



“华”景初绽 “发”展可期

——华发股份 (600325) 2016 年半年报点评

2016 年 08 月 30 日

强烈推荐/维持

华发股份

财报点评

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

事件:

公司日前发布 2016 年半年报。报告期内,公司实现营业收入 49.77 亿元,同比增长 124.16%;实现归属于上市公司股东净利润 3.44 亿元,同比增长 46.95%;报告期内实现每股收益 0.29 元。截止 2016 年 6 月 30 日,公司总资产 1,123.38 亿元,比去年末增长 20.19%。报告期内,公司实现销售金额 204.71 亿元,同比增长 508.53%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入 (百万元)	2485.41	808.7	1411.68	1236.85	4885.1	986.94	3990.24
增长率 (%)	-20.50%	54.75%	-4.19%	-52.84%	96.55%	22.04%	182.66%
毛利率 (%)	44.18%	40.74%	38.90%	31.10%	24.64%	31.93%	22.58%
期间费用率 (%)	8.50%	16.98%	13.47%	11.97%	4.93%	16.51%	4.46%
营业利润率 (%)	19.29%	14.24%	14.70%	11.32%	10.55%	2.78%	9.82%
净利润 (百万元)	378.54	87.51	136.31	81.75	383.21	17.72	308.28
增长率 (%)	31.82%	3511.61%	276.60%	-61.37%	01.24%	-79.75%	126.16%
每股盈利 (季度, 元)	0.46	0.11	0.17	0.09	0.34	0.02	0.27
资产负债率 (%)	80.74%	82.05%	82.57%	84.11%	79.63%	80.93%	80.35%
净资产收益率 (%)	2.91%	0.66%	1.03%	0.62%	2.01%	0.09%	1.40%
总资产收益率 (%)	0.56%	0.12%	0.18%	0.10%	0.41%	0.02%	0.27%

观点:

➤ **营业收入和净利润均大幅上涨。**报告期内,公司实现营业收入 49.77 亿元,同比增长 124.16%;实现归属于上市公司股东净利润 3.44 亿元,同比增长 46.95%;报告期内实现每股收益 0.29 元。截止 2016 年 6 月 30 日,公司总资产 1,123.38 亿元,比去年末增长 20.19%。

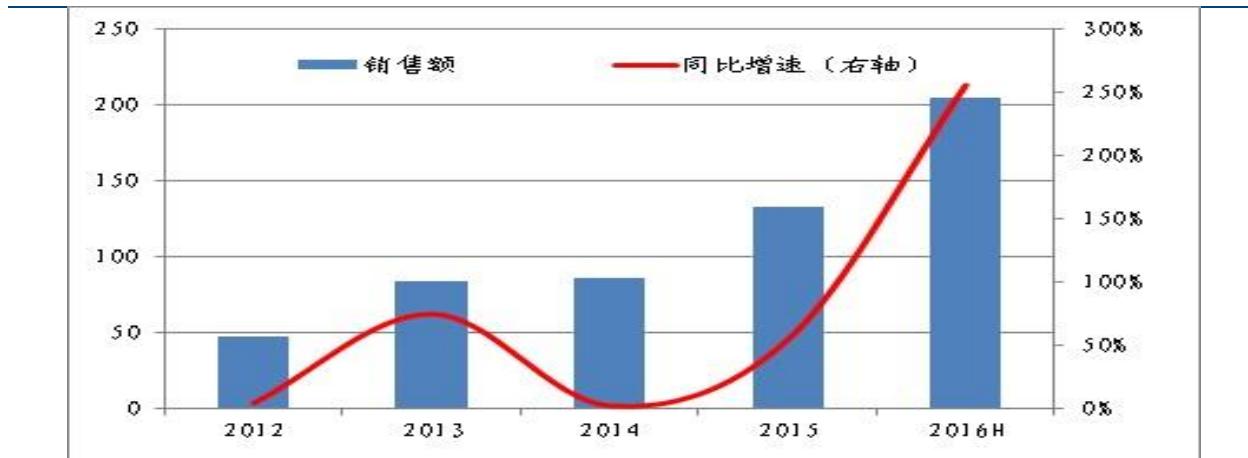
上半年公司的业绩表现亮眼,受结转项目中低毛利项目拖累,报告期内毛利率仅为 24.43%,远低于去年同期的 39.9%。同时公司去年 3 月转让容闳幼稚园获得近 0.4 亿投资收益,报告期内无此大额投资收益,两者共同作用导致净利润增速远低于营收增速。

