

华发股份 (600325)

积极布局核心区域，立足千亿未来可期

买入 (首次)

2023年07月20日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书: S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	59,190	67,466	75,264	82,259
同比	16%	14%	12%	9%
归属母公司净利润 (百万元)	2,578	2,904	3,215	3,526
同比	-19%	13%	11%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.22	1.37	1.52	1.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	7.62	6.77	6.11	5.57

关键词: #行业整合

- **国资股东禀赋优势，“立足珠海，面向全国”。**公司第一大股东华发集团由珠海市国资委控股，华发集团持股比例始终保持稳定，并在公司财务经营、股权融资和业务经营等方面提供大力支持。2013年以来公司坚持房地产开发业务为核心业务，连续保持10年业绩正增长。2012年开始，公司围绕“立足珠海，面向全国”战略加速全国布局。
- **销售破千亿大关，优质土储扎根一、二线城市，持续布局高能级城市。**2020-2022年，公司在房地产市场下行压力下连续三年实现销售额突破1200亿元。公司持续布局高能级地区，其中华东地区2022年销售额达779亿元，同比增长40.4%。公司积极拿地，土储结构聚焦高能级城市，一、二线城市占比近九成，华东、华南占比超八成。
- **紧随湾区战略发展脚步，琴澳深度合作区开发项目高度覆盖。**公司肩负横琴粤澳深度合作区开发使命，其中十字门CBD湾仔片区的“华发琴澳新城”将打造成总占地面积60万方，总建筑面积240万方的中央商务区。
- **股权激励计划效果显著，优化销管费率降本增效可期。**公司于2017年实施的限制性股权激励计划四个阶段均已达成，激励效果显著，业绩较激励措施实施前有显著增长。以2015年为基准，2022年净利润增长率为332.43%，资产收益率为16.18%。2020年以来公司稳定销管费率为6%左右，横向对比行业前三十企业，公司位居前列，后续有望进一步对该费率进行控制。
- **国资背景，财务优势突出，三道红线持续绿档。**2021年公司“三道红线”由橙转绿。2022年公司剔除预收账款的资产率为66.0%，净负债率为84.7%，现金短债比为2.01倍。截至2022年末，公司有息负债总额1456亿元，一年以上有息负债占比八成以上，短期还款压力小。另外，2022年公司平均融资成本同比下降0.7个百分点至5.76%。
- **盈利预测与投资评级：**公司国资股东禀赋优势，优质土储扎根一、二线城市，持续布局高能级城市，紧随国家新区战略发展规划脚步，近年销售表现领先，未来业绩确定性较强。预测其2023/2024/2025年归母净利润为29.0/32.2/35.3亿元，对应的EPS分别为1.37/1.52/1.67元/股。我们选取业内具备国企背景、全国化布局的6家代表性房企作为可比公司进行估值，根据可比公司的估值情况，我们给予公司2023年9.1X的PE估值，对应每股价格为12.5元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业下行压力超预期；疫情反复、发展超预期；宏观政策放松不及预期，收紧超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.28
一年最低/最高价	6.89/12.67
市净率(倍)	1.11
流通 A 股市值(百万元)	19,647.17
总市值(百万元)	19,647.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.34
资产负债率(% ,LF)	74.05
总股本(百万股)	2,117.16
流通 A 股(百万股)	2,117.15

相关研究

内容目录

1. 国资股东禀赋优势，珠海头部房企典范	4
1.1. 三十年深耕地产主业，珠海华发走向全国	4
1.2. 国资背景，股权结构稳定	6
1.3. 管理层经验丰富，大部分为公司早期核心骨干	8
2. 销售破千亿大关，优质土储扎根一、二线，投资高能级城市	10
2.1. 销售：稳量提价，守住基本盘，布局向华东倾斜	10
2.2. 投资：借力合作拓宽市场，扎根华南进军全国高能级城市	12
2.2.1. 拿地时机研判精准，多元合作逆势扩大版图	12
2.2.2. 增储聚焦上海，同时开拓成都、武汉两大高能级城市	13
2.3. 土储：拿地强度适时回升，一、二线城市占比接近九成	14
3. 深入国家新区开发，股权激励效果显著，降本增效未来可期	15
3.1. 横琴粤港澳国家级合作开发区领头人，区域开发高度覆盖	15
3.2. 完善管理层股权激励制度，激励效果显著	17
3.3. 积极优化控制销管费用，相关费率有望进一步降低	19
4. 融资成本低且量充裕，债务结构健康合理	20
4.1. 债务结构稳定，三道红线大幅改善	20
4.1.1. 有息负债稳中有升，长期借款占主导位置	20
4.1.2. 三道红线维持绿档，公司业务发展可持续	21
4.2. 优质股东信用背书，融资成本不断走低	22
4.3. 集团公司财务支持，华发股份 2021 年“三道红线”全面转绿	23
4.4. 积极推进定向增发工作，踊跃响应市场相关政策	24
5. 盈利预测与投资建议	24
5.1. 盈利预测	25
5.2. 投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	华发股份发展历程大事记.....	5
图 2:	华发股份 2022 年收入分区域结构.....	5
图 3:	华发股份 2013-2022 年营收业务结构	5
图 4:	华发股份股权架构 (截至 2022 年 12 月 31 日)	6
图 5:	华发股份 2018-2022 年全口径销售金额	11
图 6:	华发股份 2017-2022 年平均销售单价	11
图 7:	华发股份 2022 年各大区销售额占比.....	11
图 8:	华发股份 2019-2022 年各大区销售占比变化趋势	11
图 9:	华发股份 2016-2022 年华东区域销售额占比	12
图 10:	华发股份 2018-2022 年三大区域销售额变化	12
图 11:	2018-2022 年华发股份新增土储权益建面及投资强度	13
图 12:	2022-2023 年华发股份各城新增土储权益建面	14
图 13:	2019-2023 年华发股份权益新增土储均价及增速	14
图 14:	2018-2023 年华发股份全口径、权益拿地销售比	14
图 15:	2022 年-2023 年 5 月公司披露华发股份土储分布	14
图 16:	公司 2018-2023 年新增土储中华东区域占比	15
图 17:	2022-2023 年 5 月华发股份分城市新增土储	15
图 18:	横琴粤澳深度合作区新区规划图.....	16
图 19:	公司 2022 年-2023 年五月新增权益建面占比	17
图 20:	2022-2023 年 5 月公司珠海地区新增建总面占比	17
图 21:	华发股份 2018-2022 年销管费用合计及同比	19
图 22:	华发股份 2018-2022 年双口径费用率	19
图 23:	2022 年头部房企相关费率横向对比.....	20
图 24:	华发股份 2018-2022 年公司有息负债及同比	21
图 25:	华发股份 2013-2022 年净负债率变化	21
图 26:	华发股份近三年公司口径有息负债结构变化.....	21
图 27:	华发股份历年货币资金总量及同比增速.....	22
图 28:	华发股份 2018-2022 年“三道红线”指标表现.....	22
图 29:	华发股份 2017-2022 年加权平均融资成本趋势	23
图 30:	华发股份 2013-2022 年公司资产负债率	23
图 31:	华发股份 2013-2022 年公司净负债率	23
图 32:	华发股份 2013-2022 年剔除预收账款资产负债率	24
图 33:	华发股份 2013-2022 年公司现金短债比	24
表 1:	华发集团 (及集团子公司) 近十年持股比例变化.....	7
表 2:	集团公司于相关方面给予华发股份相关支持一览.....	8
表 3:	公司核心管理人员任职及背景履历.....	10
表 4:	华发股份股权激励措施业绩考核目标及达成情况.....	18
表 5:	华发股份营收及毛利率预测.....	25
表 6:	可比公司估值.....	26

1. 国资股东禀赋优势，珠海头部房企典范

珠海华发实业股份有限公司（以下简称：华发股份，股票代码：600325.SH）组建于1992年，拥有国家一级房地产开发资质，2004年成功于上交所挂牌上市，2017年起连续五年跻身《财富》“中国500强”榜单。

1.1. 三十年深耕地产主业，珠海华发走向全国

自1992年公司成立以来，华发股份坚持深耕房地产行业，以房地产开发为公司核心业务。发展期间公司对发展战略积极进行调整更新，推进异地开发，将珠海华发的品牌推出珠海，走向全国从而实现“立足珠海，面向全国”。华发股份的发展历程主要分为以下三个阶段：

- **1992-2003年：初始创业期**，公司1992年成立于广东省珠海市，1994年取得国家一级房地产开发资质。期间开发项目“鸿景花园”、“美景山庄”被国家建筑部评为“全国优秀示范小区，充分积累项目开发经验，在当地积累了良好口碑。
- **2004-2011年：稳步发展期**，2004年公司成功登陆上交所，得益于优秀的资本运作，公司进入稳健而快速的发展阶段。2006年，公司成为国家实施上市公司股权分置改革以来，首个实现可转债再融资项目和公开再融资的房地产上市公司。期间公司持续发力，在珠海树立了成熟、稳健的形象，《财富》排名持续上升。2008年，我国房地产市场遭遇寒流，公司在地产开发和销售上却保持旺盛态势，开盘项目销售火爆，确立了在珠海房地产行业的龙头地位。
- **2012年至今：跨越发展期**，2012年，公司开始实施“立足珠海，面向全国，拓展海外”战略，加快全国化布局，截至2022年底，公司已扩展至全国54座城市。公司围绕“面向全国”的战略深度聚焦长三角、大湾区、京津冀及长江经济带，形成珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区及北京区域“4+1”战略布局，实现从“珠海华发”到“中国华发”的跨越式发展。公司在实施以创新驱动为核心的转型升级战略同时深化“一核两翼”战略基础上推进“1+3”发展战略，打造以住宅为核心，商业、上下游产业链协和物业服务协同发展新业务格局。

