



东兴证券
DONGXING SECURITIES

你的豪情不只我懂

——华发股份（600325）2015 年三季度报点评

2015 年 10 月 30 日

强烈推荐/维持

华发股份

财报点评

| | | | |
|-----|------------------------|-----------------------|--|
| 郑闵钢 | 分析师 | 执业证书编号：S1480510120012 | |
| | zhengmgdxs@hotmail.com | 010-66554031 | |
| 梁小翠 | 分析师 | 执业证书编号：S1480115080094 | |
| | liangxc@dxzq.net.cn | 010-66554023 | |

事件：

报告期内，公司实现营业总收入 34.57 亿元，同比降低 25.25%，归属于上市公司股东净利润 2.66 亿元，与上年同期相比基本持平，微幅降低 0.47 个百分点；资产负债率 93.18%，同比小幅上升；公司资产总额 834.52 亿元，较年初增长 23.76 个百分点，主要归因于存货和货币的大幅增长；基本每股收益 0.38 元，同比增长 15.15 个百分点。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2014Q1 | 2014Q2 | 2014Q3 | 2014Q4 | 2015Q1 | 2015Q2 | 2015Q3 |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 522.57 | 1473.49 | 2622.83 | 2485.41 | 808.70 | 1423.82 | 1224.71 |
| 增长率（%） | -60.28% | 214.31% | 24.52% | -20.50% | 54.75% | -3.37% | -53.31% |
| 毛利率（%） | 45.14% | 26.85% | 27.03% | 44.18% | 40.74% | 39.42% | 30.42% |
| 期间费用率（%） | 22.67% | 11.02% | 6.24% | 8.50% | 16.98% | 13.27% | 12.18% |
| 营业利润率（%） | 8.85% | 2.74% | 10.63% | 19.29% | 14.24% | 15.53% | 10.32% |
| 净利润（百万元） | 2.42 | 36.20 | 211.60 | 378.54 | 87.51 | 147.58 | 70.48 |
| 增长率（%） | -97% | -213% | 3% | 31.82% | 3516.12% | 307.68% | -66.69% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.007 | 0.049 | 0.275 | 0.460 | 0.113 | 0.184 | 0.077 |
| 资产负债率（%） | 79.51% | 78.85% | 78.76% | 80.74% | 82.05% | 82.57% | 84.11% |
| 净资产收益率（%） | 0.02% | 0.31% | 1.67% | 2.92% | 0.66% | 1.12% | 0.53% |
| 总资产收益率（%） | 0.00% | 0.06% | 0.35% | 0.56% | 0.12% | 0.20% | 0.08% |

观点：

- 营业收入大幅降低，但净利润同比基本持平。1-9月，公司实现营业总收入34.57亿元，同比降低25.15%，主要归因于公司当期结转项目销售较少；归属于上市公司股东净利润2.66亿元，与上年同期相比降低0.47个百分点；由于本期营业成本大幅度降低，降低幅度大大低于营业收入降低幅度，这为利润腾挪出空间，因此虽然营收降低但净利润却基本持平。

表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

（单位：亿元、百分比）

| 项目 | 2015 年三季度 | 2014 年三季度 | 变动比率 | 原因分析 |
|------------|-----------|-----------|---------|------------------|
| 净利润 | 3.06 | 2.5 | 11.20% | 项目毛利率显著提升 |
| 营业收入 | 34.57 | 46.19 | -25.15% | 当期结算项目较少 |
| 资产负债率（%） | 84.11 | 78.76 | 5.35 | 贷款大幅增长 |
| 费用比率（%） | 13.75 | 9.63 | 4.12 | 营业收入总额降低 |
| 加权 ROE（%） | 4.29 | 3.86 | 0.43 | 净利润大幅增加 |
| 总资产 | 834.53 | 596.79 | 39.84% | 存货和货币资金大幅增长 |
| 货币资金 | 100.68 | 63.32 | 59.00% | 销售回款增加 |
| 预收账款 | 80.06 | 51.84 | 54.44% | 本期销售金额大幅增加 |
| 一年内到期非流动负债 | 61.90 | 92.92 | -33.38% | 到期的长期贷款数量减少 |
| 经营活动净现金流 | 74.18 | 51.05 | 45.31% | 销售收入大幅增长 |
| 稀释 EPS | 0.38 | 0.33 | 15.15% | 营业成本降低而导致净利润大幅增长 |

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- 公司深耕珠海本地，重点布局武汉、上海等地。从最近几年拿地的区域分布来看，三四线城市的占比直线下降，在 2014 年一线城市达到最多的 5 宗（上海 2 宗、广州 3 宗）。截止 10 月 30 日，三四线城市占比进一步降低，一二线城市拿地的占比也进一步提升。由此可以看出，公司项目区域布局正在呈现升级的状态，尤其是近两年公司在上海和广州拿地的积极性非常高。