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	2016年H	2015年H	变动比率	原因分析
营业收入	49.77	22.2	124.16%	主要系广东(除珠海)区域毛利率下降
净利润	4.98	2.34	46.95%	净利润大幅增长
资产负债率 (%)	80.35%	82.57%	-2.22	变化较小
费用比率 (%)	6.85%	14.62%	-7.77	费用增幅小于营收增幅
加权 ROE (%)	2.92%	3.34%	-3.46%	定增摊薄
总资产	1123.39	934.69	20.19%	资产规模保持快速增长
货币资金	89.64	66.45	34.90%	主要系公司售楼回款增加和股权及债权融资净额增加所致
预收账款	161.49	65.10	%	报告期内销售回款大幅增加
经营活动净现金流	81.01	3.72	2076.82%	销售回款增加+购地支出减少
一年内到期非流动负债	61.92	103.94	-40.42%	到期非流动负债大幅减少
稀释 EPS	0.29	0.29	0%	基本保持不变

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **险资入驻概念股。** 截止2016年上半年, 大股东珠海华发集团的持股比例为24.35%, 公司已经满足“大股东持股比例低+公司业绩好”两大险资青睐的特点, 能够吸引华夏人寿和国华人寿参与公司去年底的定增并不意外, 两家保险公司持股比例分别为2.51%和2.44%。我们认为公司主动引入保险资金的参与是看中其稳定持股的特性, 与被动被举牌的房企存在一定的差异, 显示了公司与新晋股东的良好合作意识, 未来有望以定增为契机扩展至更广范围的合作, 实现公司内外部资源的“地产+金融”协同效应。
- **深耕珠海, 布局一、二线城市。** 报告期内, 公司实现销售金额204.71亿元, 同比增长256%, 销售面积108.71万平方米, 销售金额超2015年全年销售的53.92%, 行业排名大幅提升, 行业地位显著提升。其中珠海地区(含斗门)销售金额超141亿元, 继续保持珠海市场龙头地位。

图 1: 历年公司销售情况 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

报告期内实现新开工面积 131.47 万平方米；实现竣工面积 16.53 万平方米。截止 2016 年 6 月 30 日，公司土地储备计容积率建筑面积 825.44 万平方米，主要布局于珠海、上海、武汉、广告和苏州等核心一二线城市，在建面积 586.64 万平方米。

表 2:上半年公司新增土地储备情况

时间	区域	权益比例	土地性质	占地面积	建筑面积	楼面价
2016 年 5 月	苏州	49%	综合	8.47	11.66	26028
2016 年 3 月	珠海	49.75%	综合	8.47	29.66	2009
2016 年 3 月	苏州	100%	住宅	3.68	6.62	25906
2016 年 1 月	珠海	100%	综合	5.07	18.25	1803

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **融资成本继续降低。**2016 年上半年，公司适时抓住资本市场的有利时机，先后顺利完成两期共计 50 亿元非公开发行公司债券的发行工作，利率最低至 4.27%，有效降低了公司融资成本，改善公司的资产负债结构，有效支撑公司区域战略布局和项目开发建设的资金需求，促使公司发展进入新阶段。目前公司仍有 20 亿公司债额度待发，预期利率也将低于 5%，将实现高成本负债的替代并优化资本结构。

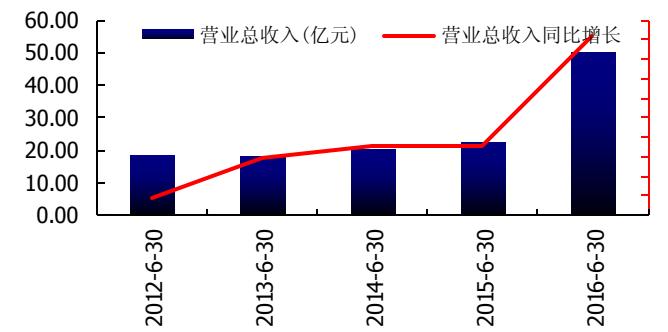
表 3:公司上半年债权融资情况

	时间	规模	利率
公司债一期品种一	2016 年 3 月 2 日	5 亿元	4.80%
公司债一期品种二	2016 年 3 月 2 日	15 亿元	4.39%
公司债二期品种二	2016 年 3 月 21 日	15 亿元	4.60%
公司债二期品种一	2016 年 3 月 21 日	15 亿元	4.27%

