.51	1.22	1.45	1.69	6.90	8.56	7.17	6.16

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 收盘价截止至 2023 年 3 月 21 日, 除华发股份为浙商证券预测外, 其余可比公司 EPS 为 Wind 一致预期

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>350,880</b>	<b>362,213</b>	<b>373,225</b>	<b>371,991</b>
现金	52,832	54,038	59,090	60,721
交易性金融资产	44	44	44	44
应收账款	887	914	1,079	1,014
其它应收款	1,391	1,751	1,716	1,929
预付账款	3,422	3,831	3,956	4,035
存货	243,544	252,872	258,577	255,484
其他	48,760	48,762	48,763	48,764
<b>非流动资产</b>	<b>51,811</b>	<b>61,985</b>	<b>72,087</b>	<b>81,695</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	25,217	30,848	36,353	41,313
固定资产	2,892	2,897	2,892	2,877
无形资产	494	522	547	569
在建工程	588	688	788	888
其他	22,619	27,030	31,508	36,049
<b>资产总计</b>	<b>402,691</b>	<b>424,198</b>	<b>445,313</b>	<b>453,686</b>
<b>流动负债</b>	<b>173,763</b>	<b>188,628</b>	<b>202,327</b>	<b>204,011</b>
短期借款	35	1,035	2,035	3,035
应付款项	34,032	38,616	41,914	39,346
预收账款	499	517	572	600
其他	139,197	148,460	157,806	161,030
<b>非流动负债</b>	<b>119,479</b>	<b>121,479</b>	<b>123,479</b>	<b>124,479</b>
长期借款	82,584	82,584	82,584	82,584
其他	36,894	38,894	40,894	41,894
<b>负债合计</b>	<b>293,242</b>	<b>310,106</b>	<b>325,805</b>	<b>328,490</b>
少数股东权益	89,707	92,223	95,155	98,255
归属母公司股东权益	19,743	21,869	24,352	26,941
<b>负债和股东权益</b>	<b>402,691</b>	<b>424,198</b>	<b>445,313</b>	<b>453,686</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>38,344</b>	<b>9,922</b>	<b>13,820</b>	<b>10,993</b>
净利润	4,726	5,593	6,515	6,889
折旧摊销	458	336	389	396
财务费用	618	1,648	1,708	1,761
投资损失	(1,510)	(1,292)	(1,429)	(1,501)
营运资金变动	33,622	3,538	6,638	3,450
其它	430	99	(1)	(2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(46,530)</b>	<b>(9,117)</b>	<b>(8,961)</b>	<b>(8,401)</b>
资本支出	(30,705)	(817)	(990)	(746)
长期投资	(3,742)	(9,641)	(9,450)	(9,206)
其他	(12,082)	1,342	1,479	1,551
<b>筹资活动现金流</b>	<b>11,001</b>	<b>402</b>	<b>192</b>	<b>(961)</b>
短期借款	(996)	1,000	1,000	1,000
长期借款	5,415	0	0	0
其他	6,582	(598)	(808)	(1,961)
<b>现金净增加额</b>	<b>2,818</b>	<b>1,207</b>	<b>5,051</b>	<b>1,631</b>

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>59,190</b>	<b>64,595</b>	<b>71,467</b>	<b>75,041</b>
营业成本	47,243	51,081	56,512	59,338
营业税金及附加	2,610	2,842	2,859	3,002
营业费用	1,900	2,067	2,287	2,401
管理费用	1,758	1,938	2,144	2,251
研发费用	108	110	121	128
财务费用	229	327	327	279
资产减值损失	(760)	(200)	(100)	(100)
公允价值变动损益	173	50	50	50
投资净收益	1,538	1,292	1,429	1,501
其他经营收益	35	33	40	40
<b>营业利润</b>	<b>6,249</b>	<b>7,407</b>	<b>8,637</b>	<b>9,135</b>
营业外收支	34	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>6,283</b>	<b>7,457</b>	<b>8,687</b>	<b>9,185</b>
所得税	1,557	1,864	2,172	2,296
<b>净利润</b>	<b>4,726</b>	<b>5,593</b>	<b>6,515</b>	<b>6,889</b>
少数股东损益	2,148	2,517	2,932	3,100
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,578</b>	<b>3,076</b>	<b>3,583</b>	<b>3,789</b>
EBITDA	5,224	6,927	7,973	8,357
EPS (最新摊薄)	1.22	1.45	1.69	1.79

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	15.51%	9.13%	10.64%	5.00%
营业利润增长率	-10.24%	18.53%	16.61%	5.76%
归属于母公司净利润	-19.31%	19.32%	16.50%	5.73%
<b>获利能力</b>				
毛利率	20.18%	20.92%	20.93%	20.93%
净利率	4.36%	4.76%	5.01%	5.05%
ROE	13.06%	14.07%	14.72%	14.06%
ROIC	1.48%	1.98%	2.21%	2.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	72.82%	73.10%	73.16%	72.40%
净负债比率	267.92%	271.80%	272.62%	262.38%
流动比率	2.02	1.92	1.84	1.82
速动比率	0.32	0.30	0.31	0.31
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.16	0.16	0.16	0.17
应收账款周转率	97.68	72.00	72.00	72.00
应付账款周转率	1.46	1.44	1.44	1.50
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.22	1.45	1.69	1.79
每股经营现金流(最	18.11	4.69	6.53	5.19
每股净资产(最新摊	9.33	10.33	11.50	12.73
<b>估值比率</b>				
P/E	8.56	7.17	6.16	5.82
P/B	1.12	1.01	0.91	0.82
EV/EBITDA	18.87	14.91	12.69	12.16

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>