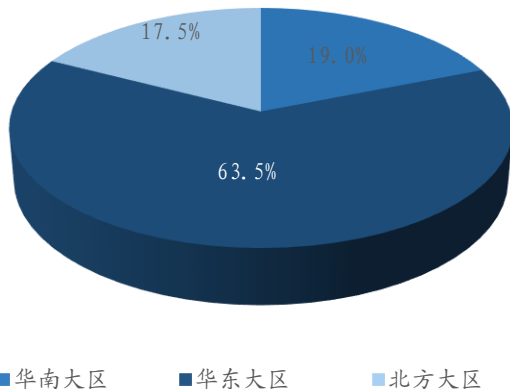
图1: 华发股份发展历程大事记



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

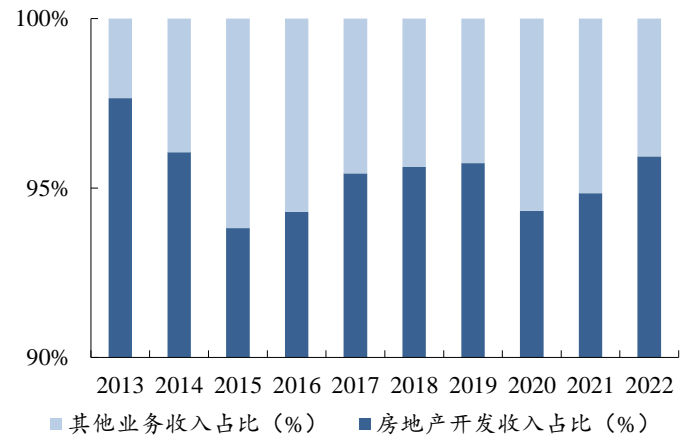
房地产开发作为公司核心业务。根据2022年公司年报,主营业务收入占比为95.9%。公司主营业务收入占比常年稳定在95%左右。在疫情和行业大幅度调整的背景下主营业务表现逆势而行,公司主营业务收入从2019年317亿元增至2022年的568亿元。

图2: 华发股份2022年收入分区域结构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图3: 华发股份2013-2022年营收业务结构



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

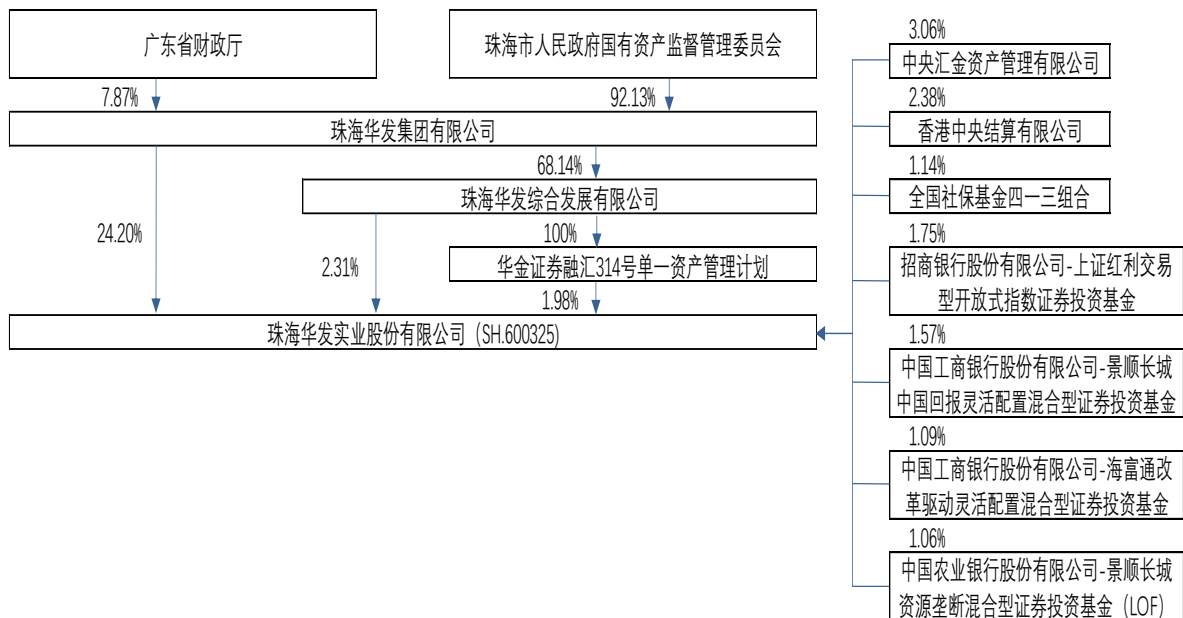
华发股份实行“立足珠海,布局全国,开拓海外”发展战略,进一步深化“4+1”的布局模式。截至2022年底,公司布局北京、上海、深圳、广州等54座一线城市和重

点二线城市，形成了涵盖珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区和北京区域的战略布局。公司进一步夯实“4+1”的全国化布局实现“布局全国”。期间公司打造超过 170 个精品人居，服务业主超 60 余万，同时积极开拓港澳及海外市场，实现从珠海华发到中国华发的华丽转身。

1.2. 国资背景，股权结构稳定

根据公司 2022 年年报，公司第一大控股股东为珠海华发集团有限公司，直接持股比例为 24.2%；华发集团由珠海市国资委控股，持股比例为 92.1%、广东省财政厅参股，持股比例为 7.9%，是珠海最大综合型国企。公司第二大股东为中央汇金管理有限公司持股比例为 3.1%，第三大股东为香港中央结算公司，持股比例 2.4%。公司前十大股东中，华发集团通过直接或间接的方式合计持有华发股份 28.5% 股权。

图4：华发股份股权架构（截至 2022 年 12 月 31 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

华发集团作为控股股东，持股比例始终保持稳定。近十年来，华发集团持股比例始终保持在稳定水平，2013 年，华发集团（及集团子公司）总持股比例为 24.9%。根据 2022 年公司年报，华发集团持股比例增加至 28.5%，2017 年至 2022 年华发集团控股比例始终保持这一水平。

表1: 华发集团（及集团子公司）近十年持股比例变化

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
珠海华发集团有限公司	21.9%	21.9	24.4%	24.4%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
珠海华发综合发展有限公司			0.8%	2.3%	2.2%	4.3%	4.3%	4.3%	2.3%	2.3%
华金证券融汇314号单一资产管理计划									2.0%	2.0%
珠海华发汽车销售有限公司	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%					
华发物业服务服务有限公司	1.5%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%					
集团公司持股占比:	24.9%	24.9%	27.2%	28.7%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

华发集团在华发股份财务经营、股权融资和业务经营等方面提供大力支持。在公司经营方面，最大限度保证华发股份经营自由。华发集团积极参与华发股份定增、配股等相关事宜，过程中积极参与认购，且完成后积极作出不减持承诺，持续为公司经营注入流动性。华发集团再融资端积极为华发股份进行担保，通过集团财务公司为华发股份拓宽融资渠道，降低融资、财务成本，提供相应的金融服务。2014年至2020年期间，集团财务公司为华发股份提供贷款，授信额度从15亿元提升至260亿元。

表2: 集团公司于相关方面给予华发股份相关支持一览

集团公司财务端支持措施		
公告	时间	具体内容
关于向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及综合授信暨关联交易的公告	2020年3月	根据华发股份2020年度经营计划,为满足公司日常经营需要,2020年度公司、各级子公司拟向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及授信额度总计为人民币260亿元,上述授信额度可以循环使用。
	2019年4月	根据华发股份2019年度经营计划,为满足公司日常经营需要,2019年度公司、各级子公司拟向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及授信额度总计为人民币200亿元,上述授信额度可以循环使用。
	2018年3月	根据华发股份2018年度经营计划,为满足公司日常经营需要,2018年度公司、各级子公司拟向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及授信额度总计为人民币150亿元,上述授信额度可以循环使用。
	2017年4月	根据华发股份2017年度经营计划,为满足公司日常经营需要,2017年度公司、各级子公司拟向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及授信额度总计为人民币30亿元,上述授信额度可以循环使用。
	2015年2月	为满足公司及下属子公司日常经营需要,2015年公司及下属子公司拟向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及授信额度总计为人民币20亿元。
	2014年4月	为满足公司及下属子公司日常经营需要,2014年公司及下属子公司拟向珠海华发集团财务有限公司申请贷款及授信额度总计为人民币15亿元。
关于增加在珠海华发集团财务有限公司贷款额度暨关联交易的公告	2017年6月	根据公司近期资金安排及使用情况,结合目前金融机构融资规模收紧、贷款利率不断攀升的现状,为进一步节约财务费用,公司拟将在珠海华发集团财务有限公司的贷款额度由30亿元增加至80亿元。
关于与珠海华发集团财务有限公司签订《金融服务协议》暨关联交易的公告	2017年1月	为进一步公司优化财务管理,降低资金成本,提高资金运营效力,公司拟与集团财务公司签订《金融服务协议》,由集团财务公司向公司及子公司提供存款服务、贷款服务、结算服务、票据服务、外汇服务、担保服务及经银监会批准的其他金融服务。协议有效期为三年。
集团公司参与华发股份股权融资方面支持		
事件	时间	具体内容
华发股份发布《向特定对象发行股票证券募集说明书》	2023年	华发集团承诺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28.5%。
华发股份公布《非公开发行业股票预案》	2015年	华发集团承诺按不低于募集资金总额上限40%、不低于拟募集资金总额上限24.87%认购,最终获配1.1亿股,获配金额12.9亿元,占募集资金总额30.0%。
华发股份2008年度配股发行	2008年	华发集团承诺将按照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,最终全额认购应配股份,认购金额5.8亿元,占募集资金总额22.3%

数据来源:公司公告,wind,东吴证券研究所

1.3. 管理层经验丰富,大部分为公司早期核心骨干

华发股份11名核心执行人员中3名曾任职于珠海市政府有关部门,3名曾任职于

珠海市本地国有大行担任高级管理人员，1 名曾负责武汉市中央商务区开发城建项目。公司绝大多数核心执行人员有长时间的集团公司内部任职经历，为公司早期发展的核心骨干。

董事局主席李光宁先生于 1993 年加入华发集团，2014 年出任华发股份董事局主席一职，具有长时间集团公司内部任职经历，管理、项目经验丰富，熟悉公司运作模式，胜任公司“领路人”角色；总裁兼副主席陈茵女士在公司任职近 20 年，积累了丰富的管理经验；俞卫国先生曾就职于珠海市审计局，目前担任公司财务总监、董事一职，在建立风险管理、内部监控及财务管理方面具有丰富经验。公司执行副总裁兼副主席郭凌勇先生曾任十字门中央商务区项目主要负责人，对相关项目规划运作和当地土地市场情况相对熟悉，对公司相关业务能起到指导性作用。公司其他核心成员中汤健军、俞卫国和张延先生曾任驻于珠海市政府有关部门；另外，郭瑾、许继莉女士和侯贵明先生有金融机构相关就职背景，曾任职于珠海市国有大行分行。

表3: 公司核心管理人员任职及背景履历

人员	职务	背景履历
李光宁	董事局主席	1993 年加入华发集团，2014 年出任华发股份董事局主席；长时间集团公司内部任职经历，管理、项目经验丰富，熟悉公司运作模式，是公司的“领军人”。
陈茵	董事局副局长、 总裁	曾任珠海英格仕房产开发有限公司助理总经理兼工程业务部经理，本公司销售部经理、总经理助理、副总裁等，熟悉业务流程，同时长时间公司任职经历，工作经验丰富。
郭凌勇	董事局主席、执 行副总裁	曾任珠海十字门中央商务区建设控股公司常务副总经理、总经理、董事长，对公司相关重点开发项目能起到指导性作用。
汤健军	董事局副局长	曾任珠海市唐家湾镇镇长、镇党委书记，珠海市大学园区管委会副主席、珠海市政府副秘书长、佛山市南海区区委常委、组织部部长、佛山市委市政府秘书长等职。
俞卫国	财务总监、常务 执行副总裁	曾任珠海市审计局基本建设审计科副科长，对公司风险管理、内部监控和财务管理方面起到保驾护航的重要作用。
郭瑾	董事	曾任交通银行珠海分行副行长、交通银行广东省分行公司投资银行部总经理，能够对公司资本市场运作进行指导。
许继莉	董事	曾任中国农业银行珠海市分行副行长、兴业银行珠海分行副行长，能够对公司资本市场运作进行指导。
张延	执行副总裁	曾任珠海市建设局政策法规科科长、珠海建设局勘察设计科科长，珠海市房地产和城乡规划建设局总工程师等职，对公司开发项目能起到指导性作用。
向宇	执行副总裁	曾任武汉中央商务区城建开发有限公司董事长，具有丰富的相关项目开发经验，为公司在相关业务领起指导性作用。
侯贵明	董事局秘书	曾任中国工商银行珠海市新洲支行业务部经理，深圳市海欣创业投资担保有限公司总经理。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

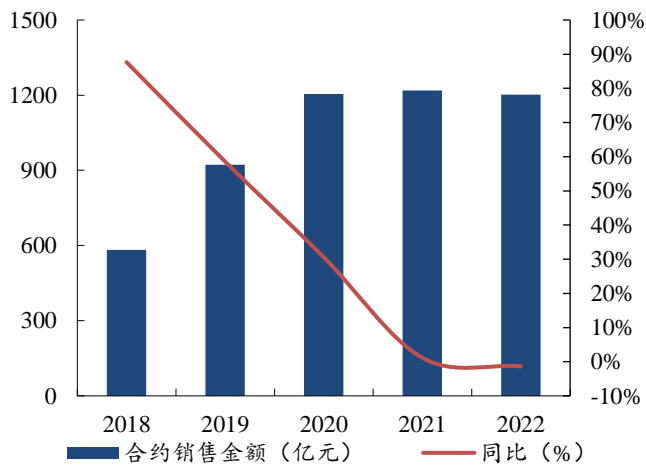
2. 销售破千亿大关，优质土储扎根一、二线，投资高能级城市

2.1. 销售：稳量提价，守住基本盘，布局向华东倾斜

公司连续三年销售额超 1200 亿元，稳定提升产品单价。根据公司 2022 年年报，2022 年公司实现合同销售额 1202 亿元，同比增速有所下降，但在行业调整、疫情等外部因素影响下依然守住 1200 亿元销售大关。2022 年公司全年销售面积 401 万方，相较 2021 年略微下降。在销售面积下降的情况下稳住整体销售额的主要原因为平均销售单

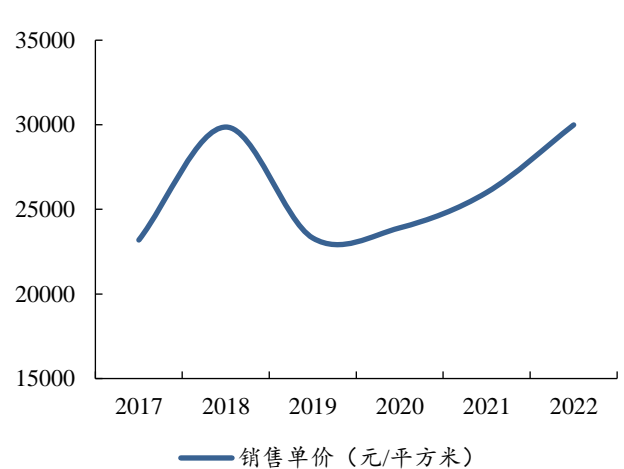
价的上行。2022 年公司销售均价为 29993 元/平，同比增长 15.4%。自行业调整以来，公司销售单价始终保持稳定上涨趋势。

图5: 华发股份 2018-2022 年全口径销售金额



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

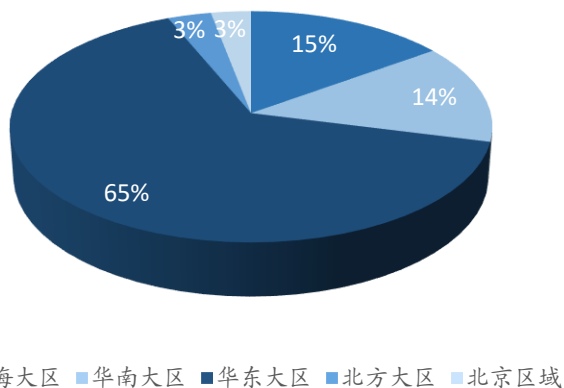
图6: 华发股份 2017-2022 年平均销售单价



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

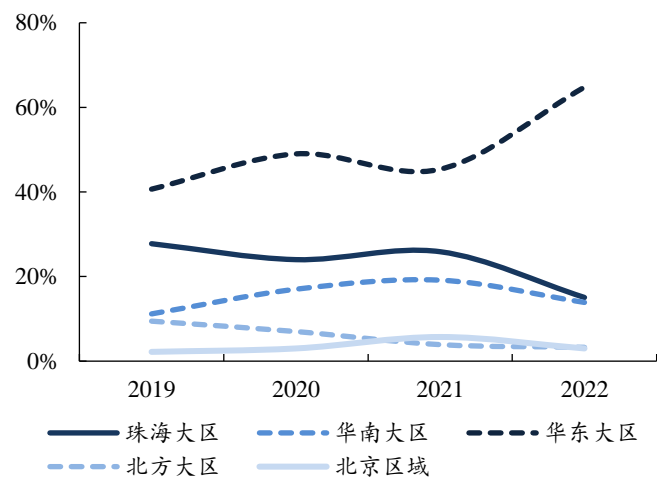
公司深耕珠海大本营，稳住公司基本盘，持续布局华东地区，华东成为公司业绩“压舱石”。公司始终贯彻“立足珠海”的战略布局，深耕以珠海、华南地区为主的大湾区区域。2017年至2022年，公司于珠海大区的销售额从69亿元提升至181亿元，其中2021年达到公司历史最高值315亿元。虽2022年较2021年公司珠海大区销售业绩受各方因素影响整体下行，公司仍稳居珠海市龙头地位，同时保持珠海大区销售表现在整体销售业绩中占较大比例。

图7: 华发股份 2022 年各大区销售额占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图8: 华发股份 2019-2022 年各大区销售占比变化趋势



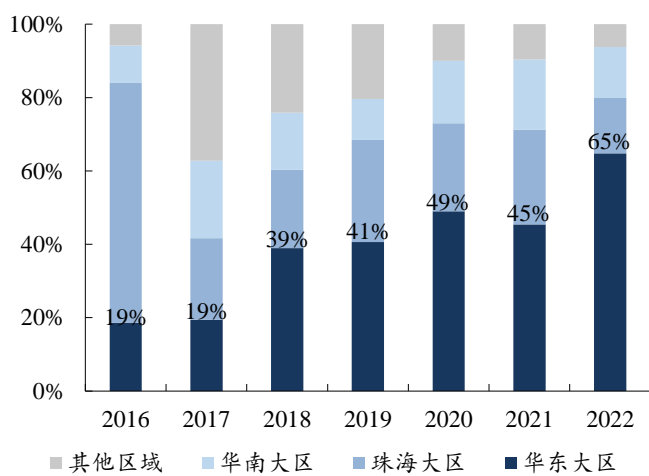
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司持续布局高能级发达地区，战略天平向华东地区倾斜，公司2022年华东地区全年销售额为779亿元，同比增长40.4%。从地区业绩分布来看，华东地区已然成为公司最强增长极，回望历史，经历短短6年时间，公司华东大区销售额占公司全年销售额的比例已经从19%提升至65%。华东已经成为公司全国化布局战略中成效最为显著的区

域，确保公司在过去几年的行业大调整中仍能穿越周期取得不错的整体销售业绩。

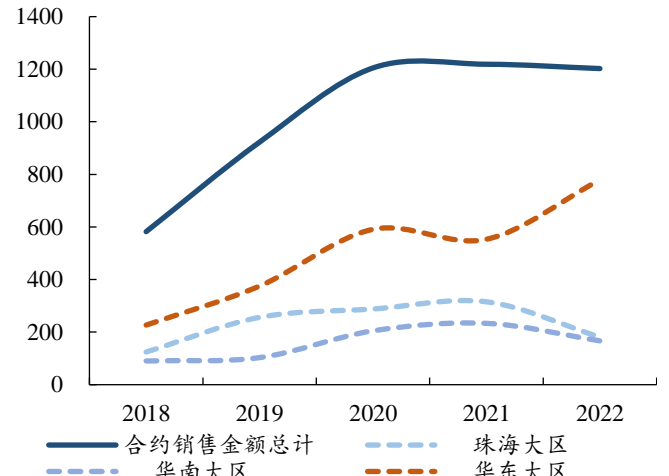
2018年公司积极应对市场变化，落实因城施策、一盘一策的销售策略，积极布局一、二线及重点城市，在保持上海销售业绩稳步提升的前提下积极推进南京、苏州等华东区域新进驻高能级城市，并在销售业绩方面取得明显突破。该年公司华东区域销售总额达226.8亿元，占公司全年总销售额39.0%，自2018年起，公司华东区域销售额常年保持在公司全年销售额40%以上，已然成为公司业绩压舱石。华东区域销售业绩助公司穿越行业周期，2020年开始，公司华南、珠海大区作为曾经的销售贡献大区销售额下滑，华东大区销售表现逆势而行，帮助公司守住千亿销售大关。

图9：华发股份2016-2022年华东区域销售额占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图10：华发股份2018-2022年三大区域销售额变化



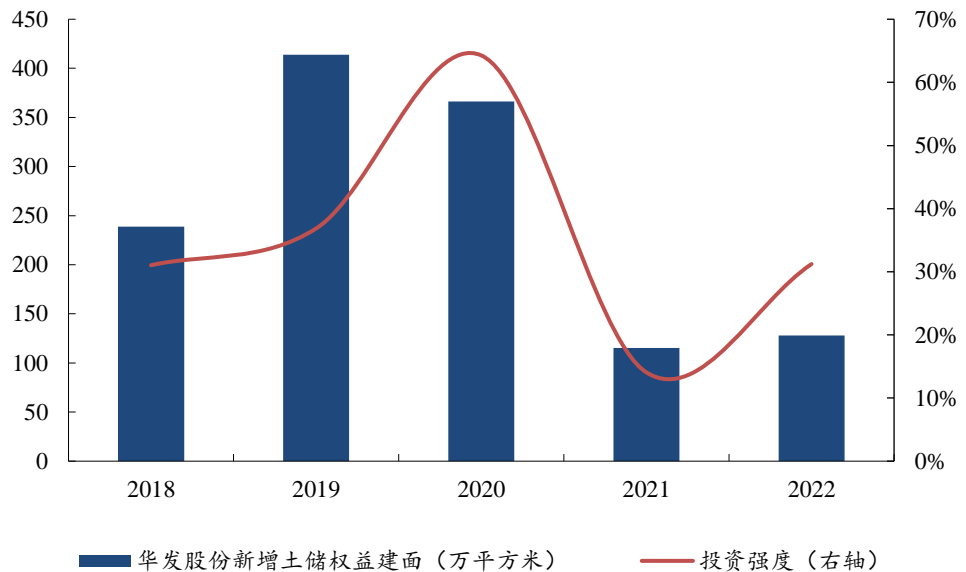
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 投资：借力合作拓宽市场，扎根华南进军全国高能级城市

2.2.1. 拿地时机研判精准，多元合作逆势扩大版图

华发股份拿地时机研判精准，2022年拿地力度逆势提升。2018-2020年公司扩张的脚步明显提速、加速全国化布局，力争实现千亿销售规模的突破。2018-2020年公司拿地金额分别为180.6、340.2、774.4亿元，年复合增速高达107.1%；全口径拿地强度（全口径拿地金额/全口径销售金额）从2018年的58.5%攀升至2020年的93.6%。2021年公司则通过减缓拿地来稳定现金流，全口径拿地金额171.4亿元，拿地强度降至20.9%。2022年公司拿地强度再度提升，并重点加深一、二线城市的布局，全口径拿地金额375.2亿元，拿地强度回升至43.6%。截至2023年7月14日，公司进一步在2022年的基础上提升拿地强度，深度布局一、二线城市，全口径拿地金额161.0亿元，拿地强度为32.8%。

图11：2018-2022年华发股份新增土储权益建面及投资强度



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

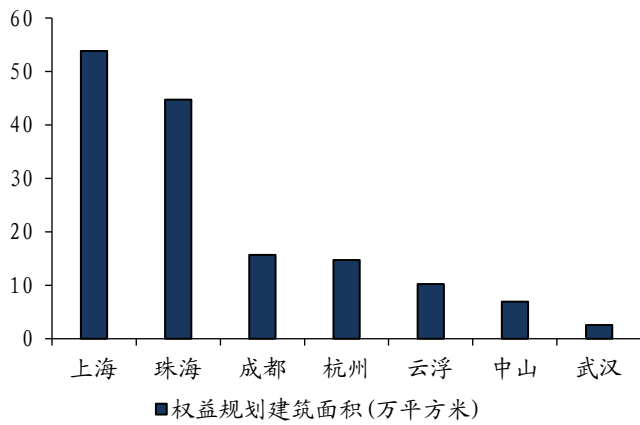
2022年公司积极创新拿地模式，除公开市场竞买外，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式获取优质项目，华南华东倾向自主拓展、西南华中倾向多元合作。我们统计了2022年1月1日至2023年7月14日华发股份在我国各城市拿地数据。期间，公司分别在上海、珠海、杭州、武汉等城市共新增22宗土地，总权益规划建面198.8万平。其中2022年拿地127.8万平，同比上升10.9%；2023年1-7月拿地43.4万平，同比上升368.5%，保持行业较高拿地强度。从区域看，公司在“大本营”华南区域拥有深厚的资源积累，对珠海、中山、云浮三城的项目大部分采取“以招拍挂为主、权益合作为辅”的策略，华南区域拿地权益比例高达77.5%；公司对华东大区采取“单独获取、自主开发”的方式获取项目，对上海、杭州两地优质项目尽可能获得垄断优势，华东区域公司拿地权益比例高达84.6%；公司对西南、华中两大市场开拓区域更多采用合作的拿地方式，在合作中取长补短并有效扩大业务版图，西南、华中区域公司拿地权益比例分别为55.9%、60.0%。目前，公司凭借开放的合作策略与华润置地、招商蛇口、葛洲坝等大型国企均长期保持良好的合作关系。

2.2.2. 增储聚焦上海，同时开拓成都、武汉两大高能级城市

公司继续采取聚焦战略，扎根珠海并加大对上海、武汉、杭州、成都等高能级城市的投资布局，努力开拓珠三角、长三角、长江中游等城市群的重点城市市场。2022年至2023年7月14日，公司以上海为增储重心，公司共在上海获取9块地块，新增土储总建面约91.1万平方米，权益规划建面约81.1万平方米。旨在使公司业务拓展重心向华东高能级城市拓展，帮助公司降低对大湾区单一业务核心的依赖，实现多元化发展。同

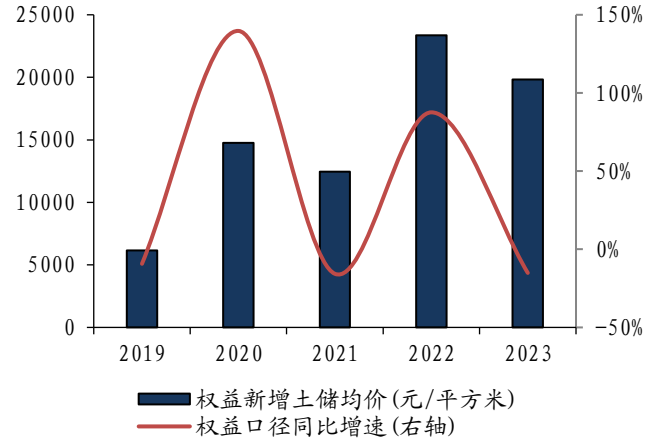
时公司持续增加在华南地区的拿地力度，其中珠海仍为华南地区发展重点，新增4块地块，成为公司第二大拿地目标城市，意在稳定公司在珠海地区的市场龙头地位。

图12: 2022-2023年华发股份各城新增土储权益建面



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图13: 2019-2023年华发股份权益新增土储均价及增速

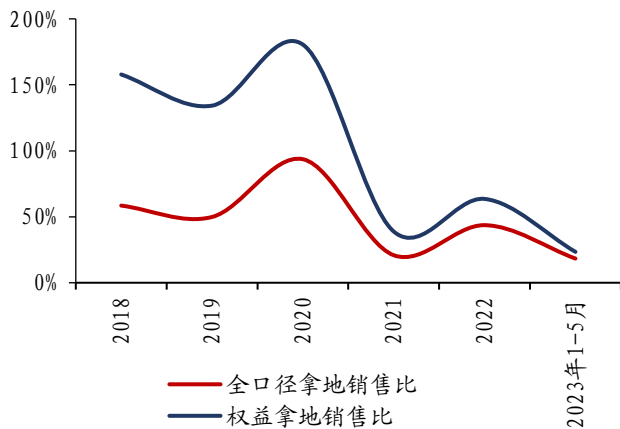


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.3. 土储: 拿地强度适时回升, 一、二线城市占比接近九成

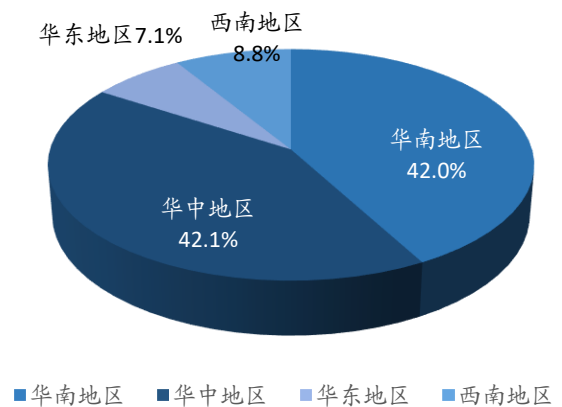
存量土储结构质优量足, 均处于发达地区高能级核心城市。根据2022年公司存量土储数据显示, 公司当前土储分布主要集中于华中和珠三角地区, 分别占比42.1%和42.0%, 其中华中地区土储主要集中于武汉和鄂州两座城市, 华南地区主要集中于珠海、中山和湛江几座城市。长三角和西部地区储量整体占比15.9%, 存量土储质地优秀, 主要集中于地区核心城市, 如上海、成都、昆明、绍兴、常熟等城市。

图14: 2018-2023年华发股份全口径、权益拿地销售比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 2022年-2023年5月公司披露华发股份土储分布

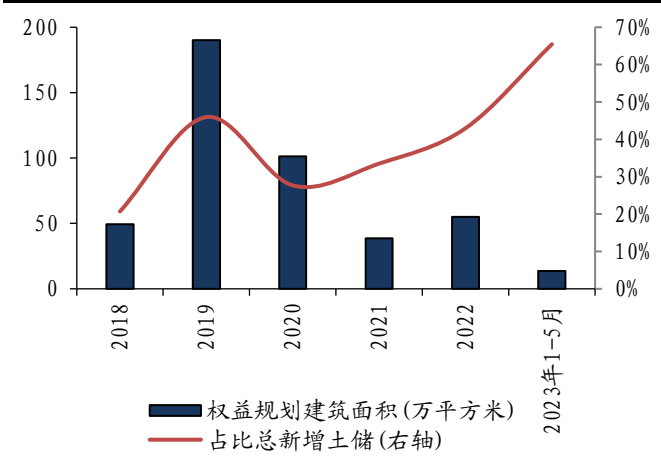


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

新增土储结构聚焦高能级城市, 华南、华东占比超八成, 华发股份存量土储结构不断优化升级, 助力企业及时满足市场销售去化趋势, 华东区域土储占比增至46.1%。2022年至2023年5月公司新增土储中, 公司依旧深耕华南, 将其作为发展核心区域。华南地区占新增土储总建面的41.6%, 其中珠海、中山新增土储占比分别为30.1%、4.7%, 占比接近5成表明公司将继续深耕华南区域, 稳住龙头区域基本盘。公司在华东新增土

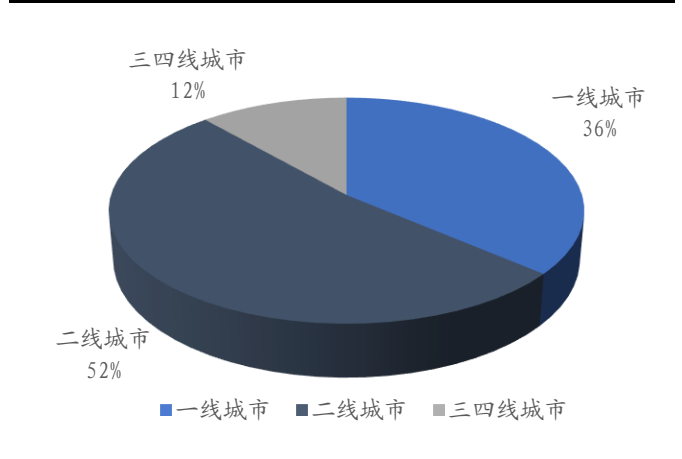
储 68.5 万平方米，占总新增储量的 46.1%，自 2020 年开始逐步提升。进一步开拓华东高能级城市的业务，如上海、杭州等城市在未来的发展潜力将帮助公司进一步优化土储结构。公司土储侧重于高能级核心城市，其中上海、成都、杭州拿地权益规划建面占比 36.2%、10.5%、9.9%，能够快速销售去化的核心城市土储增多，有利于公司在未来销售过程中更好地满足市场需求。

图16: 公司 2018-2023 年新增土储中华东区域占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图17: 2022-2023 年 5 月华发股份分城市新增土储



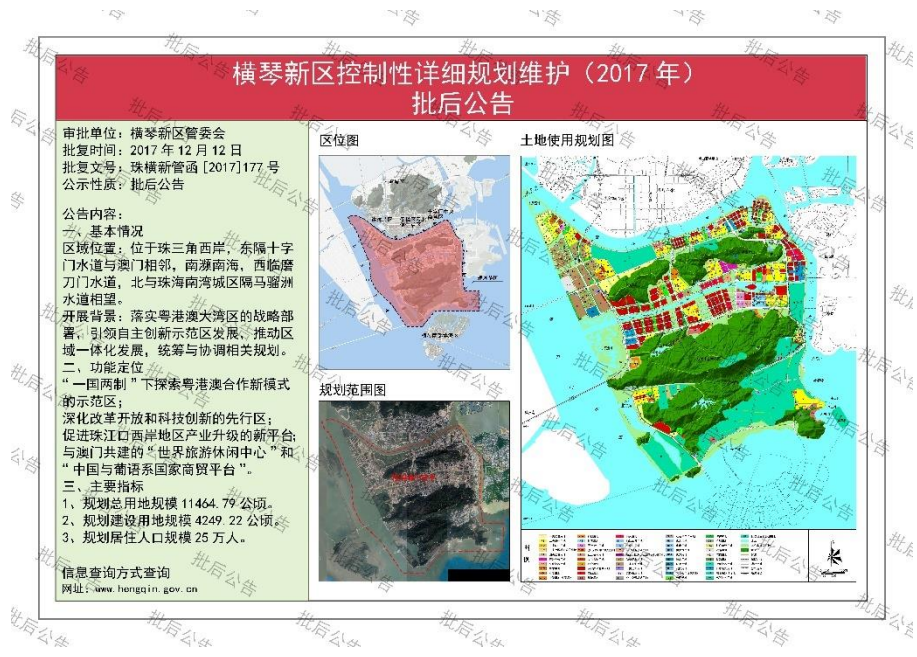
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 深入国家新区开发，股权激励效果显著，降本增效未来可期

3.1. 横琴粤港澳国家级合作开发区领头人，区域开发高度覆盖

2019 年 2 月，由中共中央、国务院印发实施的《粤港澳大湾区发展纲要》中明确：在空间布局上坚持以点带动，发挥澳门-珠海双强联合的引领带动作用深化澳珠合作，整体提升实力和全球影响力，引领粤港澳大湾区深度参与国际合作；珠海作为粤澳合作的“桥头堡”，《重点工作》中指出，横琴粤澳深度合作区应当做好“精准联系人”的定位。珠海市委第八届五次全会中明确提出：建立“澳门资本+全球技术+创新人才+横琴载体”的产业合作创新模式。截至 2018 年，在横琴注册的港澳企业已超过 3000 家。基础设施建设层面，珠澳两地将持续推进横琴粤澳合作产业园发展，加快推进项目相关基础设施与配套设施建设。

图18: 横琴粤澳深度合作区新区规划图



数据来源：横琴粤澳深度合作区城市规划和建设局官网，东吴证券研究所

华发集团肩负横琴粤澳深度合作区开发的国家战略使命，以十字门中央金融区为起点进行建设，根据城市发展和国家战略方向对珠海进行深度的土地开发、城市开发、工程建设等项目，其中包括十字门 CBD 湾仔片区，可通过珠港澳大桥直达的“华发琴澳新城”。新城最终将打造成为涵盖“会展、办公、商业、酒店”等功能为一体，占地面积约为 60 万平方米，总建筑面积约 240 万平方米的中央商务区。其中将包括以华发珠海中心为封面的总部办公集群，华发会展中心等珠三角设施最为先进的专业场馆、国际会展中心组团，以华发喜来登、珠海瑞吉酒店为代表的星级酒店集群。

公司进一步提升在珠海市的投资和土地开发力度，2022 年至 2023 年 5 月，公司在珠海市新获取 4 宗地块，新增土储总建面约 59.6 万平方米，权益规划建筑面积约 44.7 万平方米；其中珠海地区新增权益规划建筑面积占总体 30.1%，新增总建面占比达三成。

图19: 公司 2022 年-2023 年五月新增权益建面占比

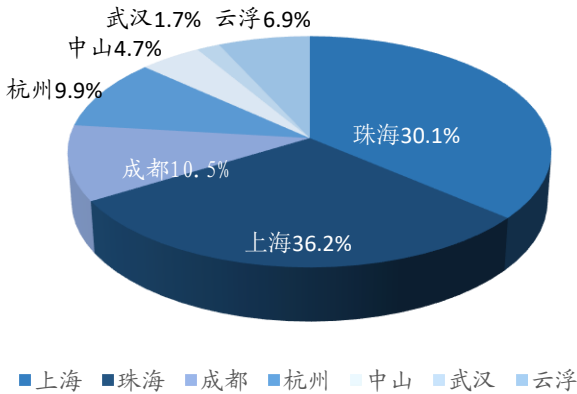
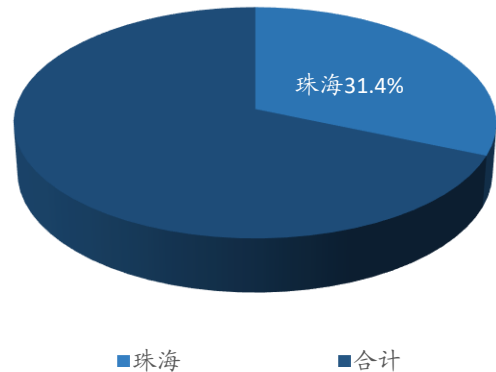


图20: 2022-2023 年 5 月公司珠海地区新增建总面占比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 完善管理层股权激励制度, 激励效果显著

公司实施长效激励机制和专项激励制度相结合的内部激励措施, 激励措施具体包括: 董事局专项奖励基金, 股权激励计划和投拓奖励机制等措施。2017 年公司实施了于 2015 年起草、通过审议的限制性股权激励计划, 该计划面向公司高管及员工共计授予 1260.9 万股。通过审核、审议、登记, 剔除自愿放弃的激励股份和注销已离职员工的激励股份, 转增股本方案实施后, 该股权激励计划向 8 名高管、122 名中层管理人员合计 130 人共授予 1260.9 万股。

该股权激励计划共有四个解锁期, 根据业绩考核达成情况解锁相应比例的股份数。激励授予的股份自授予日起 24、36、48、60 个月分别解除转让限制 25% 的股份数。2022 年 5 月 9 日进入第四个解锁期, 公司业绩考核等解锁条件已达成, 130 名激励对象实际共计解锁 315.2 限制性股票。相应限制性股票已于 5 月 9 日上市流通, 占公司总股本 0.15%。自此, 公司本次股权激励股份已经全部解锁完毕。

公司在股票期权激励方面横向对比保利发展、招商蛇口、万科等头部企业存在明显优势; 该激励计划不仅在公司核心经营指标方面做出明确业绩要求, 同时要求公司在保证主营业务占比的前提下相关业绩指标优于行业平均水平。该计划有效刺激公司在持续深耕主营业务、保证业绩成长性的同时在行业中确立优势地位。

表4：华发股份股权激励措施业绩考核目标及达成情况

解锁期	业绩考核目标	业绩达成情况	是否满足解锁条件
第一解锁期 流通日期：2019年5月7日	以2015年为基准年，2017年净利润增长率不低于20%；净资产收益率不低于8.5%；主营业务比率不低于97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值；同时，2017年净利润不低于2016年净利润值；	2017年，公司净利润增长率158.1%，净资产收益率12.47%，主营业务收入占比达101.4%。以上三个指标不低于同行业平均水平，且净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值。同时，2017年净利润不低于2016年净利润值。	满足解锁条件
第二解锁期 流通日期：2020年5月8日	以2015年为基准年，2018年净利润增长率不低于30%；净资产收益率不低于8.8%；主营业务比率不低于97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值；同时，2018年净利润不低于2016年净利润值；	2018年，公司净利润增长率248.7%，净资产收益率18.4%，主营业务收入占比100.4%。以上三个指标不低于同行业平均水平，且净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值。同时，2018年净利润不低于2017年净利润值。	满足解锁条件
第三解锁期 流通日期：2021年5月10日	以2015年为基准年，2019年净利润增长率不低于40%；净资产收益率不低于9%；主营业务比率不低于97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值；同时，2019年净利润不低于2016年净利润值；	2019年，公司净利润增长率381.5%，净资产收益率20.1%，主营业务收入占比99.2%。以上三个指标不低于同行业平均水平，且净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值。同时，2019年净利润不低于2018年净利润值。	满足解锁条件
第四解锁期 流通日期：2022年5月9日	以2015年为基准年，2020年净利润增长率不低于50%；净资产收益率不低于9.5%；主营业务比率不低于97%；上述三个指标都不低于同行业平均水平，净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值；同时，2020年净利润不低于2016年净利润值。	2020年，公司净利润增长率562%，净资产收益率3.75%，主营业务收入占比99.9%。以上三个指标不低于同行业平均水平，且净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值。同时，2020年净利润不低于2019年净利润值。	满足解锁条件

