

华发股份(600325.SH)

珠海国资优质房企，稳中有进未来可期

推荐（首次）

股价：11.28元

主要数据

| | |
|-------------|--------------------|
| 行业 | 房地产 |
| 公司网址 | www.cnhuafas.com |
| 大股东/持股 | 珠海华发集团有限公司/24.20% |
| 实际控制人 | 珠海市人民政府国有资产监督管理委员会 |
| 总股本(百万股) | 2,117 |
| 流通A股(百万股) | 2,117 |
| 流通B/H股(百万股) | |
| 总市值(亿元) | 239 |
| 流通A股市值(亿元) | 239 |
| 每股净资产(元) | 8.44 |
| 资产负债率(%) | 72.8 |

行情走势图



证券分析师

| | |
|-----|--|
| 杨侃 | 投资咨询资格编号 S1060514080002 BQV514 YANGKAN034@pingan.com.cn |
| 郑茜文 | 投资咨询资格编号 S1060520090003 ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn |



平安观点：

- **珠海国资优质房企，业绩稳健经营提速：**华发股份组建于1992年，前身创始于1980年，为承接珠海华发集团房产开发板块平台公司，实际控制人为珠海市国资委。2012年起全面实施“立足珠海，布局全国，开拓海外”战略，已进驻全国近50个重要城市，形成“4+1”全国性战略布局。2022年营收591.9亿元，同比增长15.5%，归母净利润25.8亿元，同比下降19.3%，行业调整之下仍取得稳健业绩表现。2022年销售金额1202.4亿元，排名逆势升至行业十八；2023Q1房地产企稳复苏背景下，销售金额同比大增111.9%，排名进一步升至第八。
- **核心城市积极补货，优质储备夯实发展潜力：**公司深度优化债务结构，短期负债占比降至18.1%，抢抓销售回款，积极把握融资机会，作为绿档房企融资成本趋势下行。稳健财务及强劲融资能力保障投资灵活性，2022年拿地销售金额比39%、拿地销售面积比50%，高于50强房企，拿地利润率呈现改善。持续向核心城市聚集，2022年上海、杭州、成都拿地金额占比56.4%、19.5%、7.6%；2023年先后在成都、杭州、上海获取地块，继续在核心城市补充货源。2022年末在建及储备面积1771万平方米，华东、华南、华中占比81.2%，一二线占比近半，土地储备量足质优。
- **控股股东实力雄厚，全方位支持赋能明显：**控股股东华发集团为珠海最大综合型国有企业集团，聚焦“科技、城市、金融”三大产业集群，发展水平稳居中国地市级国企前列。华发集团主要通过资源共享、合作公司增资、股权认购等方式支持公司发展，其中2020-2021年通过旗下子公司累计向华发股份合作平台增资300亿元；2008年、2015年累计认购公司股权融资18.7亿元；2022年底再次承诺将认购公司定向增发不超过30亿元。考虑集团雄厚综合实力，仍有望持续为公司经营发展保驾护航。

- **投资建议：**公司作为珠海国资龙头房企，销售排名升至行业前列，经营

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 51,241 | 59,190 | 68,003 | 73,532 | 80,885 |
| YOY(%) | 0.5 | 15.5 | 14.9 | 8.1 | 10.0 |
| 净利润(百万元) | 3,195 | 2,578 | 2,703 | 2,943 | 3,487 |
| YOY(%) | 10.1 | -19.3 | 4.9 | 8.9 | 18.5 |
| 毛利率(%) | 25.8 | 20.2 | 18.7 | 19.4 | 21.8 |
| 净利率(%) | 6.2 | 4.4 | 4.0 | 4.0 | 4.3 |
| ROE(%) | 15.3 | 13.1 | 12.5 | 12.5 | 13.4 |
| EPS(摊薄/元) | 1.51 | 1.22 | 1.28 | 1.39 | 1.65 |
| P/E(倍) | 7.5 | 9.3 | 8.8 | 8.1 | 6.8 |
| P/B(倍) | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |

业绩大幅优于同行，核心城市积极补货，优质储备夯实发展潜力，股东方实力雄厚，有望持续为公司发展保驾护航。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.28 元、1.39 元、1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 8.8 倍、8.1 倍、6.8 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：**1) 楼市修复不及预期风险；2) 核心地块竞争热度居高不下风险：全国楼市总量下台阶背景下，向核心区域核心城市聚集已成中长期趋势，若核心城市核心地块竞争加剧，将导致公司拿地难度提升，并可能带来拿地利润空间收窄、拿地权益比例进一步降低风险；3) 合作项目风险：公司合作项目较多，可能存在合作带来的效率降低、资金等风险，同时由于合作引发的结转结构变化，可能导致投资收益、少数股东损益波动超出预期风险；4) 政策支持力度不及预期风险。

正文目录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 一、 珠海国资龙头房企，经营业绩优于大市 | 5 |
| 1.1 背靠珠海国资委，立足珠海面向全国 | 5 |
| 1.2 构筑“1+3”发展格局，业绩稳健经营提速 | 6 |
| 二、 核心城市积极补货，优质储备夯实发展潜力 | 8 |
| 2.1 财务稳健积极融资，逆周期增储弯道超车 | 8 |
| 2.2 资产质量持续优化，土地储备量足质优 | 11 |
| 三、 控股股东实力雄厚，全方位支持赋能明显 | 12 |
| 3.1 控股股东聚焦三大产业集群，发展水平稳居地市级国企前列 | 12 |
| 3.2 最大限度保障经营自由，多轮注资增强经营活力 | 14 |
| 四、 盈利预测与投资建议 | 16 |
| 五、 风险提示 | 17 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1 华发股份发展历程 | 5 |
| 图表 2 华发股份 2022 年末股权结构 | 6 |
| 图表 3 华发股份销售金额结构 | 6 |
| 图表 4 华发股份 2022 年收入结构 | 6 |
| 图表 5 华发股份历年收入结构 | 7 |
| 图表 6 华发股份“优+产品”体系四大价值观 | 7 |
| 图表 7 华发 6+1“优+产品”体系 | 7 |
| 图表 8 华发股份营业收入及增速 | 8 |
| 图表 9 华发股份归母净利润及增速 | 8 |
| 图表 10 华发股份 2023Q1 销售额同比增长 112% | 8 |
| 图表 11 华发股份销售排名持续上升 | 8 |
| 图表 12 华发股份销售回款进一步提升 | 9 |
| 图表 13 华发股份短期负债占比降低 | 9 |
| 图表 14 华发股份三条红线延续“绿档” | 9 |
| 图表 15 华发股份存量融资成本趋势下行 | 9 |
| 图表 16 华发股份 2022 年拿地销售金额比高于 50 强 | 10 |
| 图表 17 华发股份 2022 年拿地销售面积比高于 50 强 | 10 |
| 图表 18 华发股份 2022 年高溢价成交地块盈利能力测算 | 10 |
| 图表 19 华发股份 2022 年拿地面积城市分布 | 11 |
| 图表 20 华发股份 2022 年拿地金额城市分布 | 11 |
| 图表 21 华发股份在建及储备项目情况 | 11 |
| 图表 22 华发股份 2022 年末在建及储备面积区域分布 | 12 |
| 图表 23 华发股份 2022 年末在建及储备面积城级分布 | 12 |
| 图表 24 华发股份 2022 年末在建及储备面积前五城市 | 12 |
| 图表 25 华发集团“科技、城市、金融”三大产业集群内涵 | 13 |
| 图表 26 华发集团 3A 信用主体集群 | 13 |
| 图表 27 华发集团上市公司集群 | 13 |
| 图表 28 华发集团总资产及增速 | 14 |
| 图表 29 华发集团净资产及增速 | 14 |
| 图表 30 华发集团避免同业竞争承诺 | 14 |
| 图表 31 珠海市海川地产有限公司四次增资情况（万元） | 15 |
| 图表 32 华发集团参与华发股份股权融资情况 | 16 |
| 图表 33 公司盈利预测 | 16 |
| 图表 34 可比公司估值 | 17 |