表 2：新增土地储备

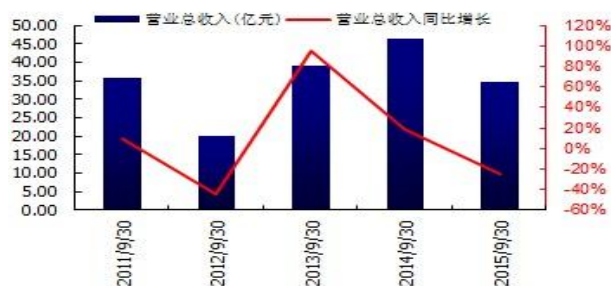
| 城市 | 编号 | 规划用途 | 占地面积 (万 m²) | 规划建筑 面积(万 m²) | 总成交金额 (亿元) | 平均楼面价 (元/m²) | 平均溢价 率(%) | 拿地时间 |
|----|------------|------|----------------|------------------|---------------|-----------------|--------------|---------|
| 南宁 | GC2015-73 | 综合用地 | 0.8 | 2.4 | 0.65 | 2724 | 0 | 2015-06 |
| 上海 | 201504301 | 综合用地 | 10.26 | 23.11 | 87.95 | 38061 | 26.87 | 2015-06 |
| 上海 | 201502001 | 综合用地 | 8.32 | 20.22 | 70.52 | 34870 | 16.24 | 2015-03 |
| 武汉 | P(2015)050 | 综合用地 | 6.37 | 29.92 | 40.05 | 13387 | 105.38 | 2015-06 |
| 武汉 | P(2015)049 | 综合用地 | 7.72 | 12.12 | 15.8 | 13032 | 0.96 | 2015-06 |
| 珠海 | 2014-36 | 住宅用地 | 0.9 | 1.8 | 1.88 | 10400 | 48.57 | 2015-01 |

数据来源：CRIES，东兴证券研究所

公司目前的营收主要贡献地区仍然是珠海，但珠海外的项目对营收总额的贡献已经达到四成，成为不可忽视力量，一定程度上体现了公司多元化区域布局的成效。同时，在对区域项目的毛利率进行分析的过程中可以发现，珠海本地的项目的毛利率仍然是最高的，其他地区项目的低毛利率显著的拖累了公司整体的毛利率，这也就从另一个方面证实了公司退出部分城市的正确性。

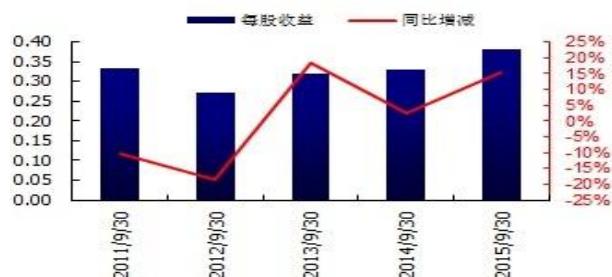
- 定增为公司的扩张添动力。公司的定增计划已经通过证监会的审核。根据预案，公司将向不超过十名特定投资者发行不超过 38,125 万股，募集资金总额不超过 431,200 万元，用于投资广州和珠海等地的项目。从公司定增投向的项目来看，多数项目布局在公司已经有多年开发经验的珠三角地区，借助于公司的品牌优势，这些项目能够保证公司未来几年的营业收入和盈利能力持续增长。

图 4: 营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 5: 每股收益情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 货币和预收款情况



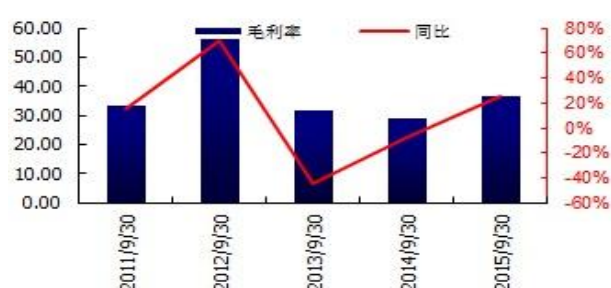
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 净利润情况



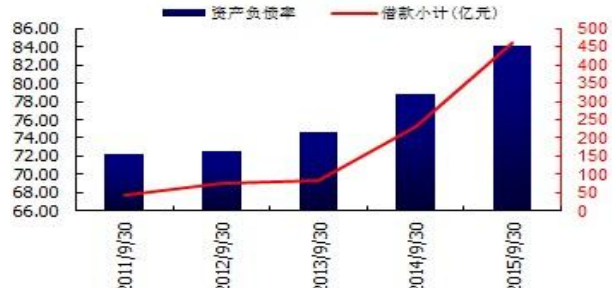
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 销售毛利率情况