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

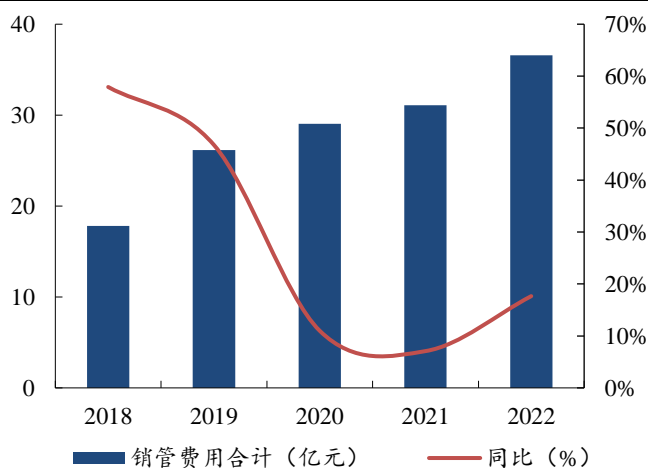
公司此次激励计划的四个解锁均达成，公司今年净利润、资产收益率表现惊艳，激励效果显著。较长时间的限售锁定期一定程度上加强了公司高管及中层管理人员于公司利益关系的绑定关系，叠加相应业绩指标要求，公司净利润较股权激励实施前有显著增长、净资产收益率维持较高水平。以2015年为基准，2020年公司净利润增长率为332.4%，

2020年净资产收益率为16.2%，激励效果显著，不排除公司会实行第二轮股权激励计划。

3.3. 积极优化控制销管费用，相关费率有望进一步降低

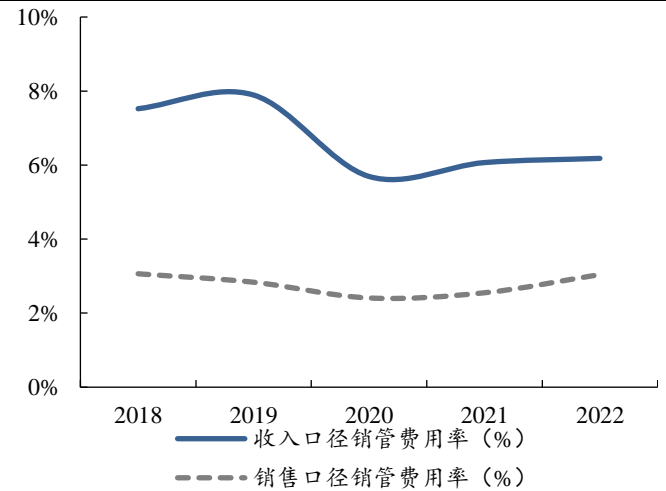
2022年以来，公司将销管费率稳定在6%左右的水平。根据2022年公司年报，公司收入口径销管费率为6.2%，销管费用合计36.6亿元。公司发展早期，由于规模扩张、抢占市场份额积极布局全国，公司2014至2018年5年期间平均收入口径销管费率为7.3%。伴随房地产市场逐步降温，公司开始积极开展多项降本提效措施，以控制开支，降低成本。

图21: 华发股份2018-2022年销管费用合计及同比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

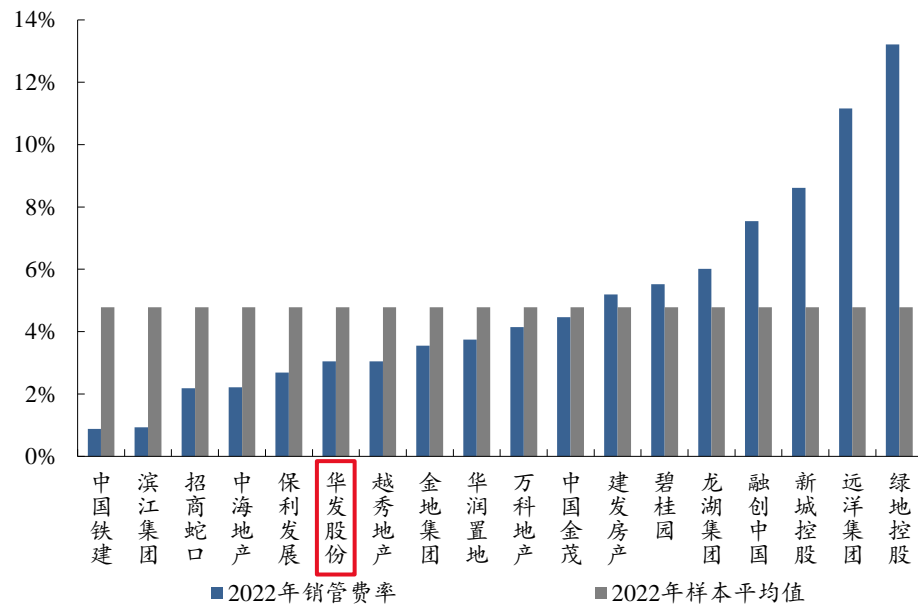
图22: 华发股份2018-2022年双口径费用率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

横向对比行业前30名开发企业，公司销管费率居平均水平，后续有望进一步对相关费率进行控制。公司近几年对于经营策略的调整略显成效，且计划将加强对公司内部的管理优化和成本管控，未来有望进一步压低相关费用率。

图23: 2022年头部房企相关费率横向对比



数据来源: 公司年报, wind, 东吴证券研究所

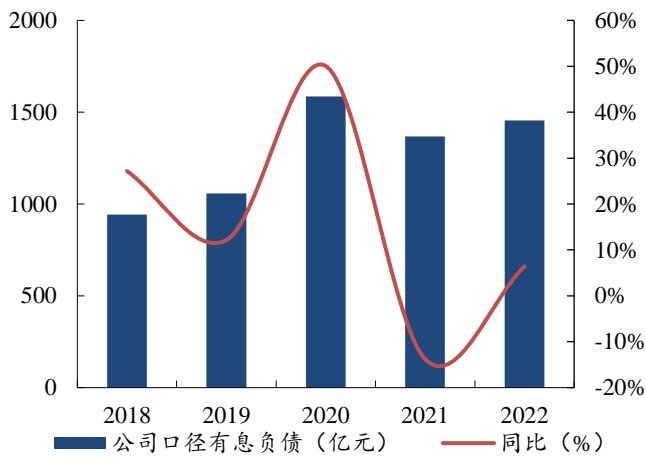
4. 融资成本低且量充裕, 债务结构健康合理

4.1. 债务结构稳定, 三道红线大幅改善

4.1.1. 有息负债稳中有升, 长期借款占主导位置

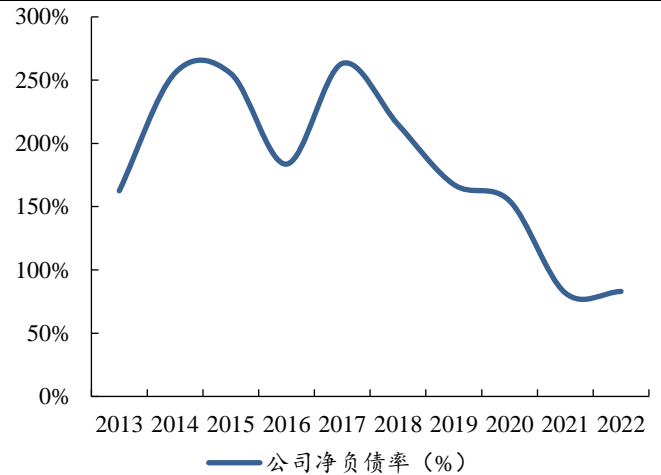
受益于房企融资政策放宽, 公司有息负债稳健增长, 净负债率处于相对稳健水平。2021 年公司有息负债规模为 1368 亿元, 同比减少 13.8%, 截至 2022 年 12 月 31 日, 公司有息负债规模达 1456 亿元, 同比增长 6.4%。公司各类融资渠道畅通, 积极响应国家房地产支持政策, 有息负债规模稳中有升。公司 2022 年全年公开发行境内债券超 160 亿元, 租赁住房类 REITs 储架规模达百亿, 同时公司积极相应证监会支持房地产市场平稳健康发展的“新五条”政策, 成为首批启动向特定对象发行 A 股股票工作的房地产企业之一, 本次发行拟募集资金 60 亿元。

图24: 华发股份 2018-2022 年公司口径有息负债及同比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

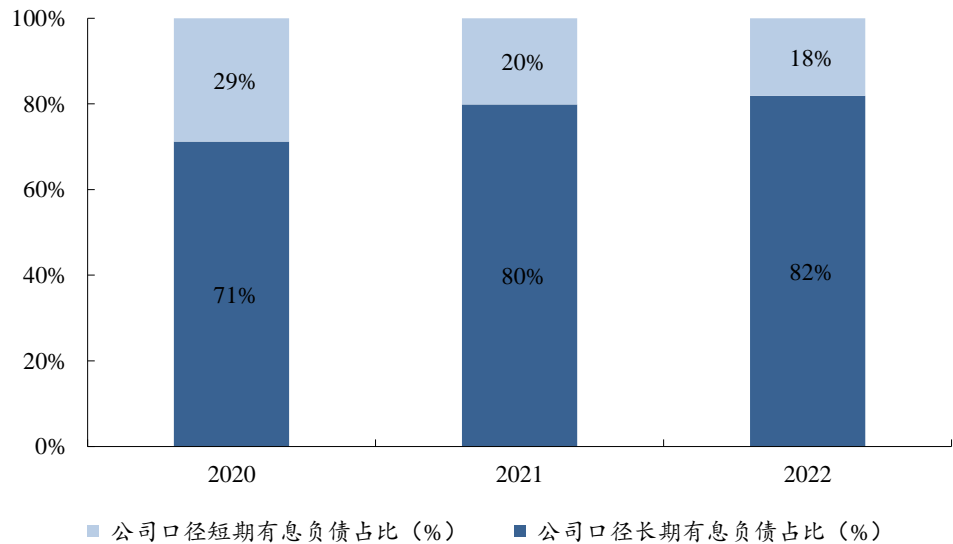
图25: 华发股份 2013-2022 年净负债率变化



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司有息负债结构稳定, 银行借款、长期有息负债占比为 82%。从融资方式来看, 2022 年公司定息融资占总融资比重为 42%, 较 2021 年有所提升。从融资期限来看, 2022 年公司不存在 1 年以内到期需要偿还的债务, 第 2 年到期、第 3 年到期、5 年以上到期债务占有息负债总额的比重分别为 5.3%、42.1%、52.6%。流动有息负债共计 263 亿元, 非流动有息负债共计 1192 亿元, 非流动有息负债占总负债八成以上。从公司现金流状况来看, 短期还款压力较小, 有息负债结构健康、可持续。