一、 珠海国资龙头房企，经营业绩优于大市

1.1 背靠珠海国资委，立足珠海面向全国

珠海华发实业股份有限公司（简称：华发股份，股票代码：600325）组建于1992年，前身创始于1980年，为承接华发集团房地产开发板块平台公司；2004年成功在上海证券交易所挂牌上市，2017年起连续五年跻身《财富》“中国500强”榜单；销售规模持续扩张，金额排名位居行业第八。

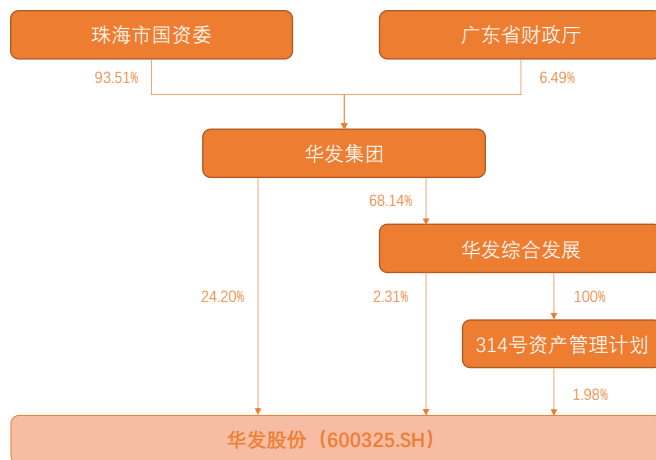
图表1 华发股份发展历程



资料来源：公司官网，平安证券研究所

华发股份控股股东为珠海华发集团有限公司，实际控制人为珠海市国资委。截至2022年底，华发集团通过直接及间接持股方式控制公司28.49%股权。

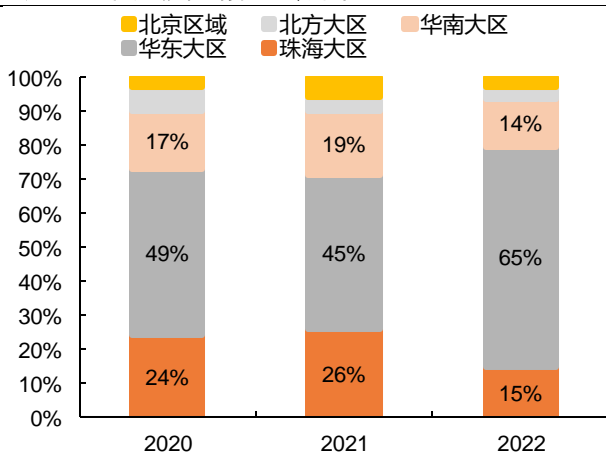
图表2 华发股份 2022 年末股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司自 2012 年起全面实施“立足珠海，布局全国，开拓海外”发展战略，已进驻全国近 50 个重要城市，形成珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区及北京区域的“4+1”全国性战略布局。2022 年大本营珠海大区销售额贡献 15%，销售规模稳居珠海龙头地位；华东大区销售额贡献 65%，成为公司业绩“压舱石”。

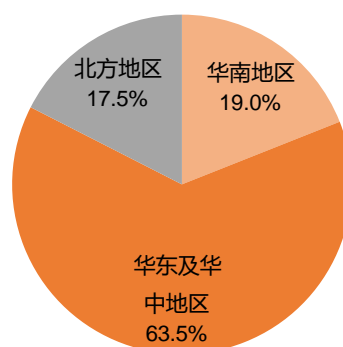
图表3 华发股份销售金额结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2021 年 3 月华发股份将原北京公司调整为北京区域，将原华东与华中区域合并为华东大区，将原北方与山东区域合并为北方大区

图表4 华发股份 2022 年收入结构

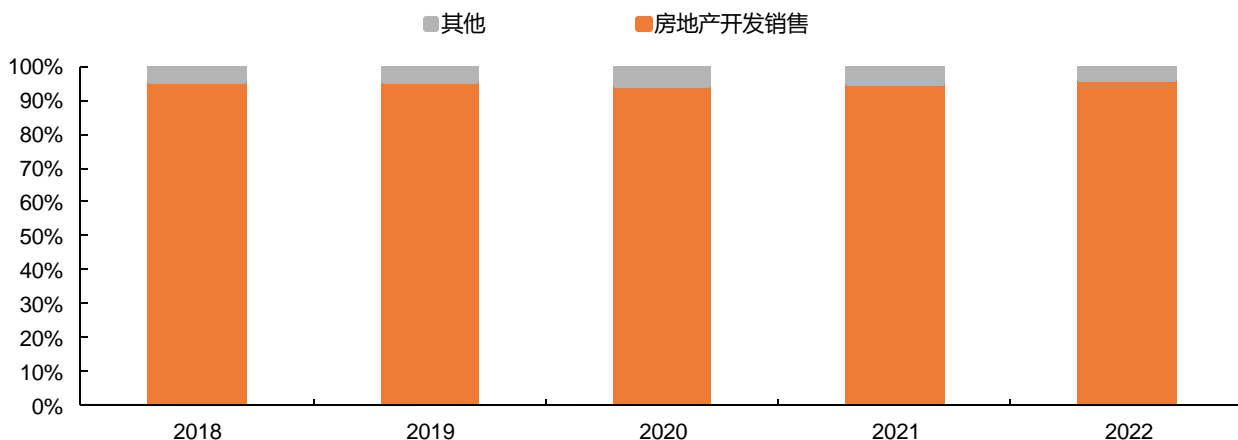


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 构筑“1+3”发展格局，业绩稳健经营提速

房地产开发销售为主，商业运营、物业管理、上下游产业链形成良性互补。公司以房地产开发销售为主，在深耕房产开发主业同时，积极推动产业多元化；随着 2023 年 1 月华发物业并入，形成以住宅为主，商业运营、物业管理、其他业务（上下游产业链）为支撑的“1+3”发展新格局。2022 年房地产开发销售实现收入 567.8 亿元，占比 95.9%，其他业务实现收入 24.1 亿元，占比 4.1%。2022 年商业地产累计进驻 16 个重点城市，全国化布局不断推进；上下游产业链稳步发展，营销公司数字化营销成效显著、更新公司多个旧改项目取得进展、华实中建成成功打入中国香港市场、优生活公司三条产品线及三条业务线全国化落地。

图表5 华发股份历年收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

依托“优+产品”体系打造宜居精品，形成五大系列满足各类需求。华发股份坚持以产品品质为核心，依托“优+产品”体系打造宜居精品。自2015年问世以来，经四次迭代更新，“优+产品”体系已完成从1.0至5.0版本升级。基于“优+产品”体系四大价值观，以及6+1标准招式，公司打造五大产品系列——TOP系、府系、四季系、城市系、未来系，以满足不同人群居住需求。