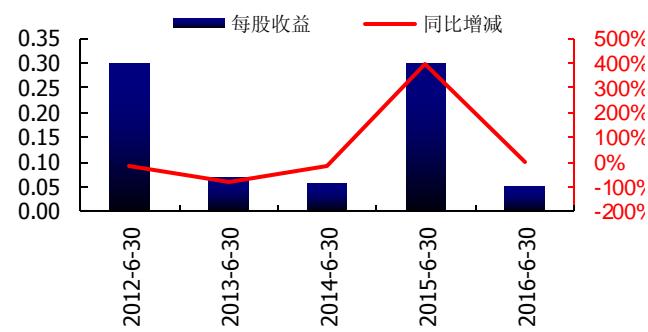
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- **合作促发展，多元助腾飞。**公司 7 月 19 日公告与泰禾集团签署战略合作框架协议，将依托于彼此的优势，推进地产、金融等业务领域的合作。我们认为公司与泰禾集团的合作是基于行业内房企强强联手已经成为趋势的背景下，实现资源、资金、开发能力等方面的优势互补，预期将极大助力公司做大做强的战略。

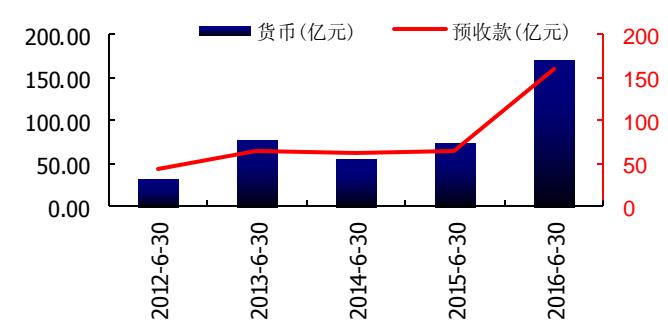
公司 1 月与合力股份及员工持股计划共同发起设立华金互联网金融服务有限公司，是对去年引入险资的“地产+金融”布局的进一步深化；6 月与华发集团合作，联合 IDG 发起设立爱奇华金新兴产业投资基金，虽然基金体量较小，但是却是对于股权投资的一次有益尝试；8 月公司投资设立和谐并购安华私募投资基金，继续其金融领域的深化布局。我们认为，公司金融领域陆续落子的意愿已经强烈的显示出对金融资源的渴望，华发集团拥有的丰富金融资源将成为其最有力的背书，预期随着国企改革进程继续推进，华发集团旗下的地产平台和金融平台将表现出更多的协同效应。

