

华发股份 (600325.SH) 房地产开发行业

评级：买入 维持评级

公司点评

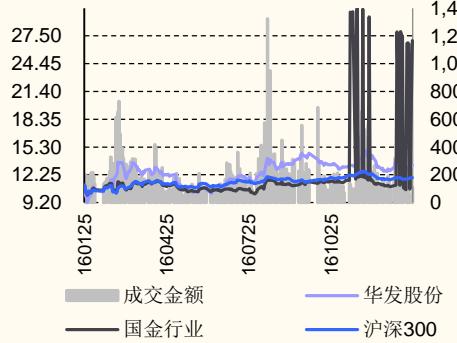
市场价格 (人民币): 13.28 元

股权激励打开国改想象空间

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,063.45
总市值(百万元)	15,524.93
年内股价最高最低(元)	14.89/9.20
沪深 300 指数	3364.08



相关报告

1. 《高品质真成长，精彩不断绽放-华发股份公司点评》，2016.8.31
 2. 《布局股权投资基金，华发股份弹性显现-华发股份公司点评》，2016.6.15
 3. 《稀缺的高弹性国改标的-华发股份公司研究》，2016.4.15

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.792	0.606	0.845	1.379	1.846
每股净资产(元)	8.46	10.05	10.73	11.98	13.69
每股经营性现金流(元)	2.49	0.55	3.00	-2.00	-5.55
市盈率(倍)	15.59	26.91	15.71	9.63	7.19
行业优化市盈率(倍)	27.70	46.45	36.34	36.34	36.34
净利润增长率(%)	20.13%	9.48%	39.58%	63.16%	33.81%
净资产收益率(%)	9.35%	6.03%	7.88%	11.52%	13.48%
总股本(百万股)	817.05	1,169.05	1,169.05	1,169.05	1,169.05

1400 来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2017年1月24日公司发布限制性股票激励计划（草案修订稿），拟向激励对象181人授予817万股公司限制性股票，约占公司总股本11.69亿股的0.7%，授予价格为每股8.94元。

要点分析

- **开启珠海国资国企改革新篇章：**公司作为珠海市国资委旗下的重要房地产上市平台，推出股权激励意义重大，不仅激励管理团队的积极性，也对其他国企产生了积极的暗示，我们认为公司可能会作为珠海国资国企改革的龙头企业，后续的资源整合事项也值得期待。从流程上看，公司限制性股票激励计划事项已经获得市/省国资委批复，后续只要股东大会通过，即可进入实操阶段。
 - **解锁条件与经营业绩直接挂钩：**本次授予的限制性股票解锁总共四次，每次比例为 25%，第一次解锁时间是自授予日起 24 月后的首个交易日向后顺延一年，后面依次类推。第一个解锁期业绩考核目标是以 2015 年为基准年，2017 年净利润（扣非后的）增长不低于 20%（同时不低于 2016 年），净资产收益率不低于 8.5%，主营业务比率不低于 97%，上述三个指标不低于同行业平均水平，且净利率增速和 ROE 不低于同行业 70 分位值。
 - **激励计划成本在管理费用中列支，对净利润影响小：**公司将在锁定期的每个资产负债表日，按照限制性股票授予日的公允价值，将当期取得的服务计入相关成本或费用和资本公积。假设授予日公司股价 13 元每股，公司在 2017 年 2 月底授予限制性股票，2018 年摊销成本最高的情况下也不超过 1100 万，在不考虑激励计划对公司业绩的刺激作用下，对当期各年净利润的影响程度很小。

投资建议

- 公司 2015 年销售额 133 亿, 增长 55%, 2016 年销售额超过 370 亿, 增长 178%, 公司业绩锁定性很强, 考虑到公司项目的布局和优异的产品品质, 我们对公司今年的销售也比较乐观。预计 2016 公司实现 EPS0.85 元, 目前股价对应 P/E 为 15.7X, 维持买入评级。

