



买入

26% ↑

目标价格: 人民币11.28

600325.SS

价格: 人民币 8.92

目标价格基础: NAV 折价

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	23	17	19	(12)
相对新华富时A50指数	12	13	13	(1)

发行股数(百万)	817
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	5,685
3个月日均交易额(人民币 百万)	114
12月末净负债率(%)	70.7
12年末每股重估净资产值(人民币)	20.15
主要股东(%)	
珠海华发集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年2月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

周路

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001

*袁豪为本报告重要贡献者

华发股份

销售、业绩双双低于预期

华发股份2011年净利润同比上涨2%至7.7亿元, 每股收益0.94元, 低于预期; 销售额估计约为40多亿元, 销售表现欠佳; 新增权益土地储备222万平方米, 总储备达800万平方米, 土地储备丰富; 净负债率为72.0%, 短期的资金压力不大。鉴于受到地产行业调控的影响, 我们下调公司2012-13年的业绩预测至1.19元和1.46元, 维持目标价11.28元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司2011年实现净利润7.7亿元, 同比小幅上涨2%, 每股收益0.94元, 低于我们预期。
- 公司2011年销售额估计约为40多亿元, 仅完成2010年销售额73亿元的近60%左右, 销售表现欠佳。
- 2011年, 公司预收帐款为45.8亿元, 较三季报时期减少了约16亿元, 锁定了我们对公司2012年预测收入的60%。
- 2011年, 公司新增权益土地储备222万平方米, 总土地储备建筑面积近800万平方米, 可以支持公司未来4-5年的开发需求, 土地储备丰富。
- 2011年, 公司净负债率为72.0%, 较三季度末的60.9%上涨约11个百分点, 维持在行业平均水平; 公司手持货币资金约26.9亿元, 而短债合计18.4亿元, 短期资金压力不大。

评级面临的主要风险

- 房地产政策收紧幅度超预期。

估值

- 鉴于受到地产行业调控的影响, 我们下调公司2012-13年的业绩预测至1.19元和1.46元, 维持目标价11.28元, 相当于9.5倍2012年市盈率和2012年NAV 44%的折让, 目前估值具备一定安全边际, 同时考虑到公司丰富的项目储备以及未来有望接手横琴岛十字门CBD二级开发而带来的发展前景, 我们维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,875	5,993	8,415	11,632	13,414
变动(%)	47	2	40	38	15
净利润(人民币 百万)	752	770	975	1,193	1,406
全面摊薄每股收益(人民币)	0.920	0.942	1.193	1.460	1.721
变动(%)	10.6	2.4	26.6	22.4	17.9
先前预测每股收益(人民币)			1.379	1.791	
调整幅度(%)			(13.5)	(18.5)	
市盈率(倍)	9.7	9.5	7.5	6.1	5.2
每股现金流量(人民币)	3.84	0.89	0.16	5.14	8.41
价格/每股现金流量(倍)	2.3	10.0	55.6	1.7	1.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.8	11.2	8.8	5.6	2.3
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.127	0.155	0.183
股息率(%)	1.1	1.1	1.4	1.7	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比小幅上涨 2%，低于我们预期

2011 年，公司实现营业收入总额 59.9 亿元，较上年同期上升 2%；归属于上市公司股东的净利润 7.7 亿元，较上年同期小幅上涨 2%，合每股收益 0.94 元，低于我们的预期。

公司业绩低于我们预期主要是因为由于行业调控（尤其是四季度珠海的“双限”政策）导致公司销售的不畅，进而影响到了施工进度。

公司 2012 年可能结算项目较多，主要包括：华发世纪城四期，华发生态庄园二期、包头华发新城一期、华发水郡花园二期和大连华发新城一期等，以上项目基本上都将在 2012 年竣工，并且这部分停留在公司预收款项上的金额共有 33.2 亿元，理论上都可在 2012 年结算。

图表 1. 华发股份 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业收入	5,875	5,993	2
营业成本	(3,925)	(3,667)	(7)
营业税	(596)	(735)	23
毛利润	1,354	1,591	18
其他收入	(3)	(7)	145
销售费用	(127)	(163)	28
管理费用	(188)	(292)	55
营业利润	1,036	1,129	9
投资收益	5	2	(68)
财务费用	(25)	(25)	(2)
营业外收支	(4)	13	(381)
税前利润	1,012	1,119	11
所得税	(246)	(341)	39
少数股东权益	(14)	(8)	(45)
归属上市公司股东净利润	752	770	2
主要比率(%)			
毛利率	23	27	
经营利润率	18	19	
净利率	13	13	

