

华发股份(600325)

推荐
行业：房地产开发

销售高增长，转型铺垫有序

公布半年报，16年上半年实现营收49.77亿元(+124.16%)，归母净利润3.44亿元(+46.95%)。

投资要点：

- ◆ **房产结算加速促业绩释放。**16H1 营收49.77亿元(+124.16%)，归母净利润3.44亿元(+46.95%)，营收大增主要系房产项目交楼确认收入增加所致。其中珠海地区营收34.28亿元(+121.17%)，占比68.9%。综合毛利率24.4%，同比降15.5个百分点，三费率6.9%，同比下降7.7个百分点。**珠海引领整体销售超预期增长。**上半年实现销售收入204.71亿元(+508.53%)，超出15年对16年销售收入较大幅度增长的预期，销售面积108.71万方。其中珠海地区销售额超141亿元，占比68.9%，是去年同期7倍。预收款161.49亿元，基本锁定16年以及17年上半年业绩。**销售收入大增为确认收入提供较大空间，未来营收稳定较快增长可期。**
- ◆ **多元化项目拓展，涉足城市更新工作。**拿地坚持“珠海为战略大本营，上海、武汉、广州等一、二线核心城市为重点”的战略思想，新增珠海、苏州土地储备36.55万方，截止二季度末储备计容建面825.44万方，满足未来3年的开发。以大本营珠海为起点开展城市更新工作，同时积极研究上深广等地更新政策，为布局做铺垫。
- ◆ **地产延伸业务稳步扩张，新兴业务生根发芽，铺垫转型升级之路。**1、定制精装业务成功进入上海、中山、南宁等异地项目；2、建筑工业化领域联手中建三局组建华发中建新科技投资控股有限公司；3、互联网金融服务业务联合力合股份筹备珠海华金互联网金融服务有限公司等；4、股权投资领域联合铧盈投资、爱奇惠德、珠海科创等设立爱奇华金新兴产业股权投资基金。联合资深合作方布局、投资与公司主营业务产生协同效应的新兴产业，为公司战略转型升级做好前期准备。
- ◆ **现金充足，适度融资，成本下降明显。**在手货币资金171亿元，扣除短债仍有47.83亿元盈余，资产负债率80%，净负债率227%较16Q1下降32个百分点。上半年先后成功发行50亿元私募债，利率低至4.27%，较15年融资成本9.17%下降明显。拟分别以公开、非公开发行方式发行不超过25、20亿元债券正处于审核阶段。
- ◆ **深耕珠海市场，将持续受益于大股东华发集团在珠海，尤其是横琴区域的独特资源优势，保持区域龙头地位，上半年整体销售情况受珠海区域带动超预期大幅增长。**同时积极投资布局商业地产、互联网+、定制装修等相关协同产业，为转型升级做铺垫。**最新RNAV18.24元**，相对股价13.24元折价27.4%，预测16-18年EPS0.77/0.98/1.24元，PE17/13/10倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：下半年销售不及预期；新兴业务布局受阻。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8342	13172	18440	24894
收入同比(%)	17%	58%	40%	35%
归属母公司净利润	708	904	1150	1445
净利润同比(%)	9%	28%	27%	26%
毛利率(%)	29.6%	27.2%	26.8%	26.5%
ROE(%)	6.0%	7.3%	8.6%	9.9%
每股收益(元)	0.61	0.77	0.98	1.24
P/E	21.27	16.66	13.10	10.42
P/B	1.28	1.21	1.12	1.03
EV/EBITDA	61	47	38	30

资料来源：中国中投证券研究总部

作者
署名人：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6 - 12个月目标价： 15

当前股价： 13.19

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	1,169
流通股本(百万股)	817
总市值(亿元)	154
流通市值(亿元)	108
成交量(百万股)	16.16
成交额(百万元)	212.65