风险提示

- ## ■ 市场下行风险超预期。

胡华如 分析师 SAC 执业编号: S1130516010001
(86755)83831622
huhuaru@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	7,017	7,104	8,342	12,036	18,674	22,980
增长率	1.2%	17.4%	44.3%	55.2%	23.1%	
主营业务成本	-4,860	-4,666	-5,875	-8,594	-13,259	-16,063
%销售收入	69.3%	65.7%	70.4%	71.4%	71.0%	69.9%
毛利	2,158	2,438	2,467	3,442	5,416	6,917
%销售收入	30.7%	34.3%	29.6%	28.6%	29.0%	30.1%
营业税金及附加	-774	-992	-873	-1,222	-1,789	-2,103
%销售收入	11.0%	14.0%	10.5%	10.2%	9.6%	9.2%
营业费用	-188	-241	-306	-445	-710	-896
%销售收入	2.7%	3.4%	3.7%	3.7%	3.8%	3.9%
管理费用	-286	-343	-368	-518	-803	-988
%销售收入	4.1%	4.8%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	910	863	920	1,258	2,114	2,930
%销售收入	13.0%	12.1%	11.0%	10.5%	11.3%	12.8%
财务费用	-72	-72	-43	-88	-186	-334
%销售收入	1.0%	1.0%	0.5%	0.7%	1.0%	1.5%
资产减值损失	-15	-1	-32	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	8	0	0	0
投资收益	26	49	125	219	328	417
%税前利润	3.1%	5.8%	12.8%	15.7%	14.5%	13.8%
营业利润	850	845	978	1,389	2,256	3,013
营业利润率	12.1%	11.9%	11.7%	11.5%	12.1%	13.1%
营业外收支	6	-4	-5	3	3	3
税前利润	856	841	973	1,392	2,259	3,016
利润率	12.2%	11.8%	11.7%	11.6%	12.1%	13.1%
所得税	-309	-212	-284	-390	-633	-845
所得税率	36.0%	25.2%	29.2%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	548	629	689	1,002	1,627	2,172
少数股东损益	9	-18	-19	14	14	14
归属于母公司的净利润	538	647	708	988	1,613	2,158
净利率	7.7%	9.1%	8.5%	8.2%	8.6%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	548	629	689	1,002	1,627	2,172
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	53	53	93	53	56	64
非经营收益	81	-174	-19	533	274	363
营运资金变动	191	1,524	-117	1,919	-4,294	-9,088
经营活动现金净流	872	2,032	646	3,506	-2,337	-6,489
资本开支	-7,132	-18,036	-12,518	158	-126	-147
投资	-1,909	-3,058	-7,540	-201	-200	-200
其他	0	9	42	219	328	417
投资活动现金净流	-9,041	-21,085	-20,016	176	2	70
股权募资	2,225	5,400	8,156	0	0	0
债权募资	10,438	17,063	17,348	-2,491	3,486	8,350
其他	-1,861	-3,316	-4,623	-525	-757	-935
筹资活动现金净流	10,802	19,147	20,881	-3,016	2,728	7,416
现金净流量	2,633	94	1,511	666	393	997

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	6,418	6,645	8,964	9,630	10,023	11,020
应收账款	120	111	227	335	519	639
存货	30,242	48,027	69,608	86,645	103,527	116,623
其他流动资产	6,136	9,144	6,908	4,557	4,775	5,785
流动资产	42,916	63,926	85,707	101,167	118,844	134,067
%总资产	98.1%	94.8%	93.5%	94.7%	95.3%	95.6%
长期投资	132	2,413	4,714	4,915	5,114	5,314
固定资产	518	557	677	636	710	796
%总资产	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
无形资产	120	184	144	61	61	60
非流动资产	813	3,505	5,929	5,614	5,887	6,173
%总资产	1.9%	5.2%	6.5%	5.3%	4.7%	4.4%
资产总计	43,728	67,431	91,636	106,781	124,731	140,240
短期借款	8,130	18,758	18,746	14,255	15,740	24,088
应付款项	10,828	14,182	14,649	30,981	43,455	48,264
其他流动负债	59	402	570	1,101	1,618	1,947
流动负债	19,017	33,342	33,965	46,337	60,813	74,298
长期贷款	12,848	19,285	33,871	35,871	37,874	
其他长期负债	1,800	1,818	4,808	4,770	4,770	4,770
负债	33,665	54,445	72,643	86,978	103,454	116,942
普通股股东权益	6,382	6,914	11,744	12,541	14,001	16,007
少数股东权益	3,680	6,072	7,249	7,263	7,277	7,291
负债股东权益合计	43,728	67,431	91,636	106,781	124,731	140,240

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.659	0.792	0.606	0.845	1.379	1.846
每股净资产	7.811	8.462	10.046	10.727	11.977	13.692
每股经营现金净流	1.067	2.487	0.552	2.999	-1.999	-5.550
每股股利	0.200	0.100	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	8.43%	9.35%	6.03%	7.88%	11.52%	13.48%
总资产收益率	1.23%	0.96%	0.77%	0.93%	1.29%	1.54%
投入资本收益率	1.77%	1.22%	0.85%	1.21%	1.91%	2.34%
增长						
主营业务收入增长率	54.31%	1.24%	17.43%	44.28%	55.15%	23.06%
EBIT 增长率	0.67%	-5.22%	6.72%	36.65%	68.07%	38.60%
净利润增长率	-1.37%	20.13%	9.48%	39.58%	63.16%	33.81%
总资产增长率	50.97%	54.21%	35.90%	16.53%	16.81%	12.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	1,998.4	3,061.4	3,654.0	3,680.0	2,850.0	2,650.0
应付账款周转天数	164.4	208.5	165.1	170.0	180.0	187.0
固定资产周转天数	27.0	28.6	29.6	19.2	13.9	12.6
偿债能力						
净负债/股东权益	162.53%	255.64%	254.95%	228.58%	227.27%	239.13%
EBIT 利息保障倍数	12.7	11.9	21.6	14.3	11.4	8.8
资产负债率	76.99%	80.74%	79.27%	81.45%	82.94%	83.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-15	增持	13.00	16.00~17.00
2	2016-06-15	买入	10.32	N/A
3	2016-08-31	买入	13.65	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD