



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 南方之珠 新时代新征程增发来助力

### ——华发股份（600325）事件点评

2015 年 10 月 18 日

推荐/维持

华发股份

事件点评

#### 事件：

公司发布公告，中国证监会发审委对公司非公开发行股票的申请进行了审核。根据会议审核结果，公司本次非公开发行股票的申请获得审核通过。

#### 主要观点：

##### 1. 增发将提升公司的盈利能力

公司在房地产领域深耕细作30余年，华发品牌家喻户晓，产品品质有口皆碑，奠定了公司在珠海的区域龙头地位。公司目前在珠海地区的项目占据营业收入的主要部分，公司2012年度、2013年度、2014年度在珠海地区销售占房地产销售收入比例分别为69.80%、71.67%、72.88%，形成毛利占公司房地产业务毛利总额的比例分别为85.34%、79.89%、89.23%。公司在巩固珠海大本营的同时，加速推进在上海、武汉等重点城市的市场布局。面对行业的新形势和特点，公司发挥自身的品牌优势积极向长三角和长江经济带布局，公司将迎来又一次发展良机。公司在稳健走向全国的同时积极谋求产业转型，借力互联网+，我们看好公司的成长。

根据本次非公开发行股票，公司将向包括华发集团在内的不超过十名符合中国证监会规定的特定投资者，本次非公开发行股票数量合计不超过38,125万股（含38,125万股），拟募集资金总额不超过431,200万元，本次发行底价为11.31元/股。本次增发将投向广州荔湾区铝厂一、二期地块商住及拆迁安置房项目、广州白云区商住及保障房项目、珠海华发水岸花园项目、南宁华发四季项目和威海华发九龙湾中心（地块三）项目。公司从增发项目看，多数项目在公司已有多年开发经历的珠三角地区，具备很好的品牌优势，这些项目将给公司今后几年带来很好的营业收入和盈利增长。

#### 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

#### 杨赛

021-65465582

y angqian@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480514060001

#### 梁小翠

010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

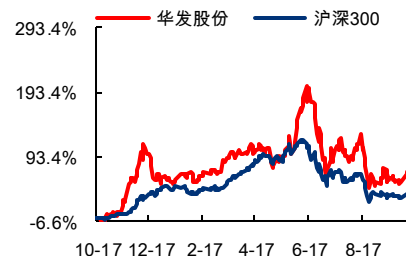
执业证书编号：

S1480115080094

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	14.15-7.84
总市值（亿元）	115.61
流通市值（亿元）	115.61
总股本/流通 A 股（万股）	81705/81705
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.35

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《华发股份（600325）：业绩平稳增长 产业转型一触即发》2015-09-01

单击此处输入文字。

表 1:

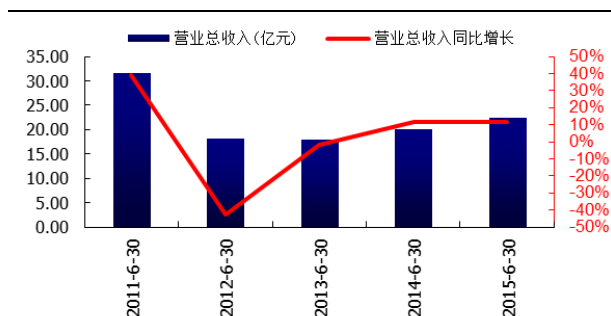
序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟募集资金投资 (万元)
1	广州荔湾区铝厂一、二期地块商住及拆迁安置房项目	233,963.00	72,900.00
2	广州白云区集贤庄商住及保障房项目	200,745.00	59,900.00
3	珠海华发水岸花园项目	348,960.00	130,600.00
4	南宁华发·四季项目	98,505.38	33,700.00
5	威海华发·九龙湾中心（地块三）项目	160,126.00	125,800.00
总 计		1,042,299.38	422,900.00

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2. 公司业绩增长势头好，珠海以外地区开始发力

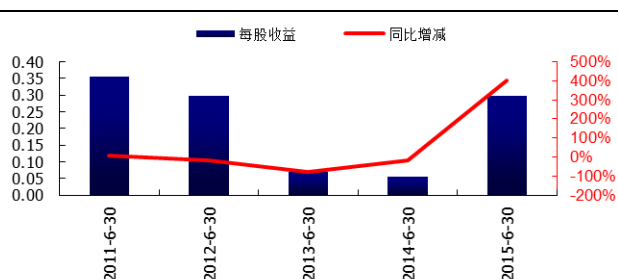
公司加大销售力度，业绩增长势头好。2015年上半公司实现营业收入22.33亿元，同比增长11.85%；实现归属于上市公司股东净利润2.43亿元，同比增长432.27%。截止2015年6月30日，公司实现合同销售金额33.64亿元，合同销售面积36.88万平方米；其中珠海本地（含斗门）实现销售近20亿元，占比59.45%，继续保持珠海市场龙头地位；其它城市贡献约13.64亿元的销售金额，占比40.55%，与珠海市场基本平分秋色。从数据看到公司除深耕珠海地区外，这几年向上海、威海等城市的扩展已开始取得成效，这将有力地保证公司未来业绩的平稳增长。公司持续保持较高的新开工，上半年公司新开工面积209.8万平方米。截止2015年6月底，公司在建面积495.8万平方米。我们看好公司走出珠海的战略决策，房地产行业从过去的“跑马圈地”旧时代已走向“弱肉强食”新时代。公司在前几年没有盲目扩张，一直在珠海市场苦练好身手，目前根据市场的新特点有针对性地发力稳健发展。今年上半年，公司在巩固珠海市场的同时，继续加大在上海、武汉等地区的土地获取力度，新增计容建筑面积68.02万平方米（计权益面积）的土地储备，公司项目区域布局进一步优化，形成了以珠海、广州、上海和武汉为重点区域的开发格局，公司业绩具备持续增长的能力。

图 1：营业收入情况



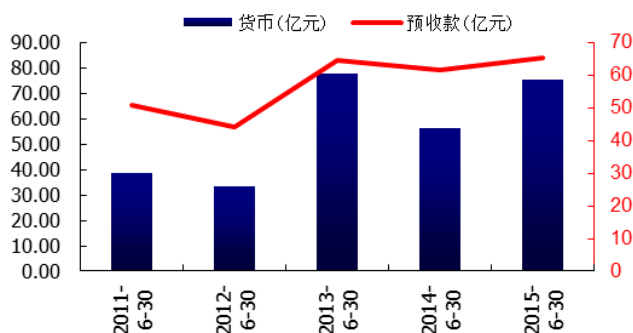
资料来源：公司公告、东兴证券

图 2：每股收益情况



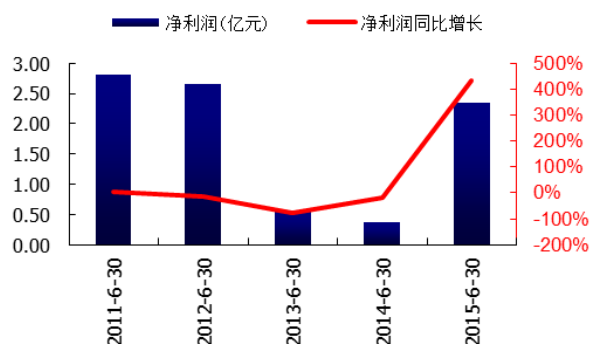
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3：货币和预收款情况



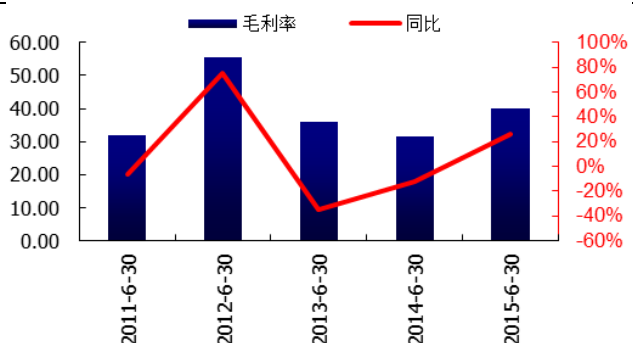
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4：净利润情况



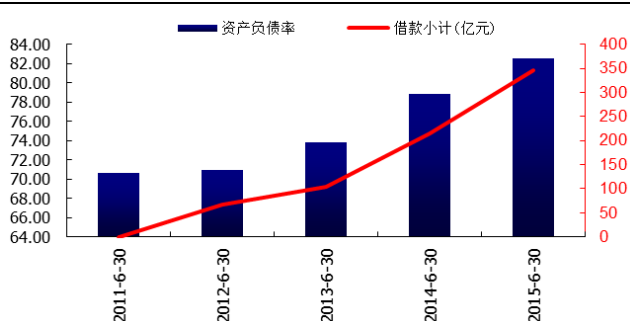
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5：销售毛利率情况



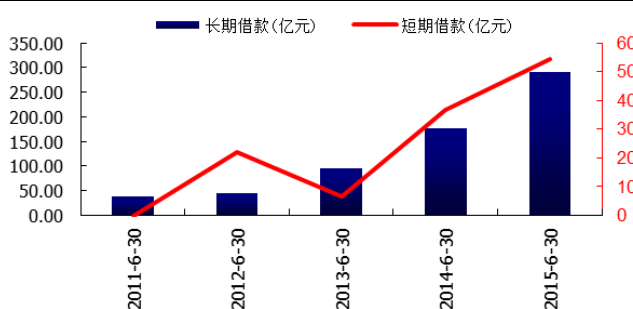
资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 6：资产负债率情况



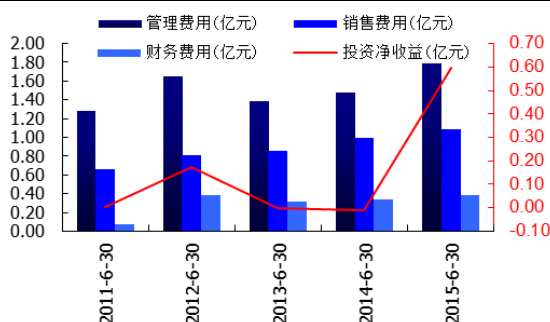
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7：贷款情况



资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 8：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：

