

华发股份 (600325)
推荐
行业：房地产开发

业绩持续超预期释放，财务结构逐渐改善

公布半年报，16 年前三季度实现营收 77.08 亿元 (+123.73%)，归母净利润 3.80 亿元 (+27.91%)，归母扣非净利润 3.71 亿元 (+44.78%)。

投资要点：

- ✧ **业绩持续释放，超预期增长。**16 年前三季度实现营收 77.08 亿元 (+123.73%)，归母净利润 3.80 亿元 (+27.91%)，归母扣非净利润 3.71 亿元 (+44.78%)，归母净利润增幅大幅低于营收增幅主要系低毛利率项目集中结转及少数股东损益大幅增加：综合毛利率 28.6%，较 16H 增加 4.2 个 pc，但同比下降 7.9 个 pc，少数股东权益 2.28 亿元，同比增加 2.29 亿元。三费率 8.1%，较 16H 增加 1.2 个 pc，同比下降 5.7 个百分点。
- ✧ **持续受益房价上涨，销售额持续大增。**前三季度实现销售金额 319.85 亿元 (+278.9%)，超出 15 年以及 16 年的增长预期，销售面积 156.18 万方 (+113.5%)，均价 2.05 万元/方 (+77.6%)。预收款 240.6 亿元，基本锁定明年业绩。**销售收入大增带动预收款大增，充分保障收入确认空间。**
- ✧ **现金稳定增长，财务结构逐渐改善。**在手货币资金 213 亿元，持续稳定增长，扣除短债仍有 122.9 亿元盈余，无短期偿债压力，资产负债率 82%，扣除预收帐款后的负债率 61%，同比下降 14 个 pc，净负债率 203%，同比下降 128 个 pc，财务结构逐渐改善。9 月成功发行 20 亿元私募债，利率仅 3.85%，较 15 年融资成本 9.17% 下降明显。
- ✧ **多元化项目拓展，土地整改、城市更新拓展顺利。**10 月以 99 折利润率中标北京朝阳一级开发项目，占地 7.6 万方，项目利润率 15% (1 年)、14% (2 年)、13% (3 年)、12% (4 年)、10% (5 年)、8% (6 年及以上)；中标珠海城市更新改造委托咨询服务招标项目，合作期 3 年，服务内容包括信息获取及项目落实、测绘及控规调整、拆补谈判、用地整合、回迁物业交付，服务费率 3% (成本总额 0-5 亿元)、2.75% (成本总额 5-10 亿元)、2.5% (成本总额 10-15 亿元)、2.25% (成本总额 15-20 亿元)、2% (成本总额大于 20 亿元)。
- ✧ **深耕珠海市场，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。**前三季度整体销售受益房价上涨而大增，快速积累可结转资源。**结转毛利率回升，上市公司盈利稳定增长可持续。**融资顺利及加速结转助力财务结构改善明显，融资成本持续下降。**最新 RNAV23.78 元**，预测 16-18 年 EPS0.77/0.98/1.24 元，PE17.5/13.7/10.9 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：政策调控致销售不及预期；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	22.29	17.47	13.73	10.93
P/B	1.35	1.27	1.18	1.08
EV/EBITDA	62	48	38	31

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

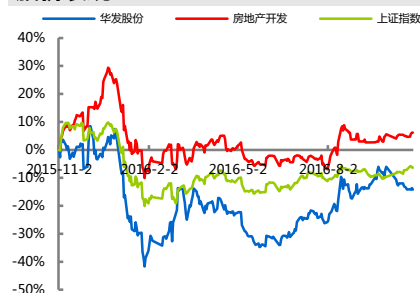
当前股价： 13.50

评级调整： 维持

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)	158
流通市值(亿元)	110
成交量(百万股)	15.23
成交额(百万元)	206.08

