



东兴证券
DONGXING SECURITIES

基业常青，我有我的骄傲

——华远地产（600743）2016 年半年报点评

2016 年 09 月 05 日

强烈推荐/维持

华远地产

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	联系人		
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023	

事件：

公司日前发布 2016 年半年报，公司实现营业收入 39.61 亿元，同比增长 80.95%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.44 亿元，同比增长 84.29%，EPS 为 0.134 元/股，同比增长 83.56%。报告期内，公司实现开复工面积 163.7 万平方米，竣工 18.2 万平方米。完成销售签约额 35.84 亿元，同比增长 50.91%，销售签约面积 24.49 万平方米，同比增长 29.10%。

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）	2468.95	503.64	1685.08	1017.5	4242.79	625.85	3334.75
增长率（%）	-4.29%	-3.19%	-48.98%	117.56%	71.85%	24.26%	97.90%
毛利率（%）	28.74%	24.26%	22.96%	28.91%	22.05%	32.15%	14.71%
期间费用率（%）	2.05%	10.18%	6.07%	3.77%	1.67%	12.20%	2.12%
营业利润率（%）	20.67%	7.71%	9.35%	20.86%	16.47%	11.85%	8.50%
净利润（百万元）	376.33	24.32	97.76	166.77	529.00	41.60	218.75
增长率（%）	-28.86%	-58.79%	-47.47%	217.97%	40.57%	71.07%	123.77%
每股盈利（季度，元）	0.21	0.02	0.06	0.09	0.24	0.02	0.11
资产负债率（%）	79.08%	79.09%	80.10%	81.99%	78.16%	80.95%	79.81%
净资产收益率（%）	8.80%	0.56%	2.37%	3.89%	11.24%	0.88%	4.54%
总资产收益率（%）	1.84%	0.12%	0.47%	0.70%	2.45%	0.17%	0.92%

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39.61亿元，比上年同期增长80.95%，实现归属于上市公司股东的净利润2.44亿元，同比增长84.29%，EPS为0.134元/股，同比增长83.56%。营业收入和净利润均大幅增加主要是由于报告期内结算面积大幅增加，但受保障房结算面积较大影响，报告期内销售毛利率水平大幅下降。

报告期内，公司实现开复工面积163.7万平方米，竣工18.2万平方米。完成销售签约额35.84亿元，同比增长50.91%，销售签约面积24.49万平方米，同比增长29.10%。

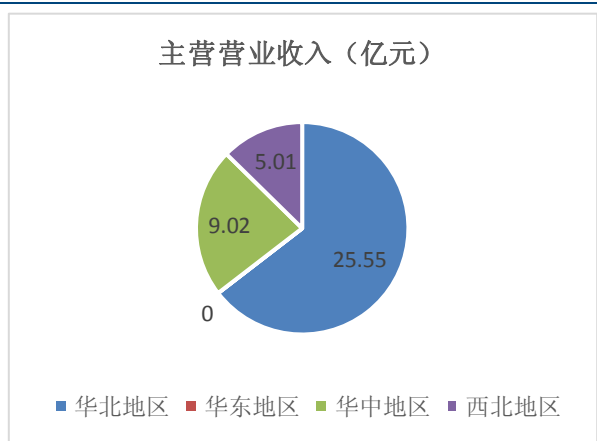
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