资料来源：公司数据

2011 年销售表现欠佳

2011 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 43.8 亿元，比上年同期下降 39.0%。前期我们估计公司 2011 年前三季度的合同销售金额约为 34 亿元左右，考虑到四季度的销售回款和结算金额，我们估计公司 2011 年全年的合同销售金额约为 40 多亿元，其中，四季度的合同销售金额约为 10 亿元左右。前三季度中，两个主力销售楼盘华发新城六期和华发蔚蓝堡销售还比较理想，不过其他如珠海的别墅项目和外地的项目去化表现就不是很理想了，到了四季度，珠海出台“双限”政策，而其主力销售项目新城六期就在香洲主城区内，均价在 15000-16000 元/平方米之间，正巧属于限购限价范围，最终导致公司四季度销售也不甚理想。总体而言，公司前 2011 年只完成了 2010 年销售额 73 亿元的近 60%左右，全年销售表现欠佳。

2011 年，公司预收帐款为 45.8 亿元，较三季报时期减少了约 16 亿元，锁定了我们对公司 2012 年预测收入的 60%。

土地储备丰富，可支持公司 4-5 年的开发需求

2011 年，公司新增权益土地储备 222 万平方米，需要支付 25.6 亿元的土地款。目前，公司总土地储备建筑面积近 800 万平方米，可以支持公司未来 4-5 年的开发需求，土地储备丰富。2011 年土地储备的大幅增加，导致了虽然 2012 年价格有所调整，但总体 NAV 仍然维持在 20.15 元。

图表 2. 华发股份 2011 年拿地情况

地块	公告时间	权益 (%)	规划建筑 (万平米)	权益建筑 (万平米)	成交金额 (亿元)	公司支付金额 (亿元)
重庆南岸区弹子石组团 C 分区	2011 年 1 月 20 日	50	8.1	4.1	2.1	1.0
大连旅顺口国用(2011)第 0412090 号	2011 年 1 月 15 日	80	20.0	16.0	6.8	5.4
沈阳浑南新区 E19-4 号地块	2011 年 6 月 2 日	100	17.0	17.0	3.3	3.3
盘锦 PSGC2011 太 026 号~032 号	2011 年 6 月 14 日	100	63.1	63.1	1.8	1.8
大连旅顺口(2011)-58 号地块	2011 年 7 月 9 日	100	1.8	1.8	0.2	0.2
沈阳市东陵区（浑南新区）七宗地块	2011 年 10 月 28 日	100	120.2	120.2	13.9	13.9
合计			230.2	222.2	28.0	25.6

资料来源：公司数据

短期的资金压力不大，但负债水平有上行趋势

2011 年，公司资产负债率为 69.2%，较三季度末的 72.2% 下降 2 个百分点；净负债率为 72.0%，较三季度末的 60.9% 上涨约 11 个百分点，维持在行业平均水平，但若后续仍旧销售不畅，同时外地项目继续大量开工，净负债率将有继续上行的压力；公司手持货币资金约 26.9 亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债合计 18.4 亿元，公司短期的资金压力不大。