股价表现



相关报告

《华发股份-销售高增长，转型铺垫有序》

2016-08-30

附：公司财务与经营等指标

图 1：经营情况

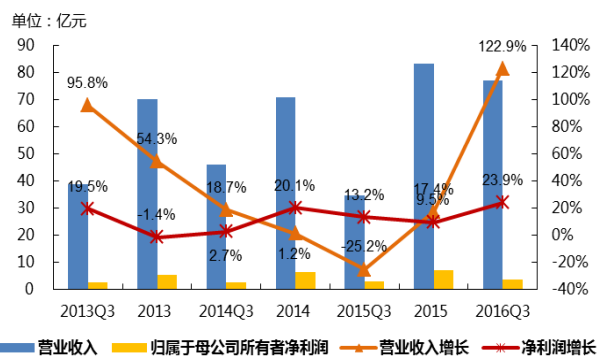


图 2：EPS 和 ROE

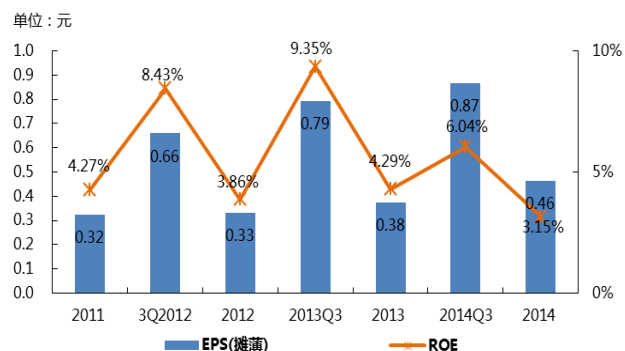


图 3：综合毛利率和归母净利率

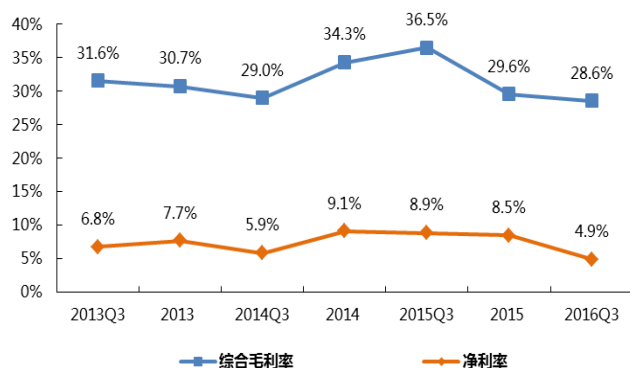


图 4：三费水平

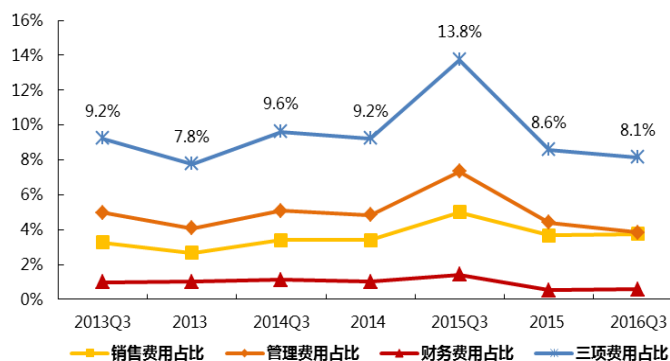


图 5：货币资金与短期负债

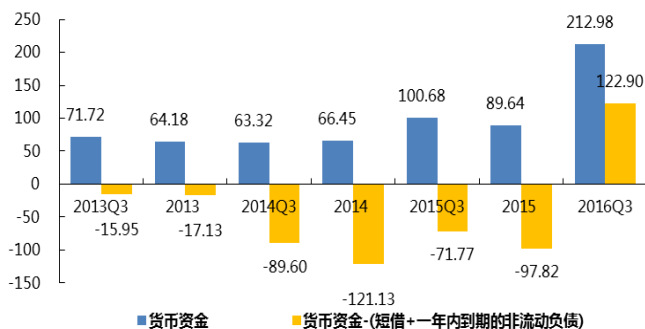
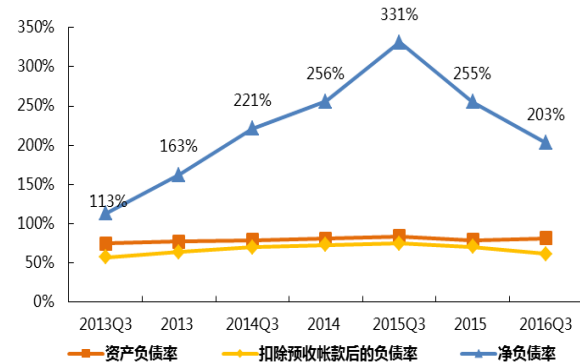