股价表现

相关报告

附：公司财务与经营等指标

图 1：经营情况

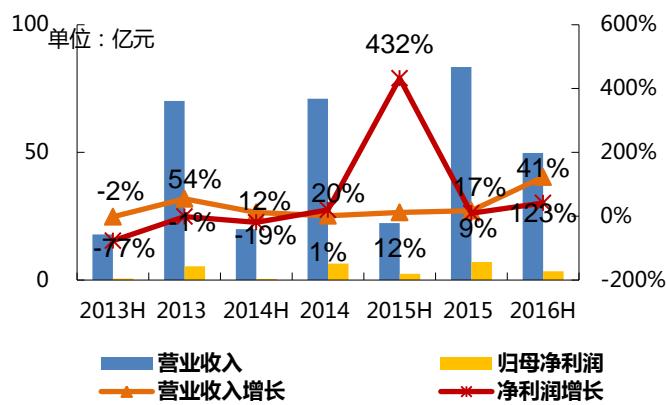


图 2：EPS 和 ROE

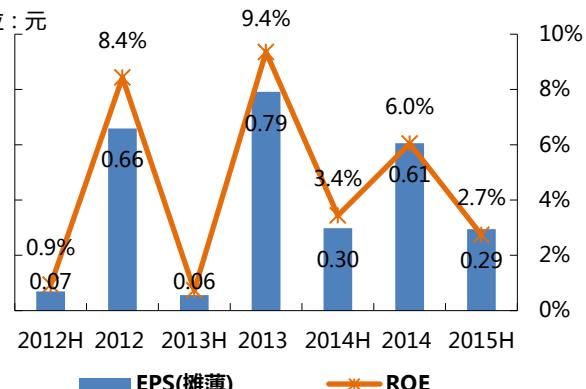


图 3：综合毛利率和归母净利率

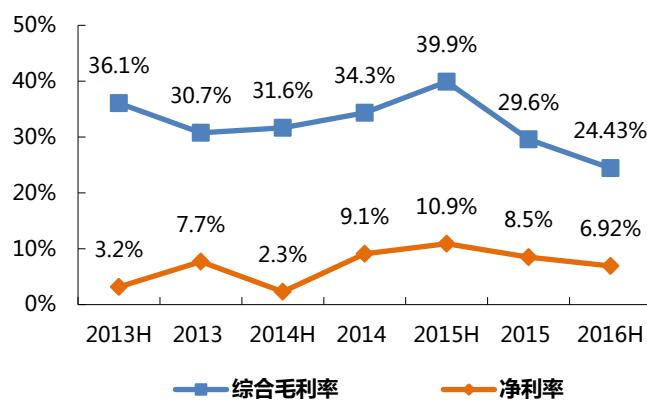


图 4：三费水平

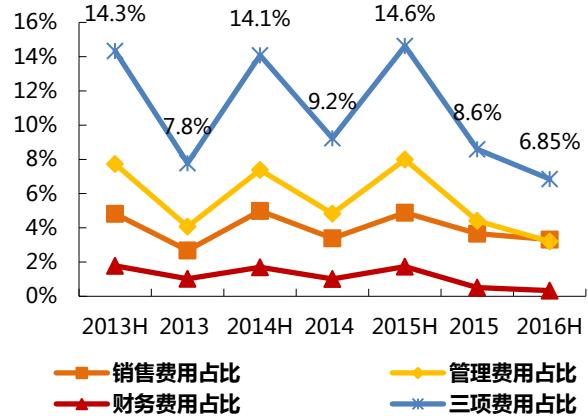


图 5：货币资金与短期负债

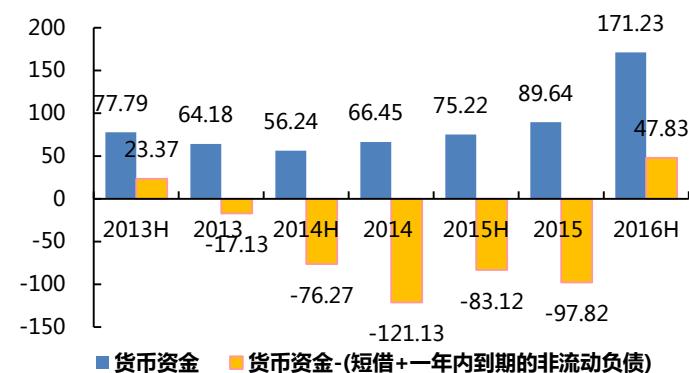
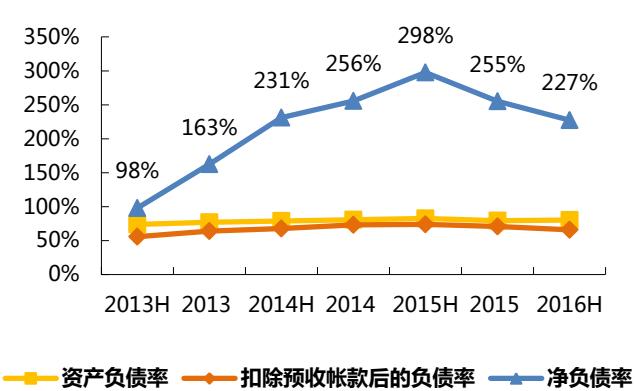