下调业绩预测，维持买入评级

鉴于受到地产行业调控的影响，我们下调公司 2012-13 年的业绩预测至 1.19 元和 1.46 元，维持目标价 11.28 元，相当于 9.5 倍 2012 年市盈率和 2012 年 NAV 44% 的折让，目前估值具备一定安全边际，同时考虑到公司丰富的项目储备以及未来有望接手横琴岛十字门 CBD 二级开发而带来的发展前景，我们维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,875	5,993	8,415	11,632	13,414
销售成本	(4,521)	(4,401)	(6,255)	(8,923)	(10,521)
经营费用	(297)	(425)	(602)	(840)	(969)
息税折旧前利润	1,057	1,166	1,558	1,869	1,923
折旧及摊销	(18)	(29)	(36)	(42)	(48)
经营利润(息税前利润)	1,039	1,137	1,522	1,827	1,875
净利息收入/(费用)	(25)	(25)	(48)	(22)	69
其他收益/(损失)	(2)	7	3	3	3
税前利润	1,012	1,119	1,477	1,808	1,948
所得税	(246)	(341)	(369)	(452)	(487)
少数股东权益	(14)	(8)	(133)	(163)	(54)
净利润	752	770	975	1,193	1,406
核心净利润	752	770	975	1,193	1,406
每股收益(人民币)	0.920	0.942	1.193	1.460	1.721
核心每股收益(人民币)	0.920	0.942	1.193	1.460	1.721
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.127	0.155	0.183
收入增长(%)	47	2	40	38	15
息税前利润增长(%)	20	9	34	20	3
息税折旧前利润增长(%)	18	10	34	20	3
每股收益增长(%)	11	2	27	22	18
核心每股收益增长(%)	11	2	27	22	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,012	1,119	1,477	1,808	1,948
折旧与摊销	18	29	36	42	48
净利息费用	25	25	48	22	(69)
运营资本变动	2,304	(148)	(1,553)	2,277	4,869
税金	(247)	(332)	(369)	(452)	(487)
其他经营现金流	29	32	492	505	564
经营活动产生的现金流	3,140	725	131	4,202	6,873
购买固定资产净值	(1,293)	(2,838)	(122)	(134)	(147)
投资减少/增加	107	(268)	0	0	0
其他投资现金流	5	2	3	3	3
投资活动产生的现金流	(1,181)	(3,104)	(119)	(131)	(144)
净增权益	339	239	0	0	0
净增债务	(371)	1,080	1,581	(2,000)	1,000
支付股息	(82)	(82)	(82)	(103)	(127)
其他融资现金流	(431)	(489)	(543)	(530)	(498)
融资活动产生的现金流	(544)	748	957	(2,633)	376
现金变动	1,415	(1,631)	969	1,438	7,105
期初现金	2,910	4,325	2,694	3,663	5,101
公司自由现金流	1,959	(2,379)	13	4,071	6,729
权益自由现金流	1,158	(1,788)	1,051	1,541	7,231

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	4,325	2,694	3,663	5,101	12,205
应收帐款	0	1	1	1	1
库存	14,095	16,379	20,791	20,040	14,357
其他流动资产	1,346	2,792	2,874	2,999	3,131
流动资产总计	19,766	21,866	27,328	28,142	29,696
固定资产	433	518	609	706	810
无形资产	62	61	60	59	58
其他长期资产	66	96	91	87	83
长期资产总计	561	675	760	852	951
总资产	20,326	22,540	28,088	28,993	30,646
应付帐款	1,005	1,839	1,858	1,876	1,895
短期债务	1,220	1,842	2,500	2,500	2,500
其他流动负债	6,151	6,049	9,010	10,644	9,943
流动负债总计	8,377	9,730	13,368	15,020	14,339
长期借款	5,398	5,856	6,779	4,779	5,779
其他长期负债	3	3	3	3	3
股本	817	817	817	817	817
储备	4,945	5,421	6,275	7,365	8,645
股东权益	5,762	6,238	7,092	8,182	9,462
少数股东权益	787	714	847	1,010	1,064
总负债及权益	20,326	22,540	28,088	28,993	30,646
每股帐面价值(人民币)	7.05	7.63	8.68	10.01	11.58
每股有形资产(人民币)	6.98	7.56	8.61	9.94	11.51
每股净负债/(现金)(人民币)	2.81	6.12	6.87	2.67	(4.81)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)					
息税前利润率(%)	18.0	19.5	18.5	16.1	14.3
税前利润率(%)	17.7	19.0	18.1	15.7	14.0
净利率(%)	17.2	18.7	17.5	15.5	14.5
流动性	12.8	12.9	11.6	10.3	10.5
流动比率(倍)					
利息覆盖率(倍)	2.4	2.2	2.0	1.9	2.1
净权益负债率(%)	17.6	33.5	13.6	16.7	18.1
速动比率(倍)	35.0	72.0	70.7	23.7	净现金
估值	0.7	0.6	0.5	0.5	1.1
市盈率(倍)					
核心业务市盈率(倍)	9.7	9.5	7.5	6.1	5.2
目标价对应核心业务市	9.7	9.5	7.5	6.1	5.2
盈率(倍)					
市净率(倍)	12.3	12.0	9.5	7.7	6.6
价格/现金流(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8
企业价值/息税折旧前利	2.3	10.0	55.6	1.7	1.1
润(倍)					
周转率	9.8	11.2	8.8	5.6	2.3
存货周转天数					
应收帐款周转天数	1,023.2	1,263.6	1,084.5	835.1	596.6
应付帐款周转天数	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
回报率	47.8	86.6	80.2	58.6	51.3
股息支付率(%)					
净资产收益率(%)	10.9	10.6	10.6	10.6	10.6
资产收益率(%)	13.9	12.8	14.6	15.6	15.9
已运用资本收益率(%)	4.2	3.7	4.5	4.8	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371