图表6 华发股份“优+产品”体系四大价值观

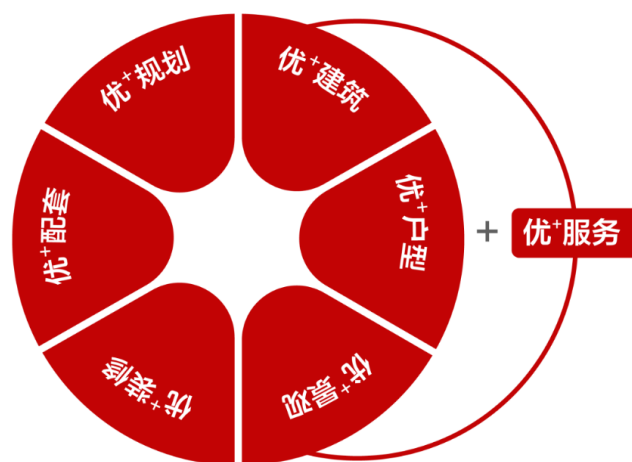
四大价值观



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 华发6+1“优+产品”体系

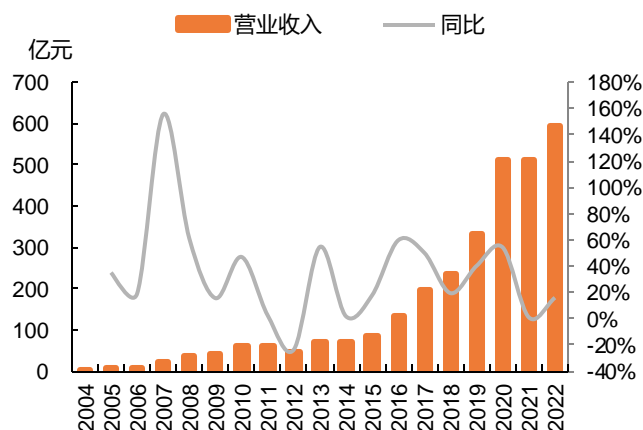
6+1 优+产品体系



资料来源：公司公告，平安证券研究所

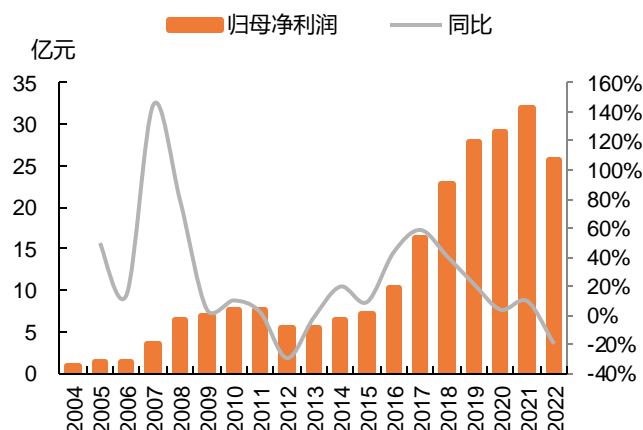
收入利润优于行业，销售排名持续提升。2022年受行业调整等复杂外部环境影响，绝大部分房企销售下滑、经营业绩受挫。公司攻坚克难，坚持把销售作为核心要务，加速资金回笼，输出平稳业绩。2022年营业收入591.9亿元，同比增长15.5%，归母净利润25.8亿元，同比下降19.3%，降幅远低于同行；全年销售金额1202.4亿元，同比微降1.4%，销售排名逆势升至行业第18名。2023年初房地产复苏企稳背景下，公司受益优质储备与积极推货表现更优，一季度销售金额同比大增111.9%，增速远超行业，销售排名进一步升至行业第8名。

图表8 华发股份营业收入及增速



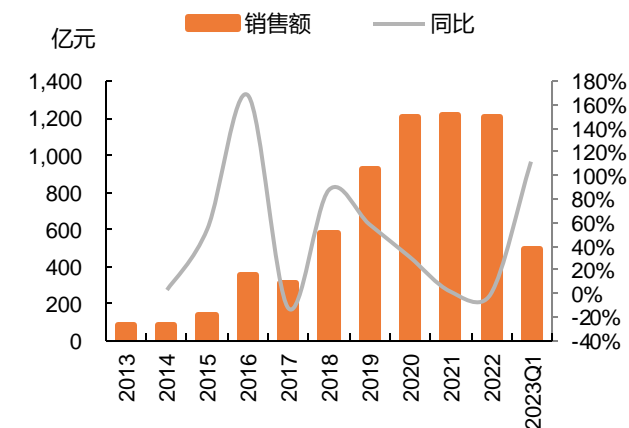
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 华发股份归母净利润及增速



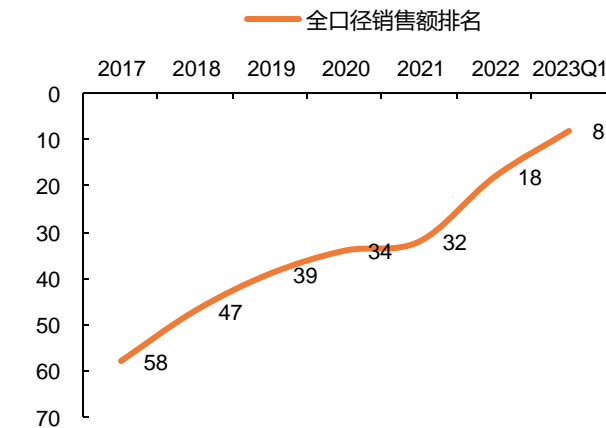
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 华发股份 2023Q1 销售额同比增长 112%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表11 华发股份销售排名持续上升



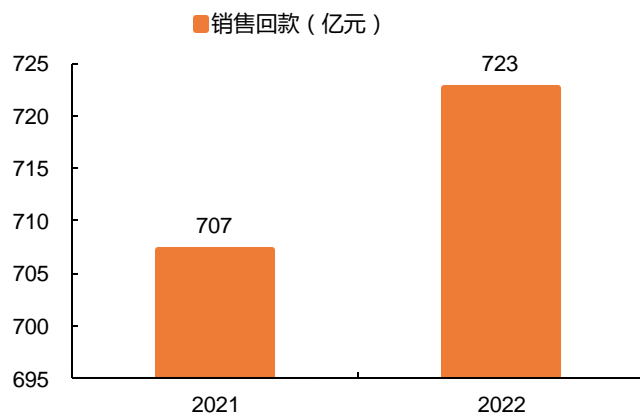
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、核心城市积极补货，优质储备夯实发展潜力

2.1 财务稳健积极融资，逆周期增储弯道超车

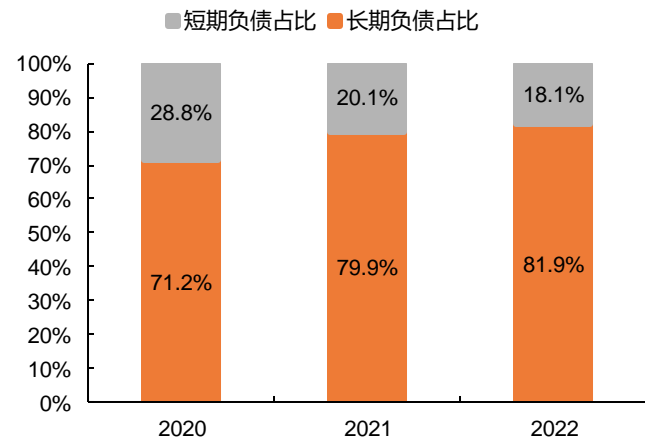
不断提高资金运作水平，深度优化债务期限结构。2022年在行业资金端承压、房企间融资分化背景下，公司抢抓销售回款，年回款金额 723 亿元，同比进一步提升；积极把握融资机会，公开发行业内债券超 160 亿元，成功进入租赁住房类 REITs 百亿储架规模队列，成为首批启动向特定对象发行 A 股股票工作的房地产公司之一，定增拟募集资金 60 亿元，已收到上交所首轮问询。2022 年末公司平均融资成本 5.76%，同比下降 4BP，“三条红线”稳居绿档；深度优化债务结构，短期负债占比降至 18.1%，财务安全性进一步提升。稳健财务水平及强劲融资能力，奠定灵活增储基础，有利于公司有效把握投资机遇，逆势换仓助力高质量发展。

图表12 华发股份销售回款进一步提升



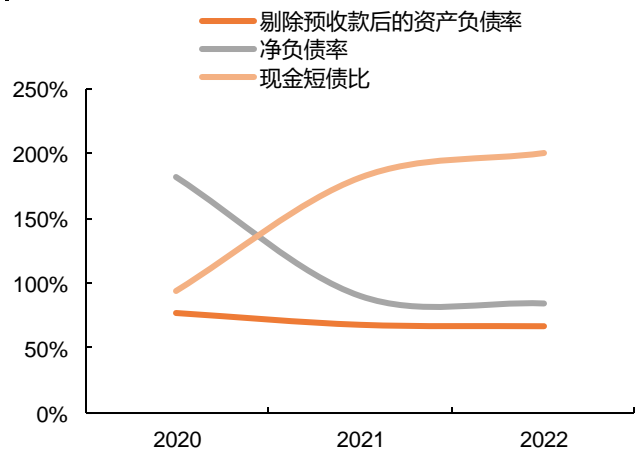
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 华发股份短期负债占比降低