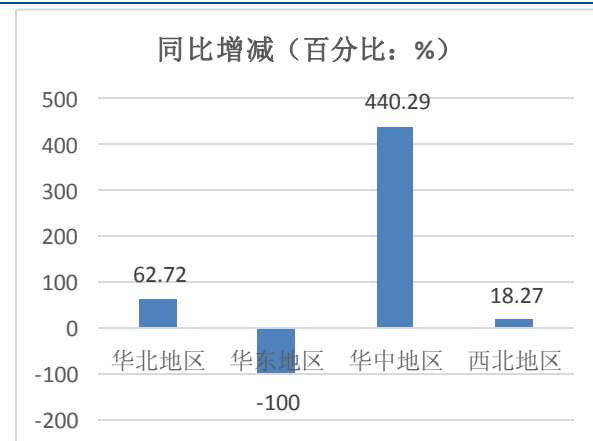
项目	2016H	2015H	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	17.47%	23.26%	-5.79%	本期政策房结利占比较大所致
净利率 (%)	6.57%	5.58%	0.99%	净利润大幅增长
资产负债率 (%)	79.81%	80.10%	-0.29%	基本保持不变
费用比率 (%)	3.71%	7.01%	-3.30%	控费用能力大增, 管理和销售费用比率大幅减少
加权 ROE (%)	5.43%	3.37%	2.06%	变化较小
总资产	238.89	207.44	15.16%	本期公司资产规模保持快速增长
货币资金	27.06	27.45	-1.44%	变动幅度不大
预收账款	19.93	40.07	-50.26%	预收购房款减少
一年内到期非流动负债	12.49	17.33	-27.93%	负债正常到期
经营活动净现金流	-17.73	3.89	555.78%	报告期内购买商品和劳务支出大幅增加
稀释 EPS	0.13	0.07	85.71%	净利润大幅增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **业务主要分布在华北地区, 华中地区增幅最明显。**2016年上半年, 公司实现主营业务收入39.58亿元, 比去年同期增加81.30%; 其中, 华北地区、华东地区、华中地区和西北地区的主营业务收入分别为25.55亿元、0亿元、9.02亿元和5.01亿元, 同比增加分别分62.72%、-100%、440.29%和18.27%。华北地区以北京和天津为主, 其中截至2016年6月末, 北京市商品房出清周期为13.83个月, 较去年同期缩短6.63个月, 以长沙、西安为主的华中地区主营业务收入增长最明显, 体现了公司多城市布局的战略, 以北京、天津为中心, 深耕长沙、西安等具有很大潜力的二线城市, 可以预期, 未来公司将依托股东资源, 继续以京津冀区域为发展核心, 满足区域可持续发展要求。

图 1: 2016 年上半年主营业务各地区情况 (单位: 亿元)


资料来源: 公司 2016 年半年报, 东兴证券研究所

图 2: 2016 年上半年主营业务各地区同比去年增减情况 (单位: 百分比)


资料来源: 公司 2016 年半年报, 东兴证券研究所

- **公司资信良好，再融资助力发展。**华远创业三十年诚信经营在业界创立了良好的信誉，公司连续多年被北京市工商局评选为“守信企业”、北京市国税局、地税局联合评定的“北京市纳税信用A级企业”、中国工商银行北京分行、中国农业银行北京分行、中国银行北京分行、中国建设银行北京分行、北京银行、中国光大银行北京分行六大金融机构联合评选的“北京地产资信20强”等。良好的信誉使得公司能够持续从银行、信托、基金、证券市场等多渠道融资，确保公司能取得充足的项目开发资金，保障公司的良好运营与发展。

7月21日公司公告配股发行结果，按每10股配售3股的比例配股股5.45亿股，发行价格3.36元/股，募资17.76亿元。控股股东华远集团认购比例为46.07%，体现出了控股股东对于公司长远发展的继续看好。公司选择配股方式实现融资较定增这种方式周期较短，能够在几乎确定性的前提下有效支持公司的融资需求。

2016年上半年，公司在成功发行了三期公司债，总融资35亿元，说明了公司强大的融资能力。鉴于货币政策短期内不存在收紧的风险，债券市场中长期利率进一步下降，新债券的成功发行将进一步降低公司的资金成本。

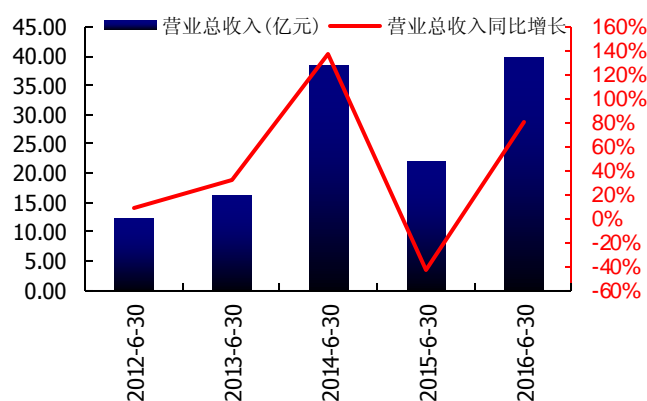
表 2：公司债券融资情况

时间（起息日）	金额（亿元）	期限（年）	年利率	备注
2016.06.02	10	3	5.55%	华远地产股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第三期)
2016.03.08	10	3	4.58%	华远地产股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第二期)
2016.01.12	15	3	5.10%	华远地产股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券(第一期)
2015.09.17	15	3	5.73%	华远地产股份有限公司 2015 年非公开发行公司债券
2015.04.27	14	5	5.24%	华远地产股份有限公司 2014 年非公开发行公司债券