图 2: 营业收入情况


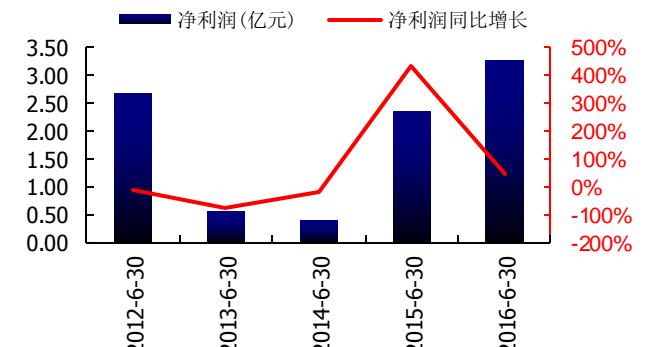
资料来源：公司公告、东兴证券

图 3: 每股收益情况


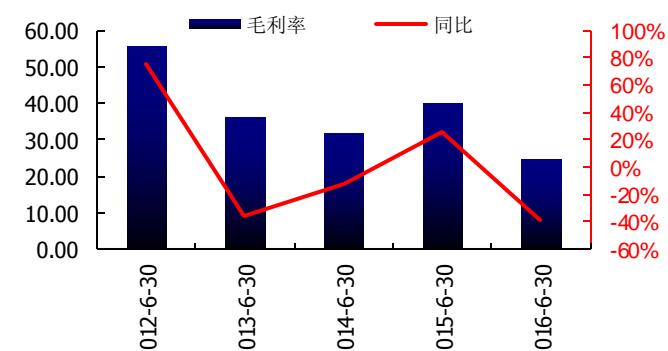
资料来源：公司公告、东兴证券

图 4: 货币和预收款情况


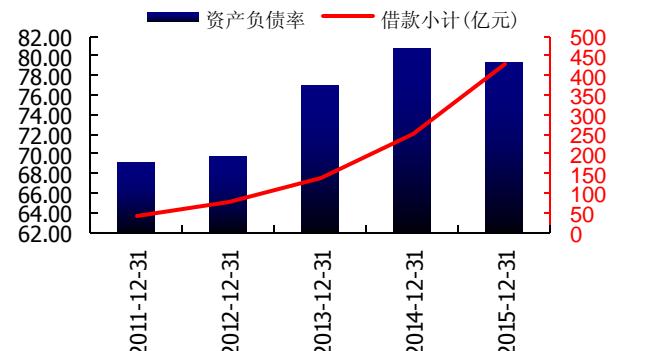
资料来源：公司公告、东兴证券

图 5: 净利润情况


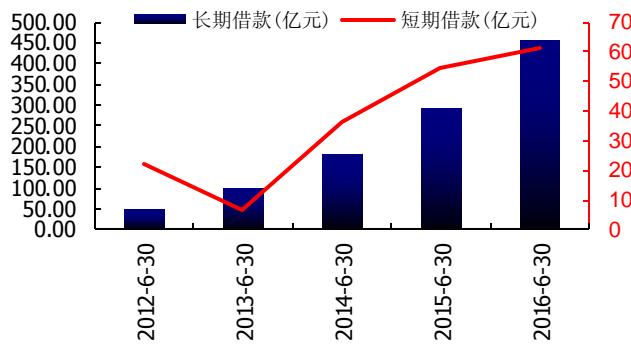
资料来源：公司公告、东兴证券

图 6: 销售毛利率情况


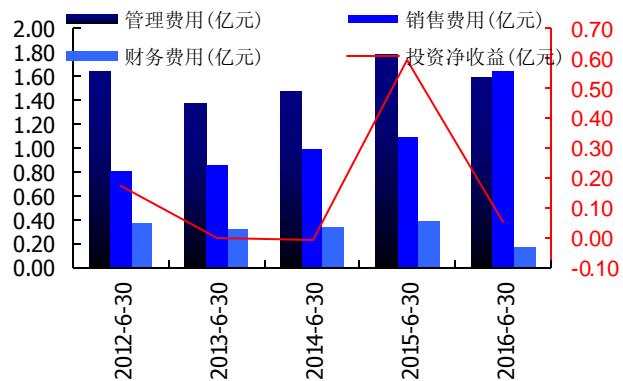
资料来源：公司公告、东兴证券

图 7: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券

图 8: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券整理

图 9: 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：

公司是珠三角地区的龙头企业，具有良好的品牌优势，公司坚持“立足珠海、面向全国”的发展战略，积极推进“珠海为战略大本营，广州、上海、武汉等一线城市及重点二线城市突破”的战略思想。2014年和2015年上半年，在行业内大部分上市公司业绩纷纷下滑的背景下，公司逆市加杠杆，事实证明公司的正确选择，2016年上半年公司销售和净利润均大幅增长。我们看好公司的发展方向，公司业绩具有持续增长的能力。我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为116.88亿元、153.75亿元和195.37亿元，每股收益分别为0.82元、1.32元和1.63元，对应PE分别为16.11、10.01和8.08，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	63926	85707	202263	263712	340151	营业收入	7104	8342	11688	15276	19538
货币资金	6645	8964	106240	138856	177597	营业成本	4666	5875	8064	10235	13090
应收账款	2	2	3	3	4	营业税金及附加	992	873	1403	1833	2345
其他应收款	109	225	315	412	527	营业费用	241	306	374	489	625
预付款项	8618	3700	8539	14680	22534	管理费用	343	368	526	687	879
存货	48027	69608	83959	106553	136282	财务费用	72	43	106	40	115
其他流动资产	526	3207	3207	3207	3207	资产减值损失	0.77	32.32	30.00	30.00	30.00
非流动资产合计	3505	5929	5749	5663	5576	公允价值变动收益	6.66	7.83	8.00	8.00	8.00
长期股权投资	135	2356	2356	2356	2356	投资净收益	48.58	124.98	125.00	125.00	125.00
固定资产	557	677	596	516	436	营业利润	845	978	1318	2095	2586
无形资产	81	62	56	50	43	营业外收入	17.13	16.48	14.00	14.00	14.00
其他非流动资产	53	86	0	0	0	营业外支出	20.80	21.86	21.00	21.00	21.00
资产总计	67431	91636	208012	269375	345727	利润总额	841	973	1311	2088	2579
流动负债合计	33342	33965	146398	201200	271821	所得税	212	284	328	522	645
短期借款	5770	9186	127425	180208	248202	净利润	629	689	983	1566	1935
应付账款	2743	2570	4640	5888	7531	少数股东损益	-18	-19	26	26	26
预收款项	5137	7787	8371	9135	10112	归属母公司净利润	647	708	957	1540	1909
一年内到期的非流	12988	9560	1120	1120	1120	EBITDA	1031	1120	1510	2221	2788