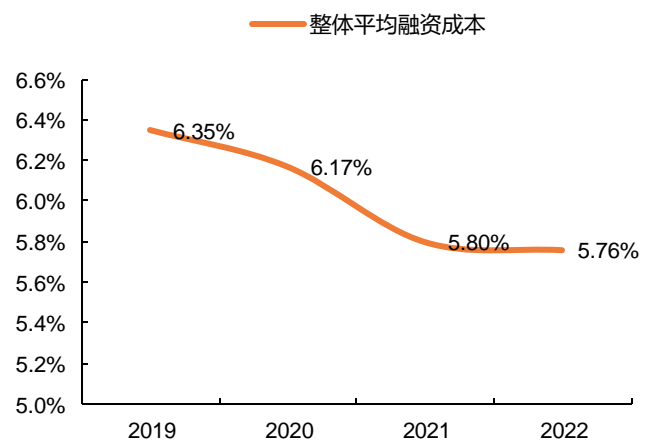
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 华发股份三条红线延续“绿档”



资料来源：公司公告，平安证券研究所

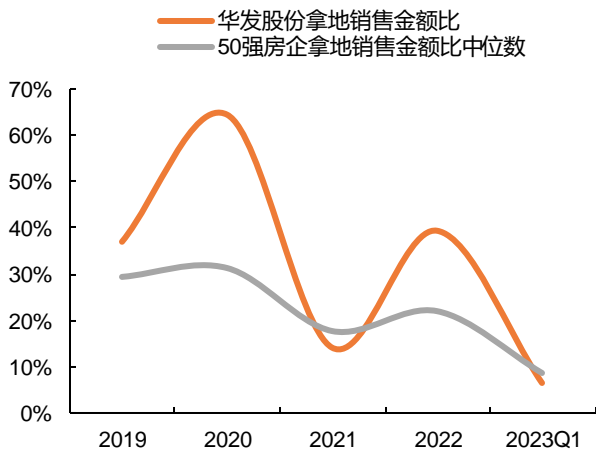
图表15 华发股份存量融资成本趋势下行



资料来源：公司公告，平安证券研究所

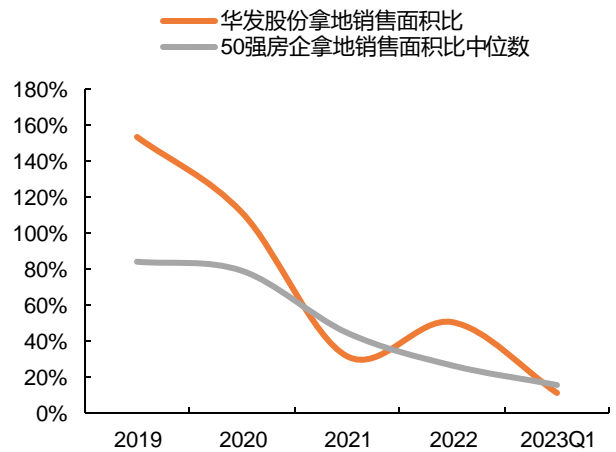
精准掌控投资节奏，强力把握增储机遇。公司在 2019-2020 年楼市较好阶段维持较高投资强度，2021 年拿地利润空间收缩下保持定力。2022 年受销售、融资承压影响，房企普遍以稳经营、保交付为主要目标，土地市场大幅调整。公司凭借资金优势，成功获取多个优质项目，拿地销售金额比 39%、拿地销售面积比 50%，高于 50 强房企。2023 年公司先后在成都、杭州、上海获取 3 宗地块，总地价 50.8 亿元，继续在核心城市补充货源。

图表16 华发股份2022年拿地销售金额比高于50强



资料来源：公司公告，中指，平安证券研究所

图表17 华发股份2022年拿地销售面积比高于50强



资料来源：公司公告，中指，平安证券研究所

得益于供地条件放宽及土拍热度降温，公司近年拿地利润率有所改善。2022年成交地块中过半地块底价成交或以协议方式取得，整体成交地块平均溢价率4.3%，较2021年（7%）明显下降。以高溢价成交地块为样本进行估算，测算平均毛利率24%，高于2022年结算毛利率（20.2%），为后续结算业绩释放提供支撑。

图表18 华发股份2022年高溢价成交地块盈利能力测算

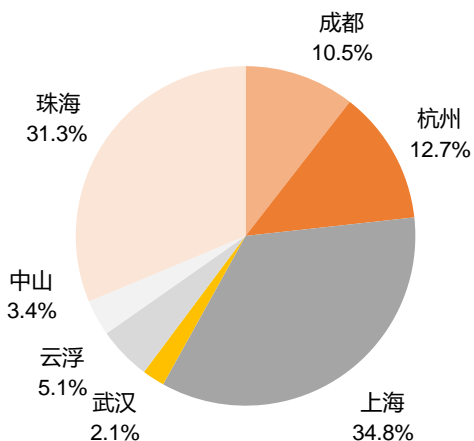
| 城市 | 地块 | 拿地溢价率 | 建面(万平方米) | 成交总价(亿元) | 测算可售比例 | 销售价格(元/平方米) | 假设建安(元/平方米) | 测算毛利率 |
|----|---|-------|----------|----------|--------|-------------|-------------|-------|
| 杭州 | 杭州四堡七堡单元 JG1404-47 地块 | 12.0% | 11.9 | 42.8 | 97% | 53000 | 4000 | 21% |
| 杭州 | 杭州四堡七堡单元 JG1402-22 地块 | 12.0% | 8.5 | 38.4 | 93% | 66000 | 4000 | 19% |
| 杭州 | 杭州市华丰单元 XC1005-R21-02 地块 | 12.0% | 5.4 | 11.1 | 89% | 33200 | 4000 | 17% |
| 上海 | 上海市闵行区浦锦街道 MHP0-1302 单元 18-01 地块 | 9.4% | 7.4 | 29.9 | 90% | 68000 | 4000 | 27% |
| 上海 | 上海市浦东新区唐镇中心镇区浦东新区 PDP0-0405 单元 C-01B-09、C01B-10、C-01B-13 地块 | 9.4% | 11.0 | 44.9 | 89% | 70620 | 4000 | 28% |
| 上海 | 闵行区七宝镇古美北社区 S110501 单元 18-01、22-01 地块 | 9.0% | 5.3 | 26.6 | 91% | 82500 | 4000 | 26% |
| 上海 | 上海市闵行区七宝镇古美北社区 S110501 单元 19-01、20-01 地块 | 8.7% | 5.7 | 29.1 | 95% | 82500 | 4000 | 29% |
| 上海 | 上海市闵行区浦锦街道 MHP0-1302 单元 15-01 地块 | 8.0% | 2.4 | 9.7 | 95% | 68000 | 4000 | 29% |
| 均值 | | | | | | | | 24% |

资料来源：中指，平安证券研究所

注：测算毛利率计算公式为（按可售面积计算的销售收入-成交总地价-按总建面计算的建安成本-资本化财务费用）/按可售面积计算的销售收入；资本化财务费用按销售收入 1%估算

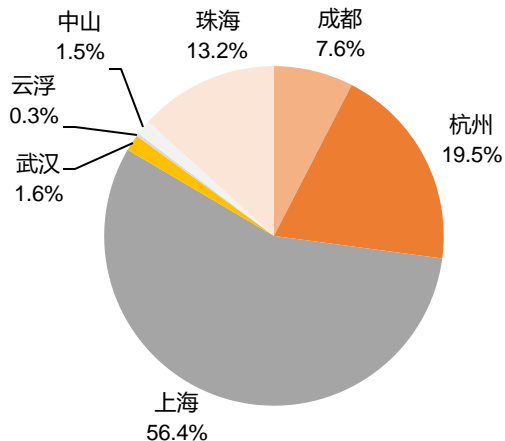
除逆周期加大投资外，公司亦趁势调整结构，进一步向核心城市聚集。2022 年新增项目范围收缩至 7 个城市，其中上海、杭州、成都拿地面积占比 34.8%、12.7%、10.5%，拿地金额占比 56.4%、19.5%、7.6%。高流速的核心城市土储进一步增多，为后续销售去化打下坚实基础。

图表19 华发股份 2022 年拿地面积城市分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 华发股份 2022 年拿地金额城市分布