图26: 华发股份近三年公司口径有息负债结构变化



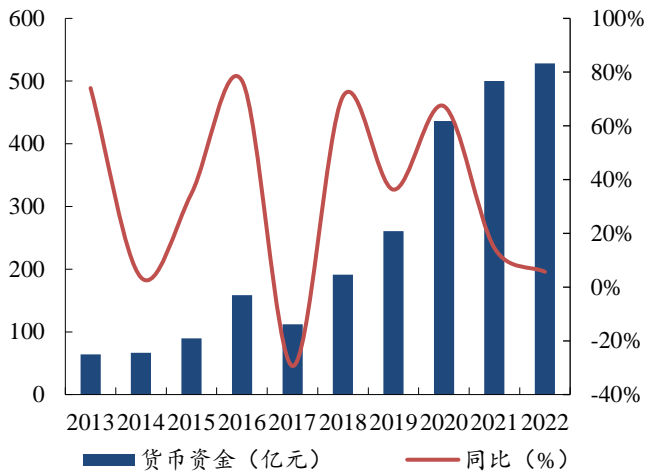
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

4.1.2. 三道红线维持绿档, 公司业务发展可持续

公司财务健康循环, 三道红线维持绿档。2021 年公司“由橙转绿”且维持绿档标准, 财务状况保持稳健, 金融风险小, 是公司融资渠道畅通的主要原因。2022 年公司剔除预

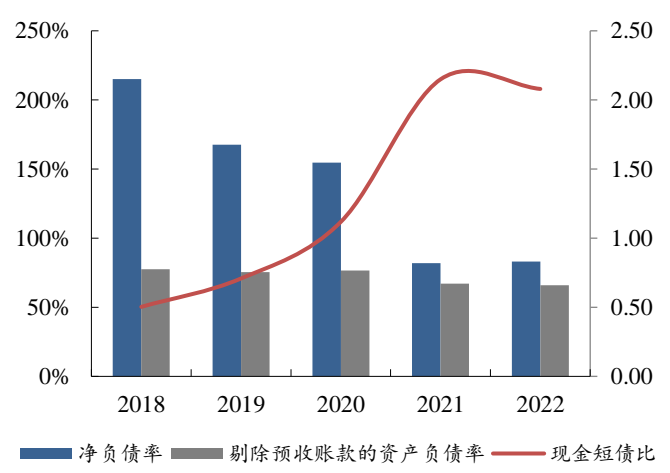
收账款的资产负债率为 66.0%，净负债率为 84.7%，现金短债比为 2.01。对比 2021 年，公司净负债率和剔除预收账款的资产负债率都在 2021 年的基础上得到了有效控制，净负债率指标较 2021 年年末的 90.5%进一步下调，主要系公司积极控制融资规模；现金短债比出现了较为明显的优化，明显优于 2021 年年末的 1.82 倍。另外，公司货币资金总额为 528 亿元，同比增长 5.7%，流动资产充裕且稳定，表明公司财务健康循环的同时，提高了资金的利用率。

图27：华发股份历年货币资金总量及同比增速



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图28：华发股份 2018-2022 年“三道红线”指标表现

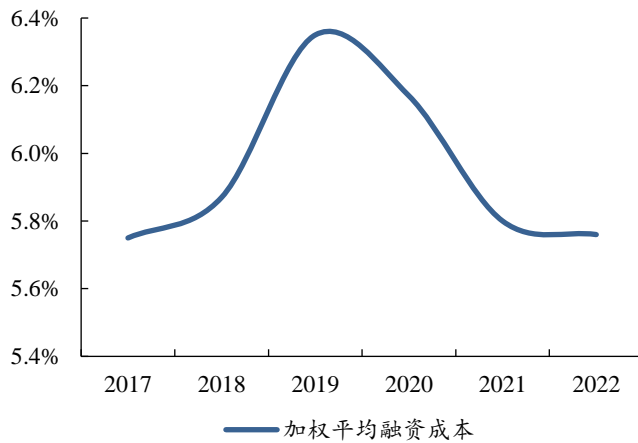


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.2. 优质股东信用背书，融资成本不断走低

公司平均借贷成本不断下降，彰显珠海市国资委控股背景的国企实力。过去三年房地产行业整体处于寒冬期，公司融资渠道仍保持通畅。2022 年，公司利用国内有利的市场融资环境补充流动资金，2022 年公司期末融资总额合计 1455 亿元，其中发行债券合计 121 亿元。2022 年公司整体平均融资成本同比下降 0.7 个百分点至 5.76%。相对稳定的财务指标及优质的股东为公司背书，公司平均借贷成本实现连续下降。

图29：华发股份 2017-2022 年加权平均融资成本趋势



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.3. 集团公司财务支持，华发股份 2021 年“三道红线”全面转绿

2013-2017 年，由于公司处于快速扩张期，导致公司财务状况表现较差。期间公司净资产负债率始终维持在 150% 以上，同时公司剔除预收账款的资产负债率为 78.6%，公司现金短债比为 0.57 倍。2017 年，在公司管理层提出要求严抓销售回款的背景下，各项指标出现明显好转，公司净资产负债率逐年下降。2020 年公司净负债率下降至 154.6%，但各项指标仍未被归于绿档，各项财务指标存在较大改善空间。

图30：华发股份 2013-2022 年公司资产负债率

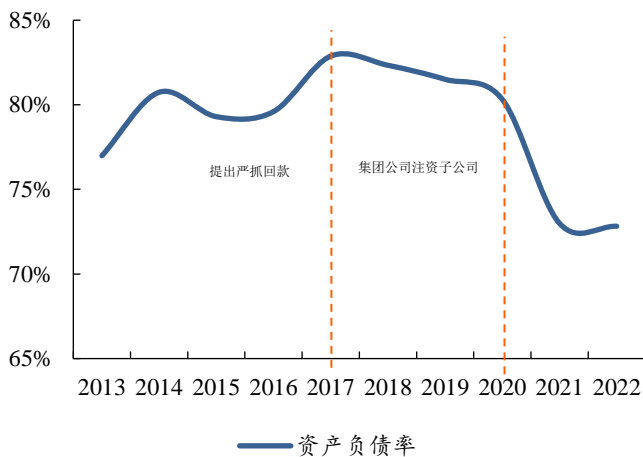
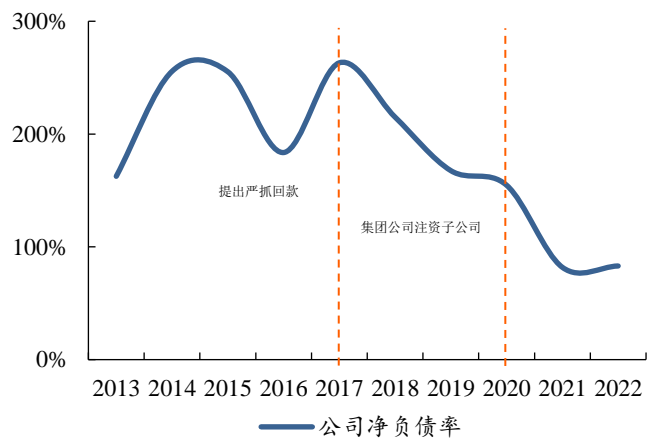


图31：华发股份 2013-2022 年公司净负债率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

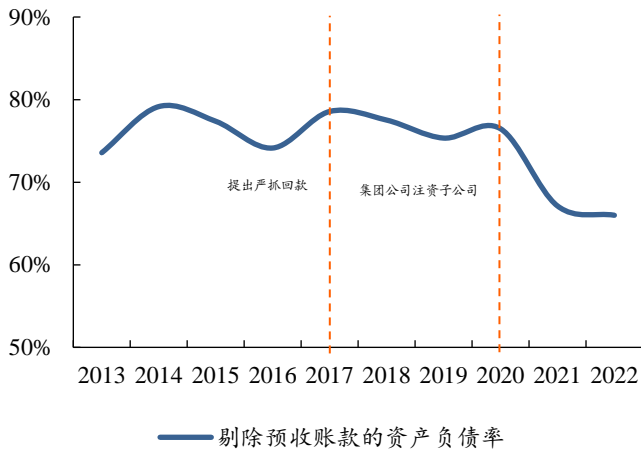
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

自 2020 年至 2022 年，集团公司合计共进行增资 607 亿元，2020 年 12 月公司与控股股东华发集团共同增资公司子公司海川地产有限公司，各出资 49.5 亿元；2021 年 5 月及同年 10 月，公司与集团公司继续进行对海川地产有限公司的增资，两轮合计出资 99.5 亿元和 398 亿元。2022 年 3 月，公司再次增资，金额 10 亿元。