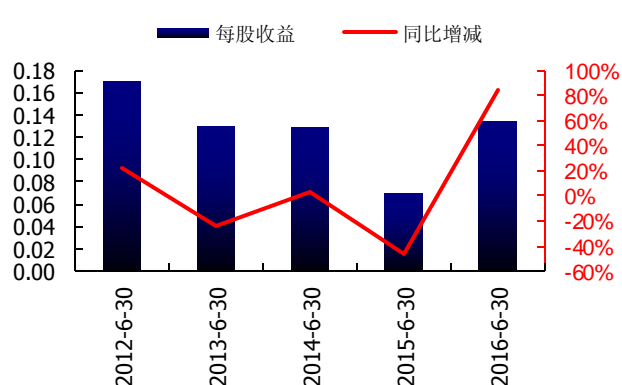
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

- **报告期内，公司对拿地仍持谨慎态度。**2016年上半年，公司储备土地规划建筑面积为83.64万平方米，除北京石景山苹果园项目和西安枫悦项目不是合作项目外，其余全都是合作开发项目。公司总体仍是对原有的储备面积进行消化，以公司现有的去年化速度计算，不考虑新增土地储备，现有储备面积足以支撑未来公司4-5年的销售。2016年上半年，公司在长沙、西安等二线城市的商品房的去化周期虽然已缩短不少，分别达到17.18个月和18.17个月，但是去化销售压力仍然不小，公司的新增土地储备相较于去年同期没有大幅增加，反映出公司对拿地持有的谨慎态度。
- **“客户至上”的服务理念。**华远地产一直以来都恪守着“客户至上”的服务理念，通过创新服务、资源整合，搭建优质服务平台，构建独具特色的华远生活方式，力求在为客户提供房地产产品的同时提供全方位的综合性服务：通过与担保公司的合作为客户提供房屋质量保修保函，为客户提供了项目品质的有力保障；通过设立专门的无会费制客户会员俱乐部“华远会”，依托自身品牌号召力，签约旅游、电器、装

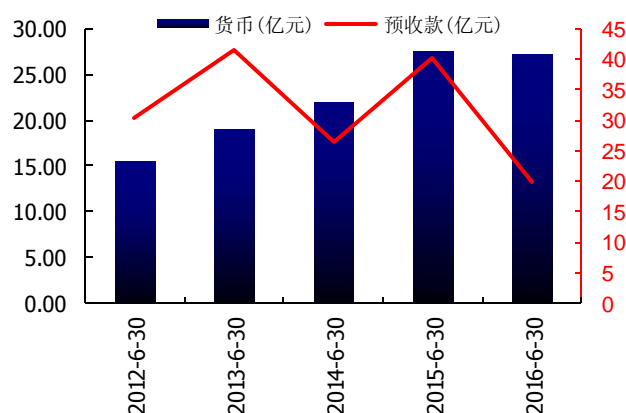
修等众多品牌商家, 为客户提供独有的专属权利和优惠; 自2015年起, 华远“1+N”战略全面落地, 以为客户提供的高品质房屋为“1”, 同时为客户提供“N”种生活链条上的延伸服务。该战略以重塑产品和服务的边界为主旨, 不仅为客户奉献高品质居所, 同时提供涵盖生活全链条的多样化服务。在“1+N”战略指导下, 华远地产成功牵手360公司、诺亚财富集团以及医疗、教育等多类型企业, 通过建立多元化、全方位的客户服务体系, 为客户打造完善便捷的品质生活。

图 3: 营业收入情况


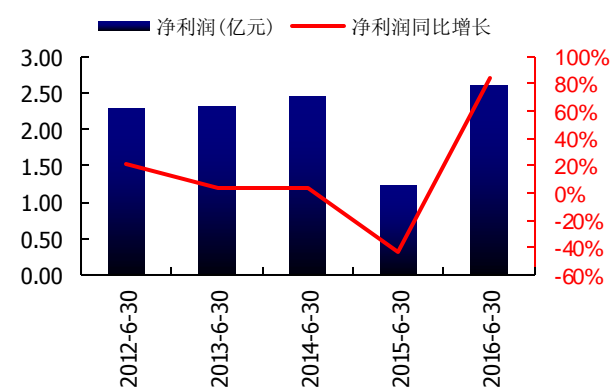
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