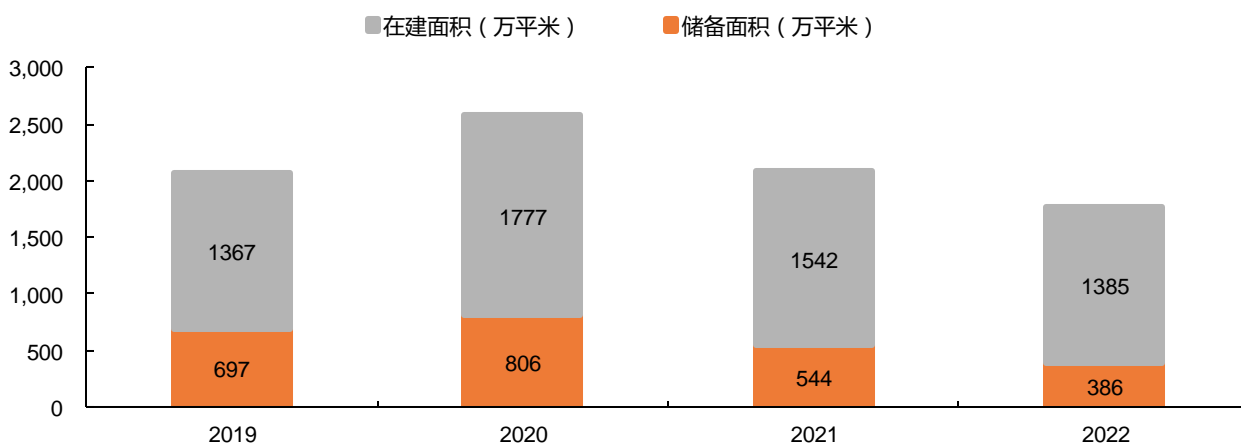


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 资产质量持续优化，土地储备量足质优

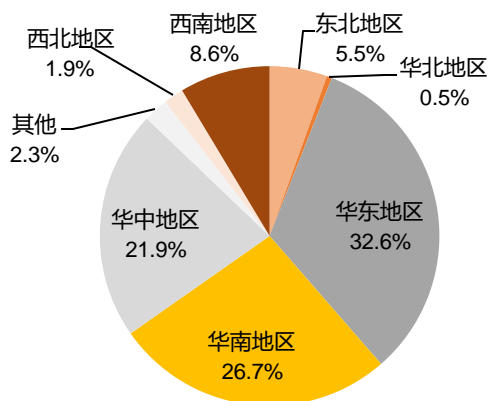
得益于聚焦深耕策略，公司土储质量延续优化，持续夯实发展后劲。2022 年末华东、华南、华中地区在建及储备面积占比 32.6%、26.7%、21.9%，一线及二线城市占比 5.9%、42%。从具体城市来看，大本营珠海在建及储备面积 200 万平米，占比 11.3%，武汉、上海、南京、杭州、广州、西安等核心一二线城市在建及储备面积跻身前十五城，分别占比 14.1%、5.5%、3.8%、2.5%、2.2%、1.9%。2022 年末公司在建及储备项目总共 1771 万平米，仍足够支撑后续销售。

图表21 华发股份在建及储备项目情况



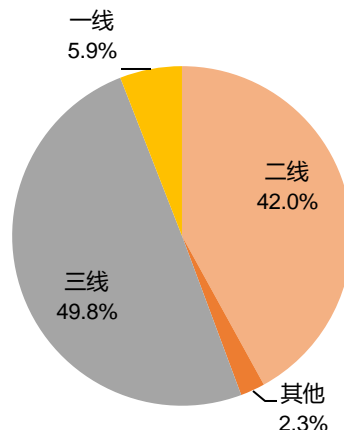
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 华发股份 2022 年末在建及储备面积区域分布



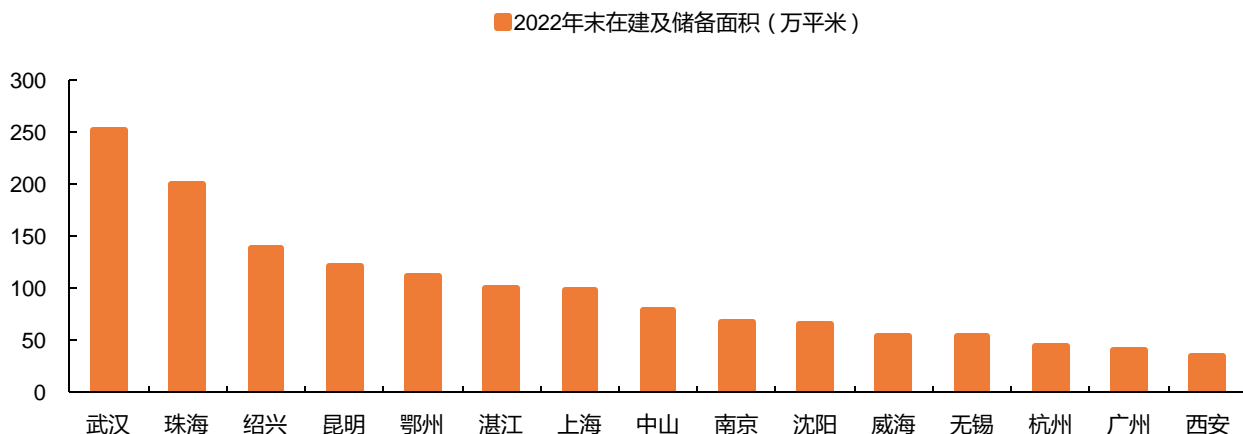
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表23 华发股份 2022 年末在建及储备面积城级分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 华发股份 2022 年末在建及储备面积前五城市



资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 控股股东实力雄厚，全方位支持赋能明显

3.1 控股股东聚焦三大产业集群，发展水平稳居地市级国企前列

控股股东珠海华发集团有限公司组建于 1980 年，与珠海经济特区同龄，为珠海最大综合型国有企业集团和全国知名领先企业。2012 年以来，华发集团大力实施“转型升级、跨越发展”战略和“科技+”战略，紧扣实体经济和城市建设，在推动珠海城市发展过程中不断壮大，已从单一区域型房地产企业转型为“科技、城市、金融”三大产业集群齐头并进的综合型企业集团，区域布局从珠海拓展至北上广深等内地七十多个主要城市和香港、澳门、旧金山、特拉维夫等地。集团整体实力及三大集群发展水平稳居中国地市级国企前列，2016 年起连续七年跻身“中国企业 500 强”，2022 年位列 183 名，成功入选国务院国企改革“双百企业”并获评全国标杆。

图表25 华发集团“科技、城市、金融”三大产业集群内涵

01 科技产业

华发集团科技产业集群始创于2015年，以华发科技产业集团为核心平台，已成功构建出“投资+实业+产业园”同向聚力、协同发展的战略格局。集群聚焦珠海“4+3”支柱产业，投资培育、引进落地了大批龙头项目和链主企业。尤其在光伏新能源领域已实现关键环节全覆盖。未来将围绕新能源、半导体、大健康三大重点领域，勇当打造集团可持续发展新引擎、助力珠海现代产业体系加快构建的主力军。

02 金融产业

金融产业板块以华发控股集团为核心平台，组建于2012年。目前已构建了以牌照金融业务为核心、以创新金融业务和金融科技业务为支撑的“1+2”业务格局，是中国地级市中牌照最齐全的综合运营企业。旗下业务覆盖银行、证券、保险、期货、投资、财务公司、资产管理、金融租赁、供应链金融、商业保理、交易平台等多个领域。

03 城市运营

华发集团城市运营板块创建于2009年，肩负横琴开发国家战略使命，以十字门中央商务区建设为起点，开创“企业市场化投资建设运营”的创新型城市运营模式，成功打造城市片区综合开发、产业园区开发运营、城市更新改造、公建物业开发运营、城市基础设施开发建设、安居住房、智慧城市等七大核心业务，构建起覆盖城市建设发展的全领域业务体系，2017年起连续六年名列“中国产业新城运营商10强”。

04 房产开发

房产开发板块以华发股份为平台，始创于1980年，组建于1992年，2004年成功在上海证券交易所挂牌上市，2012年起以来，华发股份“立足珠海，布局全国，开拓海外”，依托“优+产品体系”打造核心竞争力，通过创新战略布局，目前已形成以住宅为主业，商业运营、物业管理与其他业务（上下游产业链及境外公司）为支撑的“1+3”发展新格局，业务拓展至北上广深等全国近50座重点城市，形成华东、珠海、华南、北方大区及北京区域的全国化战略布局。