非流动负债合计	21103	38702	43871	53871	63871	BPS (元)	0.79	0.84	0.82	1.32	1.63
长期借款	19285	33871	43871	53871	63871	主要财务比率					
应付债券	1799	4770	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	54445	72666	190269	255071	335692	成长能力					
少数股东权益	6072	7249	7275	7301	7327	营业收入增长	1.24%	17.43%	40.10%	30.70%	27.90%
实收资本(或股本)	817	1169	1169	1169	1169	营业利润增长	-0.62%	15.81%	34.70%	58.99%	23.45%
资本公积	1651	5476	6354	6354	6354	归属于母公司净利润	35.18%	60.92%	35.18%	60.92%	23.92%
未分配利润	4227	4785	2315	-1658	-6582	获利能力					
归属母公司股东权	6914	11721	10429	6963	2669	毛利率 (%)	34.32%	29.57%	31.00%	33.00%	33.00%
负债和所有者权	67431	91636	207972	269335	345687	净利率 (%)	8.85%	8.26%	8.41%	10.25%	9.90%
现金流量表						总资产净利润 (%)	0.96%	0.77%	0.46%	0.57%	0.55%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	9.35%	6.04%	9.18%	22.12%	71.51%
经营活动现金流	2032	646	-15569	-25225	-33038	偿债能力					
净利润	629	689	983	1566	1935	资产负债率 (%)	81%	79%	91%	95%	‘
折旧摊销	114.47	99.42	0.00	86.55	86.55	流动比率	1.92	2.52	1.38	1.31	1.25
财务费用	72	43	106	40	115	速动比率	0.48	0.47	0.81	0.78	0.75
应收账款减少	0	0	-1	-1	-1	营运能力					
预收帐款增加	0	0	584	764	977	总资产周转率	0.13	0.10	0.08	0.06	0.06
投资活动现金流	-21085	-20016	197	103	103	应收账款周转率	1861	4556	5259	5170	5121
公允价值变动收益	7	8	8	8	8	应付账款周转率	2.67	3.14	3.24	2.90	2.91
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	49	125	125	125	125	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.84	0.82	1.32	1.63
筹资活动现金流	19147	20879	112649	57738	71675	每股净现金流(最新)	0.12	1.29	83.21	27.90	33.14
应付债券增加	0	0	-4770	0	0	每股净资产(最新摊)	8.46	10.03	8.92	5.96	2.28
长期借款增加	0	0	10000	10000	10000	估值比率					
普通股增加	0	352	0	0	0	P/E	16.70	15.70	16.11	10.01	8.08
资本公积增加	35	3825	878	0	0	P/B	1.56	1.32	1.48	2.21	5.78
现金净增加额	94	1509	97277	32616	38741	EV/EBITDA	42.63	56.98	54.03	50.32	54.16

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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永续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”。

联系人简介

梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。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，需注明出自为东兴证券研究所，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。