图 6：负债水平



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产					营业收入		8342	13172	18440	24894
现金	85707	97504	115546	129799	营业成本		5875	9593	13506	18309
应收账款	8964	9103	19954	29587	营业税金及附加		873	1378	1930	2605
其它应收款	2	135	189	392	营业费用		306	482	675	912
预付账款	225	3080	4743	6791	管理费用		368	581	814	1098
存货	3700	5269	6454	7468	财务费用		43	95	111	135
其他	69608	76711	80999	82354	资产减值损失		32	0	0	0
非流动资产	3207	3207	3207	3207	公允价值变动收益		8	0	0	0
长期投资	5929	5851	5773	5695	投资净收益		125	200	175	150
固定资产	2356	2356	2356	2356	营业利润		978	1242	1580	1985
无形资产	677	639	601	563	营业外收入		16	0	0	0
其他	62	62	62	62	营业外支出		22	0	0	0
资产总计	2835	2794	2754	2714	利润总额		973	1242	1580	1985
流动负债	91636	103355	121319	135494	所得税		284	363	461	580
短期借款	33965	47004	66021	81018	净利润		689	879	1119	1405
应付账款	9186	0	0	0	少数股东损益		-19	-25	-31	-39
其他	2570	4058	5682	7670	归属母公司净利润		708	904	1150	1445
非流动负债	22208	42945	60340	73348	EBITDA		1082	1393	1747	2176
长期借款	38702	36678	34686	32689	EPS (元)		0.61	0.77	0.98	1.24
其他	33871	31871	29871	27871						
负债合计	4831	4808	4816	4818						
少数股东权益	72666	83682	100707	113707						
股本	7249	7224	7193	7154	主要财务比率					
资本公积	1169	1169	1169	1169	会计年度					
留存收益	5476	5476	5476	5476	2015					
归属母公司股东权益	5059	5804	6773	7988	2016E					
负债和股东权益	11721	12449	13418	14633	2017E					
	91636	103355	121319	135494	2018E					

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流					盈利能力					
净利润	646	11414	12987	11866	毛利率		29.6%	27.2%	26.8%	26.5%
折旧摊销	689	879	1119	1405	净利率		8.5%	6.9%	6.2%	5.8%
财务费用	61	57	57	57	ROE		6.0%	7.3%	8.6%	9.9%
投资损失	43	95	111	135	ROIC		1.2%	1.8%	3.0%	5.1%
营运资金变动	-125	-200	-175	-150	偿债能力					
其他	-117	9759	11381	9781	资产负债率		79.3%	81.0%	83.0%	83.9%
投资活动现金流	95	824	495	638	净负债比率		72.41	49.51	39.15	32.92
资本支出	-20016	181	156	131	流动比率		2.52	2.07	1.75	1.60
长期投资	12518	0	0	0	速动比率		0.47	0.44	0.52	0.59
其他	-7625	0	0	0	营运能力					
筹资活动现金流	-15123	181	156	131	总资产周转率		0.10	0.14	0.16	0.19
短期借款	20879	-11456	-2291	-2365	应收账款周转率		3681	152	90	68
长期借款	3416	-9186	0	0	应付账款周转率		2.21	2.89	2.77	2.74
普通股增加	14586	-2000	-2000	-2000	每股指标(元)					
资本公积增加	352	0	0	0	每股收益(最新摊薄)		0.61	0.77	0.98	1.24
其他	3825	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)		0.55	9.76	11.11	10.15
现金净增加额	-1300	-270	-291	-365	每股净资产(最新摊薄)		10.03	10.65	11.48	12.52
	1511	139	10852	9632	估值比率					
					P/E		21.27	16.66	13.10	10.42
					P/B		1.28	1.21	1.12	1.03
					EV/EBITDA		61	47	38	30

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李少明，中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师，工商管理硕士，20 年证券研究从业经验。

主要覆盖公司：万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝，中投证券房地产行业分析师，中国人民大学经济学硕士。

郭 泰，中投证券房地产行业分析师，伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤，中投证券房地产行业分析师，香港科技大学商学院经济学学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434