05 商贸服务

商贸服务板块深耕贸易领域，以服务实体经济为宗旨，以有色金属、煤炭、矿产品、建材等大宗商品为重点业务，并不断向全产业链拓展，业务收入实现跨越式增长，业务规模稳居珠海首位，为城市GDP提升和外贸增长起到重要作用。

06 现代服务

现代服务板块成立于2010年9月，作为华发集团重点业务，华发现代服务重点布局会议展览、酒店运营、文化体育、人力资源等四大业务，全力打造覆盖生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业三大领域的高质量现代服务运营平台，成为推动城市产业转型升级，提升城市影响力，塑造城市美好生活的重要力量。



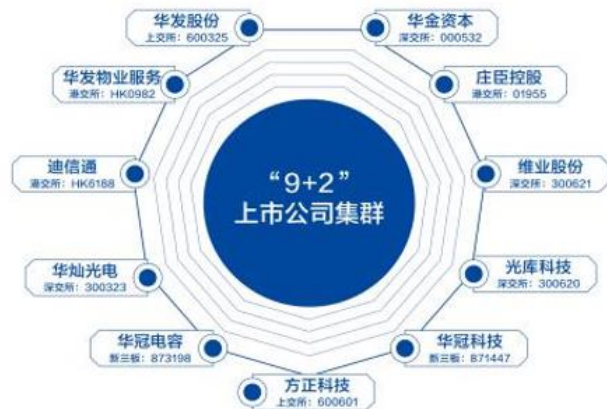
资料来源：华发集团官网，平安证券研究所

图表26 华发集团 3A 信用主体集群



资料来源：华发集团官网，平安证券研究所

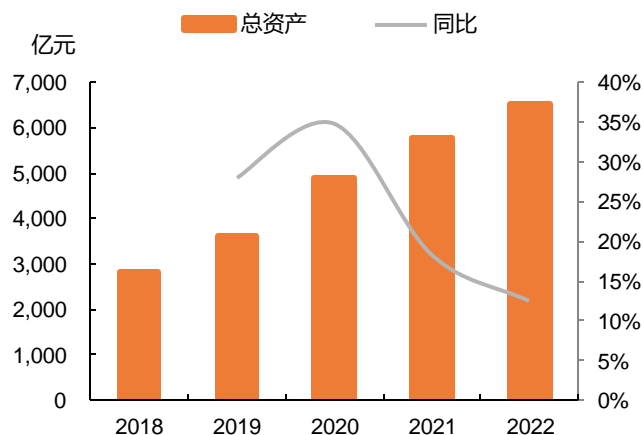
图表27 华发集团上市公司集群



资料来源：华发集团官网，平安证券研究所

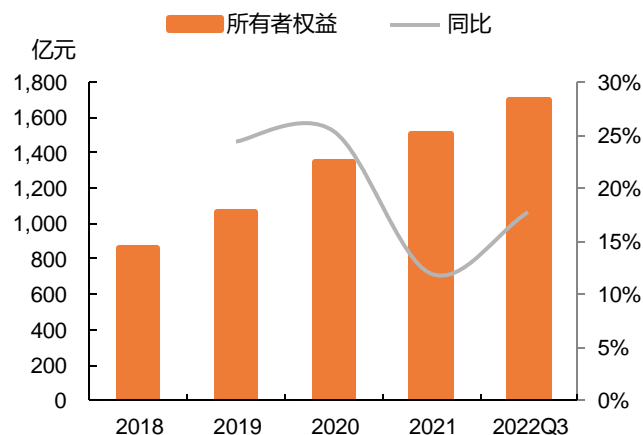
2022年华发集团攻坚克难乘胜而上，综合实力再上台阶。资产总额突破6500亿元，同比增长13%，营业收入超1600亿元、利润总额112亿元、净利润75.6亿元，同比分别增长12%、9%、9%。历史华发集团主要通过资源共享、合作公司增资、股权认购等方式支持华发股份发展；基于强劲综合实力，华发集团仍有望持续为公司经营保驾护航。

图表28 华发集团总资产及增速



资料来源: Wind, 公司官网, 平安证券研究所

图表29 华发集团净资产及增速



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 最大限度保障经营自由，多轮注资增强经营活力

资源共享避免同业竞争，最大限度保障经营自由。2004 年以来华发集团先后出具承诺，确认及保证不存在与华发股份直接或间接同业竞争情况；承诺在华发股份经营区域以外、在华发股份明确表示不进入该市场前提下，集团可继续经营，若华发股份明确表示进入该市场，则将业务或项目转让给华发股份或通过托管、合作方式由华发股份为主开发。

2022 年公司受托管理华发集团及其下属 9 家企业项目，全年确认托管收益 6.5 亿元，一般主要按实际销售回款金额收取 0.5% 商标使用费，按实际销售回款金额收取 2.5% 工程全流程管理费，按实际销售回款金额收取住宅部分 2-2.5% 营销管理费、非住宅部分 2-2.5% 工程顾问及营销管理费，营销涉及第三方费用收费标准为所负责销售物业实际销售回款金额 0.8%。2023 年 4 月公司再次发布公告，宣告控股股东华发集团子公司十字门控股、珠海华霆、珠海华凌、珠海华缤、珠海华翼、珠海华淇拟分别通过单一来源采购方式，将 9 宗住宅项目托管给公司，托管内容为项目注册商标许可使用、工程全流程管理及营销管理等；华发集团子公司珠海华铠拟通过单一来源采购方式，将 1 宗商业项目托管给公司，托管内容为项目注册商标许可使用、工程顾问及营销管理等。后续为避免同业竞争，集团资源共享、业务协同仍值得期待。

图表30 华发集团避免同业竞争承诺

| 时间 | 公告 | 具体内容 |
|------------|------------------------------------|---|
| 2004 年 9 月 | 珠海经济特区华发集团公司关于进一步明确及完善避免同业竞争措施的承诺函 | 1) 集团确认及保证不存在与华发股份直接或间接同业竞争情况； 2) 集团承诺不直接或间接从事或发展与华发股份经营范围相同或相类似业务或项目，也不为本集团或代表任何第三方与华发股份进行直接或间接竞争； 3) 集团承诺不利用从华发股份获取的信息从事、直接或间接参与与华发股份相竞争活动，承诺不进行任何损害或可能损害华发股份利益的其他竞争行为； 4) 如集团在华发股份经营区域以外的其他地域涉及与华发股份经营范围相同或相类似的业务或项目，在华发股份明确表示不进入该市场的前提下，可由本集团继续经营；如华发股份明确表示进入该市场，则应将业务或项目转让给华发股份或以合作方式由华发股份为主开发。 |
| 2015 年 6 月 | 珠海华发集团有限公司关于同业竞争的承诺函（一级土地开发） | 集团承诺作为华发股份控股股东期间，集团及下属企业土地一级开发业务仅在广东省行政区域范围内；若华发股份明确表示将在广东省区域内进行土地一级开发业务，则集团将停止或对外转让土地一级开发业务，或者将土地一级开发业务转让给华发股份或以合作方式由华发股份为主进行开发经营。 |
| 2015 年 | 珠海华发集团有限公司关于同业 | 集团承诺作为华发股份控股股东期间，集团及下属企业保障性住房建设项目仅 |

| | | |
|---------|-----------------------------------|---|
| 6月 | 竞争的承诺函（保障房业务） | 在珠海区域范围内；若华发股份明确表示在珠海区域内进行经营性保障性住房的开发、建设业务，则集团将停止或对外转让保障性住房的建设项目，或者将保障性住房建设项目转让给华发股份或以合作方式由华发股份为主开发。 |
| 2023年2月 | 珠海华发集团有限公司就公司2022年向特定对象发行股票事宜出具承诺 | 华发集团及华发集团除华发股份外的其他下属企业未来若取得任何可能与华发股份所从事的房地产开发业务形成竞争的项目或土地使用权，华发集团会将该项目或土地使用权通过托管、合作方式交由华发股份开发或以华发股份为主开发，或按照国有资产转让的相关规定将该项目进行对外转让。 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