图 6：负债水平



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
流动资产	85707	97504	115546	129799
现金	8964	9103	19954	29587
应收账款	2	135	189	392
其它应收款	225	3080	4743	6791
预付账款	3700	5269	6454	7468
存货	69608	76711	80999	82354
其他	3207	3207	3207	3207
非流动资产	5929	5851	5773	5695
长期投资	2356	2356	2356	2356
固定资产	677	639	601	563
无形资产	62	62	62	62
其他	2835	2794	2754	2714
资产总计	91636	103355	121319	135494
流动负债	33965	47004	66021	81018
短期借款	9186	0	0	0
应付账款	2570	4058	5682	7670
其他	22208	42945	60340	73348
非流动负债	38702	36678	34686	32689
长期借款	33871	31871	29871	27871
其他	4831	4808	4816	4818
负债合计	72666	83682	100707	113707
少数股东权益	7249	7224	7193	7154
股本	1169	1169	1169	1169
资本公积	5476	5476	5476	5476
留存收益	5059	5804	6773	7988
归属母公司股东权益	11721	12449	13418	14633
负债和股东权益	91636	103355	121319	135494

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	646	11414	12987	11866
净利润	689	879	1119	1405
折旧摊销	61	57	57	57
财务费用	43	95	111	135
投资损失	-125	-200	-175	-150
营运资金变动	-117	9759	11381	9781
其它	95	824	495	638
投资活动现金流	-20016	181	156	131
资本支出	12518	0	0	0
长期投资	-7625	0	0	0
其他	-15123	181	156	131
筹资活动现金流	20879	-11456	-2291	-2365
短期借款	3416	-9186	0	0
长期借款	14586	-2000	-2000	-2000
普通股增加	352	0	0	0
资本公积增加	3825	0	0	0
其他	-1300	-270	-291	-365
现金净增加额	1511	139	10852	9632

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	8342	13172	18440	24894
营业成本	5875	9593	13506	18309
营业税金及附加	873	1378	1930	2605
营业费用	306	482	675	912
管理费用	368	581	814	1098
财务费用	43	95	111	135
资产减值损失	32	0	0	0
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资净收益	125	200	175	150
营业利润	978	1242	1580	1985
营业外收入	16	0	0	0
营业外支出	22	0	0	0
利润总额	973	1242	1580	1985
所得税	284	363	461	580
净利润	689	879	1119	1405
少数股东损益	-19	-25	-31	-39
归属母公司净利润	708	904	1150	1445
EBITDA	1082	1393	1747	2176
EPS (元)	0.61	0.77	0.98	1.24

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	17.4%	57.9%	40.0%	35.0%
营业利润	15.8%	26.9%	27.2%	25.6%
归属于母公司净利润	9.5%	27.6%	27.2%	25.6%
获利能力				
毛利率	29.6%	27.2%	26.8%	26.5%
净利率	8.5%	6.9%	6.2%	5.8%
ROE	6.0%	7.3%	8.6%	9.9%
ROIC	1.2%	1.8%	3.0%	5.1%
偿债能力				
资产负债率	79.3%	81.0%	83.0%	83.9%
净负债比率	72.41%	49.51%	39.15%	32.92%
流动比率	2.52	2.07	1.75	1.60
速动比率	0.47	0.44	0.52	0.59
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.14	0.16	0.19
应收账款周转率	3681	152	90	68
应付账款周转率	2.21	2.89	2.77	2.74
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.77	0.98	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	9.76	11.11	10.15
每股净资产(最新摊薄)	10.03	10.65	11.48	12.52
估值比率				
P/E	22.29	17.47	13.73	10.93
P/B	1.35	1.27	1.18	1.08
EV/EBITDA	62	48	38	31

相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-30	《华发股份-销售高增长，转型铺垫有序》

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,旨在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

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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编: 200082
传真: (021) 62171434