2020 年至 2022 年，公司财务状况得到迅速改善，2021 年公司各项财务指标满足绿

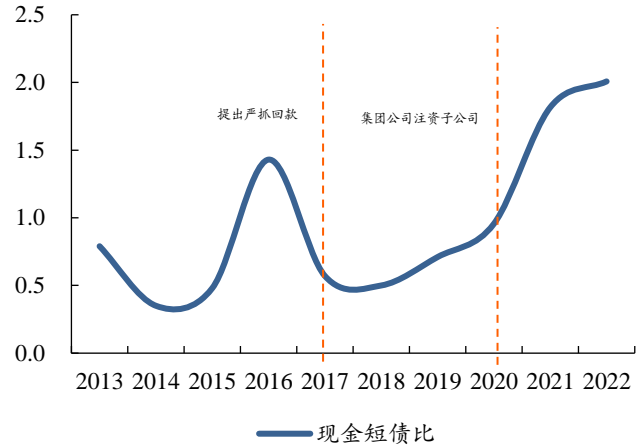
档条件并被划入绿档。2021年公司净负债率同比下降50.1%，同时余下两项财务指标同样得到大幅改善，剔除预收账款的资产负债率为67.1%，现金短债比为1.82倍，符合三道红线监管的“绿档”标准。

图32: 华发股份2013-2022年剔除预收账款资产负债率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图33: 华发股份2013-2022年公司现金短债比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

将以上金额拆分后, 其中来自于集团公司的增资金额为302亿元。根据公司所披露信息, 公司与合作方股东以“同股同权”方式进行合作, 不存在少数股东不同比例分配、保底回购、强制, 优先分红、对赌等相关情形。且公司同时说明, 在不影响海川地产有限公司正常运行的前提下, 各股东可调用公司的盈余资金。华发集团雄厚充裕的后备财源将为华发股份未来发展提供强有力的支持。

4.4. 积极推进定向增发工作, 踊跃响应市场相关政策

公司积极响应证监会“新五条”政策, 拟通过向特定对象发行股票募集资金不超过60亿元。2022年, 公司积极响应证监会支持房地产市场平稳健康发展的“新五条”政策, 成为首批启动向特定对象发行A股股票工作的房地产企业之一, 公司积极推进该发行工作本次发行拟募集资金不超过60亿元, 不超过公司发行前总股本的30%, 发行价格将以不低于定价基准日前20个交易日均价的80%进行定价。

本次发行工作对华发股份财务表现、现金流表现和业务经营等方面将产生积极正面影响。截至2022年12月31日, 公司资产负债率为72.8%, 处于合理水平, 本次定向发行股票, 可以帮助公司进一步降低资产负债率, 减少偿债风险, 改善财务结构, 为公司后续债务融资提供空间和保障, 发行完成后, 公司净资产规模将大幅增加, 从而公司资产负债率将有所降低, 公司负债结构将更为稳健。同时, 目前公司需要强有力的资金对公司充沛的土地储备进行支持, 通过本次特定对象发行股票募集资金, 可以增加公司货币资金的流入, 进一步增强公司资金实力, 拓展公司经营规模。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

1) 房地产业务: 今年该业务收入占总营收 95%以上。2020 年, 公司拿地强度较低, 主要系上半年受疫情影响。2021 年公司在行业下行背景下逆势提升投资强度、增加优质土储, 未来将受益于行业供给侧出清的环境, 销售结转业绩确定性强, 2023 年至 2025 年将继续保持营业收入高增长的趋势。毛利率方面, 2021 年公司拿地毛利率受行业影响有所下行, 或将对 2023 年结转毛利产生影响。预计公司房地产业务 2023 至 2025 年营收分别为 649.4、726.1 和 794.7 亿元, 增速分别为 14.4%、11.8%和 9.5%。

2) 其他业务: 公司其他业务营收占比较低, 参考公司今年的其他业务收入及增速, 我们认为公司其他业务收入增长较慢, 预计公司其他业务 2023-2025 营收分别为 25.3、26.5、27.9 亿元, 增速分别为 5.0%、5.0%和 5.0%。

综上所述我们可以得到公司未来三年的总营收分别为 674.7、752.6、822.6 亿元, 三年增速分别为 14.0%、11.6%和 9.3%, 我们预期未来三年公司营业成本分别为 542.0、600.3 和 650.5 亿元, 因此公司未来三年毛利率分别为 19.7、20.2 和 20.9%。

表5: 华发股份营收及毛利率预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
房地产业务 (亿元)	567.8	649.4	726.1	794.7
YOY	16.8%	14.4%	11.8%	9.5%
其他业务 (亿元)	24.1	25.3	26.5	27.9
YOY	-8.9%	5.0%	5.0%	5.0%
总营收 (亿元)	591.9	674.7	752.6	822.6
YOY	15.5%	14.0%	11.6%	9.3%
营业成本 (亿元)	472.4	542.0	600.3	650.5
YOY	24.3%	14.7%	10.8%	8.4%
毛利率	20.2%	19.7%	20.2%	20.9%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

5.2. 投资建议

首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 12.5 元。公司国资股东禀赋优势, 优质土储扎根一、二线城市, 持续布局高能级城市, 紧随国家新区战略发展规划脚步, 近年销售表现领先, 未来业绩确定性较强。预测其 2023、2024、2025 年归母净利润为 29.0、32.2、35.3 亿元, 对应的 EPS 分别为 1.37、1.52、1.67 元/股。我们选取行业内具备国央企背景、全国化布局的 6 家代表性房企作为可比公司进行估值, 根据可比公司估值情况, 我们给予公司 2023 年 9.1X 的 PE 估值, 对应每股价格为 12.5 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值

公司名称	代码	截至7月 20日收盘 价(元)	EPS (元/股)				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华润置地	1109.HK	31.95	3.94	4.42	4.89	5.38	8.1	6.5	5.9	5.4
保利发展*	600048.SH	12.76	1.53	1.73	1.94	2.19	8.2	7.3	6.4	5.7
招商蛇口*	001979.SZ	12.57	0.55	0.85	1.28	1.58	21.7	16.0	9.3	6.6
越秀地产*	0123.HK	8.84	1.28	1.41	1.59	1.81	7.3	6.6	5.9	5.2
中国海外发展	0688.HK	16.52	2.13	2.51	2.76	3.08	8.7	6.0	5.5	4.9
首开股份	600376.SH	3.93	-0.18	0.17	0.28	0.41	—	23.1	13.9	9.7
调整后平均值	—	—	—	—	—	—	8.3	9.1	6.9	5.7
华发股份	600325.SH	9.30	1.22	1.37	1.52	1.67	7.6	6.8	6.1	5.6

数据来源: 标*上市公司为已覆盖公司, 采用我方盈利预测, 其余公司估值采用 wind 一致预期, 东吴证券研究所注: 调整后平均值计算方法为剔除最高值和最低值后取平均值。相关数据的货币单位均为人民币, 港币人民币汇率为 0.88。

6. 风险提示

- 1) 行业下行压力超预期: 若供给端政策优化不足, 房企信用环境将持续恶化, 造成需求端信心持续不足, 行业下行压力加大;
- 2) 疫情反复、发展超预期: 新冠病毒持续变异, 传染性增强或导致疫情反复、发展超预期, 对住房建设进度、房地产市场产生负面影响。
- 3) 调控政策放松不及预期、收紧超预期。

华发股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	350,880	364,959	380,434	396,172	营业总收入	59,190	67,466	75,264	82,259
货币资金及交易性金融资产	52,876	48,443	46,220	46,395	营业成本(含金融类)	47,243	54,201	60,028	65,049
经营性应收款项	4,309	4,037	3,975	3,930	税金及附加	2,610	2,975	3,387	3,866
存货	243,544	256,108	268,738	280,163	销售费用	1,900	2,159	2,408	2,632
合同资产	10	13	15	16	管理费用	1,758	2,024	2,258	2,468
其他流动资产	50,140	56,357	61,487	65,668	研发费用	108	101	113	123
非流动资产	51,811	60,373	68,480	76,260	财务费用	229	260	310	444
长期股权投资	25,217	28,417	31,117	33,617	加:其他收益	35	40	45	49
固定资产及使用权资产	4,092	4,167	4,314	4,531	投资净收益	1,538	1,619	1,731	1,892
在建工程	588	688	788	888	公允价值变动	173	0	0	0
无形资产	494	524	559	599	减值损失	-840	-280	-280	-280
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	2	2
长期待摊费用	180	202	224	244	营业利润	6,249	7,127	8,258	9,339
其他非流动资产	21,240	26,375	31,477	36,380	营业外净收支	34	43	42	40
资产总计	402,691	425,332	448,914	472,432	利润总额	6,283	7,170	8,300	9,380
流动负债	173,763	186,394	199,596	212,378	减:所得税	1,557	1,793	2,116	2,533
短期借款及一年内到期的非流动负债	25,405	26,405	27,405	28,405	净利润	4,726	5,378	6,183	6,847
经营性应付款项	34,531	36,969	39,108	41,512	减:少数股东损益	2,148	2,474	2,968	3,321
合同负债	80,321	89,431	99,046	107,330	归属母公司净利润	2,578	2,904	3,215	3,526
其他流动负债	33,506	33,588	34,037	35,131	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.22	1.37	1.52	1.67
非流动负债	119,479	124,895	130,066	135,005	EBIT	4,765	6,126	7,195	8,250
长期借款	82,584	87,458	92,087	96,485	EBITDA	5,224	6,591	7,693	8,783
应付债券	23,288	23,838	24,388	24,938	毛利率(%)	20.18	19.66	20.24	20.92
租赁负债	967	960	952	943	归母净利率(%)	4.36	4.30	4.27	4.29
其他非流动负债	12,640	12,640	12,640	12,640	收入增长率(%)	15.51	13.98	11.56	9.29
负债合计	293,242	311,288	329,662	347,383	归母净利润增长率(%)	-19.31	12.65	10.72	9.67
归属母公司股东权益	19,743	21,863	24,104	26,580					
少数股东权益	89,707	92,180	95,148	98,469					
所有者权益合计	109,449	114,044	119,252	125,049					
负债和股东权益	402,691	425,332	448,914	472,432					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	38,344	-914	1,324	3,702	每股净资产(元)	8.44	9.44	10.49	11.66
投资活动现金流	-46,530	-7,367	-6,834	-6,385	最新发行在外股份(百万股)	2,117	2,117	2,117	2,117
筹资活动现金流	11,001	3,845	3,283	2,853	ROIC(%)	1.55	1.86	2.07	2.23
现金净增加额	2,818	-4,436	-2,228	170	ROE-摊薄(%)	13.06	13.28	13.34	13.27
折旧和摊销	458	465	498	533	资产负债率(%)	72.82	73.19	73.44	73.53
资本开支	-30,705	-626	-737	-848	P/E(现价&最新股本摊薄)	7.62	6.77	6.11	5.57
营运资本变动	-9,869	-7,162	-5,778	-4,062	P/B(现价)	1.10	0.98	0.88	0.80

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>