公司从增发项目看，多数项目在公司已有多年开发经历的珠三角地区，具备很好的品牌优势，这些项目将给公司今后几年带来很好的营业收入和盈利增长。我们看好公司“立足珠海、走向全国”的经营战略决策，房地产行业从过去的“跑马圈地”旧时代已走向“弱肉强食”新时代。公司一直在珠海市场苦练好身手，目前根据市场的新特点有针对性地稳健发展，形成了以珠海、广州、上海和武汉为重点区域的开发格局，公司业绩具备持续增长的能力。同时公司积极谋求产业转型，借力互联网+，成长空间看好。我们预计公司2015-2017年的营业收入分别为73.94亿元、87.26亿元和111.75亿元，每股收益分别为0.85元、0.98元和1.21元，对应PE分别为16.68、14.41和11.68，维持公司“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		
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	42916	63926	122529	146313	187491	营业收入	7017	7104	7394	8726	11175
货币资金	6418	6645	67211	79319	101581	营业成本	4860	4666	4917	5846	7487
应收账款	6	2	2	2	2	营业税金及附加	774	992	887	1047	1341
其他应收款	114	109	113	134	171	营业费用	188	241	237	279	358
预付款项	6136	8618	11568	15076	19569	管理费用	286	343	333	393	503
存货	30242	48027	43108	51256	65642	财务费用	72	72	100	94	170
其他流动资产	0	526	526	526	526	资产减值损失	14.69	0.77	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	813	3505	3369	3295	3221	公允价值变动收益	0.00	6.66	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	128	135	135	135	135	投资净收益	26.29	48.58	45.00	45.00	45.00
固定资产	518	557	491	425	359	营业利润	850	845	966	1111	1362
无形资产	64	81	73	64	56	营业外收入	11.06	17.13	14.00	14.00	14.00
其他非流动资产	0	53	0	0	0	营业外支出	4.86	20.80	21.00	21.00	21.00
资产总计	43728	67431	125898	149608	190711	利润总额	856	841	959	1104	1355
流动负债合计	19017	33342	87283	105772	142077	所得税	309	212	240	276	339
短期借款	947	5770	71344	88860	123657	净利润	548	629	719	828	1016
应付账款	2586	2743	2829	3364	4308	少数股东损益	9	-18	26	26	26
预收款项	5656	5137	5506	5943	6501	归属母公司净利润	538	647	693	802	990
一年内到期的非	7183	12988	1120	1120	1120	EBITDA	1016	1031	1140	1280	1606
非流动负债合计	14648	21103	26285	33285	40285	BPS（元）	0.66	0.79	0.85	0.98	1.21
长期借款	12848	19285	26285	33285	40285	主要财务比率					
应付债券	1794	1799	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	33665	54445	113568	139057	182362	成长能力					
少数股东权益	3680	6072	6098	6124	6150	营业收入增长	54.31%	1.24%	4.08%	18.01%	28.07%
实收资本（或股	817	817	817	817	817	营业利润增长	0.91%	-0.62%	14.32%	15.08%	22.54%
资本公积	1616	1651	2529	2529	2529	归属于母公司净利润	7.16%	15.76%	7.16%	15.76%	23.41%
未分配利润	3745	4227	2439	369	-2185	获利能力					
归属母公司股东	6382	6914	6220	4415	2187	毛利率（%）	30.75%	34.32%	33.50%	33.00%	33.00%
负债和所有者权	43728	67431	125886	149596	190699	净利率（%）	7.80%	8.85%	9.72%	9.49%	9.09%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润（%）	1.23%	0.96%	0.55%	0.54%	0.52%
						ROE（%）	8.43%	9.35%	11.14%	18.17%	45.26%
经营活动现金流	872	2032	3097	-9752	-16194	偿债能力					
净利润	548	629	719	828	1016	资产负债率（%）	77%	81%	90%	93%	
折旧摊销	94.27	114.47	0.00	74.23	74.23	流动比率	2.26	1.92	1.40	1.38	1.32
财务费用	72	72	100	94	170	速动比率	0.67	0.48	0.91	0.90	0.86
应收账款减少	0	0	0	0	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	370	436	559	总资产周转率	0.19	0.13	0.08	0.06	0.07
投资活动现金流	-9041	-21085	106	45	45	应收账款周转率	1282	1861	4350	4940	5124
公允价值变动收	0	7	0	0	0	应付账款周转率	3.21	2.67	2.65	2.82	2.91
长期股权投资减	0	0	8	0	0	每股指标（元）					
投资收益	26	49	45	45	45	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.79	0.85	0.98	1.21
筹资活动现金流	10803	19147	57363	21814	38410	每股净现金流(最新	3.22	0.12	74.13	14.82	27.25
应付债券增加	0	0	-1799	0	0	每股净资产(最新摊	7.81	8.46	7.61	5.40	2.68
长期借款增加	0	0	7000	7000	7000	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	21.47	17.91	16.68	14.41	11.68
资本公积增加	-699	35	878	0	0	P/B	1.81	1.67	1.86	2.62	5.29
现金净增加额	2634	94	60566	12108	22261	EV/EBITDA	27.48	43.39	37.82	43.37	46.74

资料来源：公司资料、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。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”。

### 杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4 年证券行业相关研究经验。2014 年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

### 梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。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。