增资合作平台海川地产 300 亿元，有效助力公司中长期发展。2016 年 3 月华发股份以人民币 6 亿元竞得珠海市海川地产有限公司（简称“海川地产”）49.75% 股权，取得海川地产主导权并将其纳入合并报表范畴。海川地产另两名股东为华发城运与城建集团，两者均为华发集团子公司。2020 年 12 月华发股份与关联方按持股比例向海川地产增资，2021 年 5 月、10 月分别进行第二次、第三次增资；2022 年 3 月华发股份单独对海川地产进行现金增资，持股比例由 49.75% 升至 50.2%。华发股份入股以后，华发集团子公司合计增资海川地产 300 亿元。

海川地产作为华发股份与关联方的房地产项目拓展平台，2021 年三季度末存货主要包括武汉万人宿舍项目、徐州一中南项目、佛山乐从镇小布改造项目等，长期股权投资主要为合营企业义乌兆华企业管理有限公司，货币资金 126.4 亿元；考虑 2021 年 10 月、2022 年 3 月两次增资在手现金将更为充沛。多次增资持续增强海川地产房地产项目拓展实力，充足现金奠定进一步投资基础，亦有助于华发股份资产负债状况改善。

图表31 珠海市海川地产有限公司四次增资情况（万元）

| 2020年12月华发股份及关联方第一次按持股比例增资 | | | | | | |
|----------------------------|----------|---------|-------------|----------|-----------|---------|
| 股东名称 | 增资前 | | 本次投资 | | 增资后 | |
| | 注册资本 | 占比 | 金额 | 新增注册资本 | 注册资本 | 占比 |
| 华发股份 | 497.5 | 49.75% | 495,025.0 | 12,295.7 | 12,793.2 | 49.75% |
| 华发城运 | 497.5 | 49.75% | 495,025.0 | 12,295.7 | 12,793.2 | 49.75% |
| 城建集团 | 5.0 | 0.50% | 4,975.0 | 123.6 | 128.6 | 0.50% |
| 合计 | 1,000.0 | 100.00% | 995,025.0 | 24,715.0 | 25,715.0 | 100.00% |
| 2021年5月华发股份及关联方第二次按持股比例增资 | | | | | | |
| 股东名称 | 增资前 | | 本次投资 | | 增资后 | |
| | 注册资本 | 占比 | 金额 | 新增注册资本 | 注册资本 | 占比 |
| 华发股份 | 12,793.2 | 49.75% | 495,025.0 | 12,268.3 | 25,061.5 | 49.75% |
| 华发城运 | 12,793.2 | 49.75% | 495,025.0 | 12,268.3 | 25,061.5 | 49.75% |
| 城建集团 | 128.6 | 0.50% | 4,975.0 | 123.3 | 251.9 | 0.50% |
| 合计 | 25,715.0 | 100.00% | 995,025.0 | 24,659.9 | 50,374.8 | 100.00% |
| 2021年10月华发股份及关联方第三次按持股比例增资 | | | | | | |
| 股东名称 | 增资前 | | 本次投资 | | 增资后 | |
| | 注册资本 | 占比 | 金额 | 新增注册资本 | 注册资本 | 占比 |
| 华发股份 | 25,061.5 | 49.75% | 1,980,099.5 | 24,688.5 | 49,750.0 | 49.75% |
| 华发城运 | 25,061.5 | 49.75% | 1,980,099.5 | 24,688.5 | 49,750.0 | 49.75% |
| 城建集团 | 251.9 | 0.50% | 19,900.5 | 248.1 | 500.0 | 0.50% |
| 合计 | 50,374.8 | 100.00% | 3,980,099.5 | 49,625.2 | 100,000.0 | 100.00% |
| 2022年3月华发股份单方面增资 | | | | | | |
| 股东名称 | 增资前 | | 本次投资 | | 增资后 | |
| | 注册资本 | 占比 | 金额 | 新增注册资本 | 注册资本 | 占比 |
| 华发股份 | 49,750.0 | 49.75% | 54,412.2 | 903.6 | 50,653.6 | 50.20% |
| 华发城运 | 49,750.0 | 49.75% | — | — | 49,750.0 | 49.30% |

| | | | | | | |
|------|-----------|---------|----------|-------|-----------|---------|
| 城建集团 | 500.0 | 0.50% | — | — | 500.0 | 0.50% |
| 合计 | 100,000.0 | 100.00% | 54,412.2 | 903.6 | 100,903.6 | 100.00% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：华发城运全称为珠海华发城市运营投资控股有限公司，城建集团全称为珠海城市建设集团有限公司

多次参与股权融资，持续注入流动性。华发股份历次配股、定向增发控股股东华发集团均积极参与，并给予大力支持。2007年8月华发集团出具全额参与配股承诺，将按持股数量计算的应配数量、乘以确定的配股价格全额参与华发股份配股；2008年华发股份最终配股1.9亿股，募资总额25.9亿元，华发集团全额认购应配股份，认购金额5.8亿元。2015年华发股份定向增发，华发集团承诺按不超过拟募集资金总额上限40%、不低于拟募集资金总额上限24.87%认购，且承诺自发行结束之日起36个月内不得转让；华发股份最终非公开发行新增股份3.5亿股，募集资金总额43.1亿元，华发集团获配1.1亿股，获配金额12.9亿元。2022年底华发股份再次发布向特定对象发行股票预案，发行股票数量合计不超过6.4亿股，拟募集资金总额不超过60亿元；其中华发集团参与认购金额不超过30亿元，认购数量不低于实际发行数量28.49%，若发行完成后持股比例未超过30%，则在发行结束日起18个月内不转让认购股票，若超过30%，则36个月内不转让认购股票。

图表32 华发集团参与华发股份股权融资情况

| 时间 | 事件 | 华发集团承诺认购 | 华发集团实际认购 |
|--------|------------|---------------------------------------|-------------------------------|
| 2008年 | 华发股份配股 | 将按持股数量计算的应配数量乘以确定的配股价格全额参与华发股份配股 | 全额认购应配股份，认购金额5.8亿元，占募资总额22.3% |
| 2015年 | 华发股份定增 | 按不超过拟募集资金总额上限40%、不低于拟募集资金总额上限24.87%认购 | 获配1.1亿股，获配金额12.9亿元，占募资总额30% |
| 2022年底 | 华发股份发布定增预案 | 参与认购金额不超过30亿元，认购数量不低于实际发行数量28.49% | — |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

综合华发集团通过旗下子公司增资、直接参与股权融资等行为，其对华发股份重视程度可见一斑。控股股东多渠道、多轮次注资有助于增厚华发股份权益，改善公司资产负债结构，同时现金增加亦有助于华发股份日常运营、拿地、债务偿还等，有利于公司中长期向好发展。

四、盈利预测与投资建议

关键盈利假设：

- 1) 考虑2-3年竣工周期，公司T年预售大多在T+2或T+3年步入结算，结合公司过往销售情况，预计2023-2025年房地产开发销售业务收入同比分别增长12%、8%、10%。
- 2) 其他业务由于华发物业并入2023年收入预计脉冲式增长，后续商业运营、物业管理、上下游产业链稳健发展，预计2023-2025年其他业务收入同比分别增长83%、10%、10%。
- 3) 随着前期高价地陆续结转，毛利率将逐步筑底，预计2023-2025年综合毛利率分别为18.7%、19.4%、21.8%。

基于以上假设，预计公司2023-2025年营业收入分别为680.0亿元、735.3亿元、808.9亿元，归母净利润分别为27.0亿元、29.4亿元、34.9亿元，对应EPS分别为1.28元、1.39元、1.65元，当前股价对应PE分别为8.8倍、8.1倍、6.8倍。