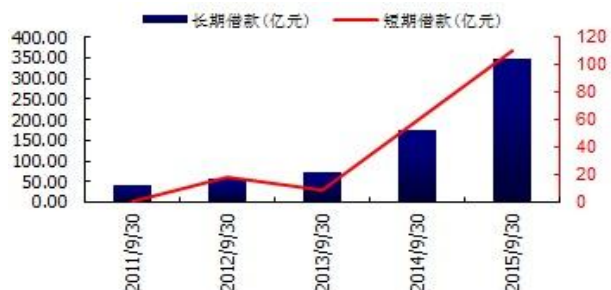
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: 资产负债率情况



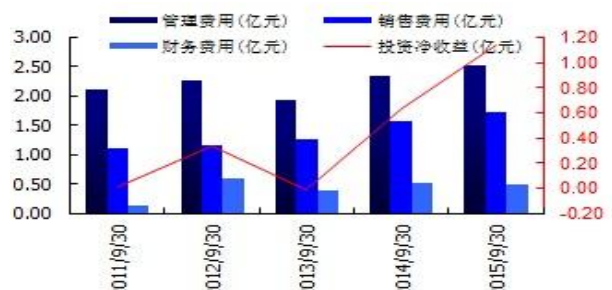
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 12: 销售费用、管理费用和财务费用情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论：

公司是珠三角地区的区域性龙头企业，具有良好的品牌优势，在深耕珠海本地的同时，已经全面铺开城市布局，重点拓展武汉、广州、上海等出清周期较短的城市。我们看好公司“立足珠海、走向全国”的经营战略决策，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。我们预计公避 2015-2017 年的营业收入分别为 73.94 亿元、87.36 亿元和 111.75 亿元，每股收益分别为 0.85 元、0.98 元和 1.21 元，对应的 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 |
| 一年内到期的非流动 | 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 | | | | | | |
| 负债合计 | 33665 | 54445 | 113568 | 139057 | 182362 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 3680 | 6072 | 6098 | 6124 | 6150 | | | | | | |
| 实收资本 (或股本) | 817 | 817 | 817 | 817 | 817 | 营业收入增长 | 54.31% | 1.24% | 4.08% | 18.01% | 28.07% |
| 资本公积 | 1616 | 1651 | 2529 | 2529 | 2529 | 营业利润增长 | 0.91% | -0.62% | 14.32% | 15.08% | 22.54% |
| 未分配利润 | 3745 | 4227 | 2439 | 369 | -2185 | 归属于母公司净利润增 | 7.16% | 15.76% | 7.16% | 15.76% | 23.41% |
| 归属母公司股东权益 | 6382 | 6914 | 6220 | 4415 | 2187 | 获利能力 | | | | | |
| 负债和所有者权益 | 43728 | 67431 | 125886 | 149596 | 190699 | | | | | | |
| 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% |
| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 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 | | | | | | |
| 折旧摊销 | 94.27 | 114.47 | 0.00 | 74.23 | 74.23 | 资产负债率 (%) | 77% | 81% | 90% | 93% | |
| 财务费用 | 72 | 72 | 100 | 94 | 170 | 流动比率 | 2.26 | 1.92 | 1.40 | 1.38 | 1.32 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | 速动比率 | 0.67 | 0.48 | 0.91 | 0.90 | 0.86 |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 370 | 436 | 559 | 营运能力 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -9041 | -21085 | 106 | 45 | 45 | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.19 | 0.13 | 0.08 | 0.06 | 0.07 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 8 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 1282 | 1861 | 4350 | 4940 | 5124 |
| 投资收益 | 26 | 49 | 45 | 45 | 45 | 应付账款周转率 | 3.21 | 2.67 | 2.65 | 2.82 | 2.91 |
| 筹资活动现金流 | 10803 | 19147 | 57363 | 21814 | 38410 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -1799 | 0 | 0 | | | | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 7000 | 7000 | 7000 | 每股收益 (最新摊薄) | 0.66 | 0.79 | 0.85 | 0.98 | 1.21 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净现金流 (最新摊) | 3.22 | 0.12 | 74.13 | 14.82 | 27.25 |
| 资本公积增加 | -699 | 35 | 878 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊薄) | 7.81 | 8.46 | 7.61 | 5.40 | 2.68 |
| 现金净增加额 | 2634 | 94 | 60566 | 12108 | 22261 | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | P/E | 21.47 | 17.91 | 16.68 | 14.41 | 11.68 |
| | | | | | | P/B | 1.81 | 1.67 | 1.86 | 2.62 | 5.29 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 27.48 | 43.39 | 37.82 | 43.37 | 46.74 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

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”。

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。