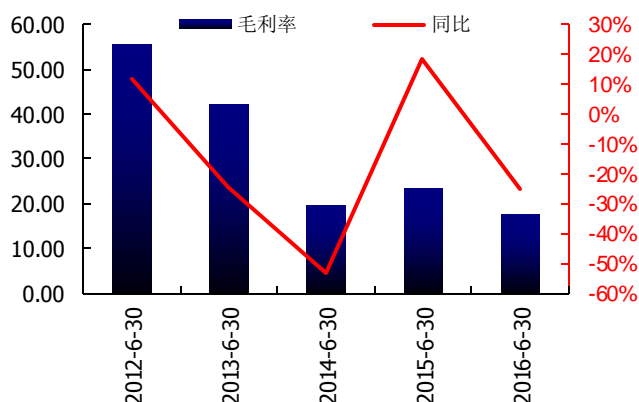
图 5: 货币和预收款情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况


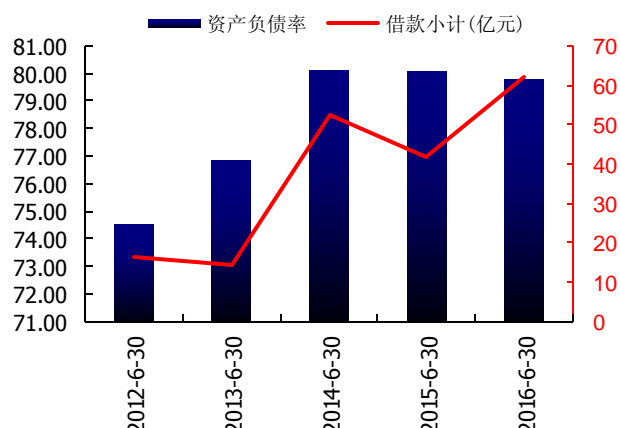
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况



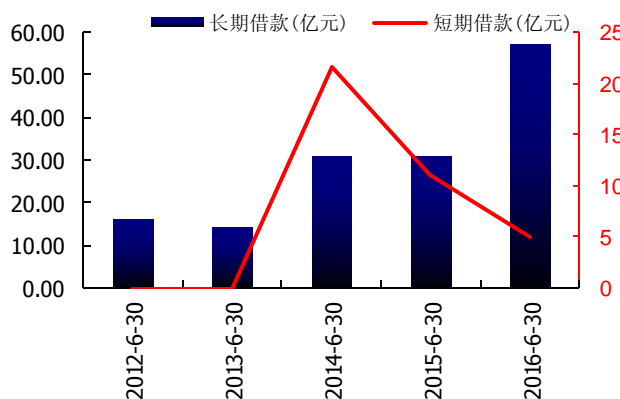
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 资产负债率情况



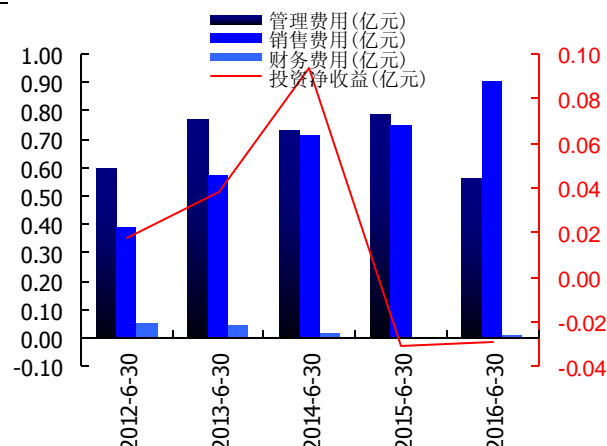
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 10: 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:

公司以北京、天津的华北地区为发展核心, 不断向华中地区扩张, 继续深耕长沙、西安等具有潜力的二线城市, 打造多地区的发展格局; 以住宅地产为主, 商业地产为辅, 打造多层次的战略格局。今年上半年, 公司配股+公司债融资 52.76 亿元, 为公司的发展提供强大助力, 也能够很好地加快目前公司的转型步伐, 随着“地产+金融”、“地产+互联网”等创新模式的发展, 未来公司的业绩将得到很好的支撑。我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 93.86 亿元、117.32 亿元和 140.79 亿元, 每股收益分别为 0.44 元、0.62 元和 0.73 元, 对应 PE 分别为 10.43、7.47 和 6.29, 维持“强烈推荐”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		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	19537	20732	23500	28751	34483	营业收入	6760	7449	9386	11732	14079
货币资金	2905	1906	2816	3520	4224	营业成本	5133	5710	7039	8564	10277
应收账款	372	111	129	161	193	营业税金及附加	470	489	610	763	915
其他应收款	49	497	626	782	939	营业费用	139	161	188	235	282
预付款项	251	163	22	-149	-354	管理费用	109	107	131	164	197
存货	15748	17722	19286	23464	28157	财务费用	8	-6	13	34	54
其他流动资产	210	331	621	973	1325	资产减值损失	-14.23	11.96	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	915	821	1356	1341	1326	公允价值变动收益	-0.01	0.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	87	90	90	90	90	投资净收益	14.41	132.00	130.00	130.00	130.00
固定资产	91.21	88.13	77.67	67.20	56.74	营业利润	929	1107	1529	2097	2479
无形资产	47	45	41	36	32	营业外收入	7.60	11.49	12.00	12.00	12.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.91	8.12	10.00	10.00	10.00
资产总计	20452	21553	24856	30092	35809	利润总额	933	1111	1531	2099	2481
流动负债合计	11773	10238	13936	17178	20935	所得税	259	293	398	546	645
短期借款	617	500	5838	9600	14014	净利润	674	818	1133	1553	1836
应付账款	1214	1597	1929	2346	2816	少数股东损益	12	87	96	106	116
预收款项	3475	2872	2121	1183	56	归属母公司净利润	662	730	1037	1448	1719
一年内到期的非流	1719	1426	2500	2500	2500	EBITDA	1001	1167	1557	2146	2547
非流动负债合计	4400	6608	5380	6980	8480	BPS (元)	0.36	0.40	0.44	0.62	0.73
长期借款	4389	3700	5200	6700	8200	主要财务比率					
应付债券	0	2877	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	16173	16845	19316	24158	29414	成长能力					
少数股东权益	414	330	426	532	648	营业收入增长	42.93%	10.20%	26.00%	25.00%	20.00%
实收资本(或股本)	1818	1818	2346	2346	2346	营业利润增长	-20.29%	19.24%	38.12%	37.14%	18.19%
资本公积	40	40	40	40	40	归属于母公司净利润	41.97%	39.60%	41.97%	39.60%	18.77%
未分配利润	1771	2253	2129	1955	1749	获利能力					
归属母公司股东权益	3865	4377	5113	5403	5747	毛利率(%)	24.06%	23.34%	25.00%	27.00%	27.00%
负债和所有者权益	20452	21553	24856	30092	35809	净利率(%)	9.97%	10.98%	12.07%	13.24%	13.04%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.23%	3.39%	4.17%	4.81%	4.80%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	17.12%	16.69%	20.28%	26.80%	29.92%
经营活动现金流	-1503	-221	-4002	-3492	-3905	偿债能力					
净利润	674	818	1133	1553	1836	资产负债率(%)	79%	78%	78%	80%	82%
折旧摊销	64.41	65.21	0.00	15.00	15.00	流动比率	1.66	2.03	1.69	1.67	1.65
财务费用	8	-6	13	34	54	速动比率	0.32	0.29	0.30	0.31	0.30
应收账款减少	0	0	-18	-32	-32	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-751	-939	-1126	总资产周转率	0.36	0.35	0.40	0.43	0.43
投资活动现金流	-47	-656	127	125	125	应收账款周转率	36	31	78	81	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.33	5.30	5.33	5.49	5.45
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	132	130	130	130	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.40	0.44	0.62	0.73
筹资活动现金流	1444	-36	4785	4071	4484	每股净现金流(最新)	-0.06	-0.50	0.39	0.30	0.30
应付债券增加	0	0	-2877	0	0	每股净资产(最新摊)	2.13	2.41	2.18	2.30	2.45
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	0	0	528	0	0	P/E	12.66	11.47	10.43	7.47	6.29
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.17	1.91	2.12	2.00	1.88
现金净增加额	-105	-912	909	704	704	EV/EBITDA	12.18	12.83	13.83	12.16	12.29

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”。

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。