图表33 公司盈利预测

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 512.4 | 591.9 | 680.0 | 735.3 | 808.9 |
| 同比 | 0.5% | 15.5% | 14.9% | 8.1% | 10.0% |

| | | | | | |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 综合毛利率 | 25.8% | 20.2% | 18.7% | 19.4% | 21.8% |
| 归母净利润(亿元) | 31.9 | 25.8 | 27.0 | 29.4 | 34.9 |
| 同比 | 10.1% | -19.3% | 4.9% | 8.9% | 18.5% |
| EPS(元/股) | 1.51 | 1.22 | 1.28 | 1.39 | 1.65 |
| 各分项情况 | | | | | |
| 房地产开发销售(亿元) | 486.0 | 567.8 | 636.0 | 686.9 | 755.5 |
| 同比 | 1.0% | 16.8% | 12.0% | 8.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 25.6% | 20.3% | 18.7% | 19.5% | 22.0% |
| 其他(亿元) | 26.4 | 24.1 | 44.1 | 48.5 | 53.3 |
| 同比 | -8.7% | -8.9% | 83.1% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利率 | 29.3% | 18.7% | 18.7% | 18.7% | 18.7% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司作为珠海国资龙头房企，销售排名升至行业前列，经营业绩大幅优于同行，核心城市积极补货，优质储备夯实发展潜力，股东方实力雄厚，有望持续为公司向好发展保驾护航，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表34 可比公司估值

| 证券简称 | 股票代码 | PE(2023E) | PE(2024E) | PE(2025E) |
|----------|-----------|-------------|------------|------------|
| 万科A | 000002.SZ | 7.6 | 7.6 | 7.3 |
| 保利发展 | 600048.SH | 8.7 | 8.3 | 7.5 |
| 招商蛇口 | 001979.SZ | 19.4 | 14.3 | 10.2 |
| 中国海外发展 | 0688.HK | 8.1 | 7.9 | 7.7 |
| 华润置地 | 1109.HK | 7.2 | 6.5 | 6.1 |
| 可比公司估值均值 | | 10.2 | 8.9 | 7.8 |
| 华发股份 | 600325.SH | 8.8 | 8.1 | 6.8 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注1：估值按2023年4月24日收盘价计算

注2：万科A、保利发展、招商蛇口、中国海外发展估值来自平安证券研究所预测，华润置地估值来自Wind一致预期

五、风险提示

- 1) 楼市修复不及预期风险：若楼市修复程度及持续性不及预期，多数房企仍旧以价换量，将导致公司销售规模受损、盈利能力持续承压、减值计提超出预期风险；
- 2) 核心城市核心地块竞争热度居高不下风险：全国楼市总量下台阶背景下，向核心区域核心城市聚集已成为中长期趋势，若核心城市核心地块竞争加剧，将导致公司拿地难度提升，对公司聚焦核心城市战略形成扰动，并可能带来拿地利润空间收窄、拿地权益比例进一步降低风险；
- 3) 合作项目风险：公司合作项目较多，可能存在合作带来的效率降低、资金等风险，同时由于合作引发的结转结构变化，可能导致投资收益、少数股东损益波动超出预期风险；
- 4) 政策支持力度不及预期风险：若后续政策支持力度不足，金融机构风险管控、惜贷情绪仍旧浓厚，将导致公司融资承压风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 350880 | 355200 | 345391 | 366782 |
| 现金 | 52832 | 49054 | 26567 | 24266 |
| 应收票据及应收账款 | 897 | 953 | 1030 | 1133 |
| 其他应收款 | 1391 | 1643 | 1776 | 1954 |
| 预付账款 | 3422 | 5408 | 5848 | 6432 |
| 存货 | 243544 | 248652 | 256659 | 274140 |
| 其他流动资产 | 48794 | 49491 | 53510 | 58857 |
| 非流动资产 | 51811 | 51735 | 51663 | 51165 |
| 长期投资 | 25217 | 28219 | 31220 | 33721 |
| 固定资产 | 4092 | 3534 | 2960 | 2371 |
| 无形资产 | 494 | 414 | 333 | 252 |
| 其他非流动资产 | 22007 | 19569 | 17150 | 14821 |
| 资产总计 | 402691 | 406935 | 397054 | 417947 |
| 流动负债 | 173763 | 205987 | 221537 | 263342 |
| 短期借款 | 35 | 0 | 0 | 23762 |
| 应付票据及应付账款 | 34032 | 42493 | 45525 | 48626 |
| 其他流动负债 | 139696 | 163494 | 176011 | 190955 |
| 非流动负债 | 119479 | 86937 | 56418 | 29175 |
| 长期借款 | 106839 | 74297 | 43778 | 16535 |
| 其他非流动负债 | 12640 | 12640 | 12640 | 12640 |
| 负债合计 | 293242 | 292924 | 277955 | 292517 |
| 少数股东权益 | 89707 | 92410 | 95473 | 99406 |
| 股本 | 2117 | 2117 | 2117 | 2117 |
| 资本公积 | 710 | 710 | 710 | 710 |
| 留存收益 | 16915 | 18774 | 20798 | 23196 |
| 归属母公司股东权益 | 19743 | 21602 | 23626 | 26024 |
| 负债和股东权益 | 402691 | 406935 | 397054 | 417947 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 38124 | 30581 | 9973 | 3139 |
| 净利润 | 4726 | 5407 | 6007 | 7420 |
| 折旧摊销 | 238 | 3058 | 3073 | 2999 |
| 财务费用 | 229 | 315 | 381 | 390 |
| 投资损失 | -1538 | -3147 | -3147 | -2647 |
| 营运资金变动 | 33622 | 24161 | 2873 | -5649 |
| 其他经营现金流 | 847 | 788 | 785 | 625 |
| 投资活动现金流 | -46530 | -623 | -640 | -479 |
| 资本支出 | 23582 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -18260 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -51851 | -623 | -640 | -479 |
| 筹资活动现金流 | 11001 | -33736 | -31820 | -4961 |
| 短期借款 | -996 | -35 | 0 | 23762 |
| 长期借款 | 5996 | -32542 | -30519 | -27243 |
| 其他筹资现金流 | 6001 | -1159 | -1300 | -1480 |
| 现金净增加额 | 2598 | -3778 | -22487 | -2302 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 59190 | 68003 | 73532 | 80885 |
| 营业成本 | 47243 | 55285 | 59230 | 63264 |
| 税金及附加 | 2610 | 3996 | 4321 | 4753 |
| 营业费用 | 1900 | 2072 | 2240 | 2464 |
| 管理费用 | 1758 | 1995 | 2157 | 2373 |
| 研发费用 | 108 | 93 | 100 | 110 |
| 财务费用 | 229 | 315 | 381 | 390 |
| 资产减值损失 | -760 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -81 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 35 | 29 | 29 | 29 |
| 公允价值变动收益 | 173 | 131 | 108 | 138 |
| 投资净收益 | 1538 | 3147 | 3147 | 2647 |
| 资产处置收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 6249 | 7555 | 8387 | 10344 |
| 营业外收入 | 98 | 60 | 60 | 60 |
| 营业外支出 | 64 | 128 | 128 | 128 |
| 利润总额 | 6283 | 7487 | 8319 | 10276 |
| 所得税 | 1557 | 2081 | 2312 | 2856 |
| 净利润 | 4726 | 5407 | 6007 | 7420 |
| 少数股东损益 | 2148 | 2703 | 3063 | 3933 |
| 归属母公司净利润 | 2578 | 2703 | 2943 | 3487 |
| EBITDA | 6750 | 10860 | 11773 | 13665 |
| EPS(元) | 1.22 | 1.28 | 1.39 | 1.65 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 15.5 | 14.9 | 8.1 | 10.0 |
| 营业利润(%) | -10.2 | 20.9 | 11.0 | 23.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | -19.3 | 4.9 | 8.9 | 18.5 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 20.2 | 18.7 | 19.4 | 21.8 |
| 净利率(%) | 4.4 | 4.0 | 4.0 | 4.3 |
| ROE(%) | 13.1 | 12.5 | 12.5 | 13.4 |
| ROIC(%) | 2.9 | 3.1 | 3.9 | 4.8 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 72.8 | 72.0 | 70.0 | 70.0 |
| 净负债比率(%) | 49.4 | 22.1 | 14.5 | 12.8 |
| 流动比率 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 应收账款周转率 | 66.2 | 71.7 | 71.7 | 71.7 |
| 应付账款周转率 | 1.42 | 1.34 | 1.34 | 1.34 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.22 | 1.28 | 1.39 | 1.65 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 18.01 | 14.44 | 4.71 | 1.48 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.44 | 9.31 | 10.27 | 11.40 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 9.3 | 8.8 | 8.1 | 6.8 |
| P/B | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 27 | 15 | 13 | 12 |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033