



东兴证券
DONGXING SECURITIES

用我的“新”行动证明我的“旧”实力！

——华远地产（600743）事件点评

2017年01月24日

强烈推荐/维持

华远地产

事件点评

事件：

公司1月24日晚间公告，公司作为管理人设立的资产支持专项计划——恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划，经中证机构间报价系统股份有限公司审核无异议，目前已经成功发行。公司和恒泰证券已经于2016年12月28日、2017年1月22日分两次完成华远盈都的股权转让工作，专项计划于2017年1月24日成立，发行总规模7.36亿元，其中股权转让款6.06亿元，向华远盈都发放信托贷款1.3亿元。

主要观点：

1. 公司试水商业地产证券化成功

公司成功发行规模为7.36亿元的类REITs（房地产信托投资基金）资产支持证券（恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划），是北京市国资委下属企业在国内发行的第一单类REITs产品，同时也是中证机构间报价系统内发行的第一单类REITs产品。这两个“第一”，一方面，充分显现出公司出色的资本运作能力、资产盘活能力和金融创新能力，另一方面，也意味着国内商业地产资产证券化日臻成熟，未来房企的部分竞争形式将表现为轻资产运营模式和能力的竞争。

本次发行的类REITs产品标的物业为D座约3万平方米的持有型出租物业，通过资产支持专项计划和契约型私募基金两层交易结构的设立，实现了华远盈都资产股权的转让。

从资产支持计划的设计条款来看，标的物将以“销售”形式实现从资产负债表转出，同时分两次转让（2016年12月28日和2017年1月22日）股权可将一次性销售收入和利润分配在2016、2017年两年进行结转，有望显著增厚近两年的净利润。同时，还需要注意产品设计中，允许未来公司在物业升值后有优先回购权的条款，我们认为这种条款的设计使公司对优质资产仍保留了相当的实质性的控制权。

公司大股东华远集团由西城区国资委100%控股，较为集中的股权结构保证了公司的稳健经营，避免了因为股权结构过度分散可能

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

联系人：梁小翠

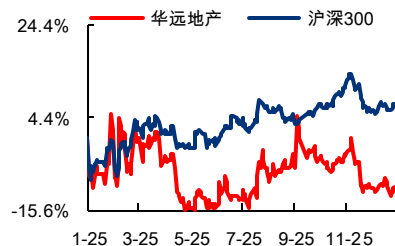
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	4.53-5.46
总市值（亿元）	106.28
流通市值（亿元）	106.28
总股本/流通A股（万股）	234610/234610
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.74

52周股价走势图



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《华远地产（600743）2016年半年报点评：基业常青，我有我的骄傲》2016-09-05
- 2、《华远地产（600743）2015年年报点评：老牌房企 志在千里》2016-04-27
- 3、《华远地产（600743）：华远地产的诗意和远方》2015-08-05
- 4、《华远地产（600743）：规模扩张加速 收入增长明显》2014-08-14

导致的诸多问题，尤其是在金融街股权之争扑朔迷离的当下，公司有望接受西城区国资委的大力支持，从而实现跨越式的发展。

2. 公司商业地产经营能力获得市场认同

公司是国内最早涉足商业地产的国企之一，拥有深厚的商业地产开发和运营管理经验。此次资产证券化产品的成功发行是对于其商业地产经营管理能力的市场认同，为未来公司旗下多处运营的商业物业以此形式进入资本市场提供了宝贵经验借鉴。目前，公司正对商业运营管理团队进行升级，伴随着资产证券化市场的进一步发展，更多优质资产的入市，公司轻资产运营的模式也将日趋成熟。

表 1：公司目前项目中可自持部分+现有自持商业面积总量

	名称	自持部分
未来自持	北京铭悦好天地	2
	长沙华中心四期	10.3
	长沙华中心五期	3.3
	北京西红世	6.2
现期持有	房产出租面积	5.35
	总计	27.15

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 营收跨入百亿梯队，业绩进入爆发期

公司 2016 年销售额超 100 亿元，同比增长 160.2%，成功跨入百亿梯队，销售面积 50.1 万方，同比增加 84.9%。签约金额大增奠定了公司未来 2-3 年业绩快速增长的基础。

公司土储布局城市集中于一、二线，土储总量居前三位的城市为：西安、长沙、北京；从货值量来看，以近期几大城市房价均值为标准，公司货值总量居前三位的城市为北京、长沙、西安。

表 2：公司 2016 年所获土地储备情况

地块名称	金额	土地面积	建筑面积	用地性质	楼面价
“津滨汉（挂）2016-3 号宗地”	1.54	3.45	6.90	住宅	2232
“津滨汉（挂）2016-4 号宗地”	2.57	6.14	9.21	住宅	2790
长沙 “0502010167-3” 地块	11.30	3.64	21.21	商业	5329
西安 “WY9-14-171”	8.66	0.91	1.98	住宅	2677
西安 “WY9-14-172”		0.62	2.10	住宅	
西安 “WY9-14-173”		2.49	10.06	住宅	
西安 “WY9-14-174”		3.71	16.15	住宅	
西安 “WY9-14-175”		1.51	2.06	住宅	
广州高雅房地产并购项目	13.79	15.15	15.15	住宅	
总计	37.86	37.62	84.82	-	4464

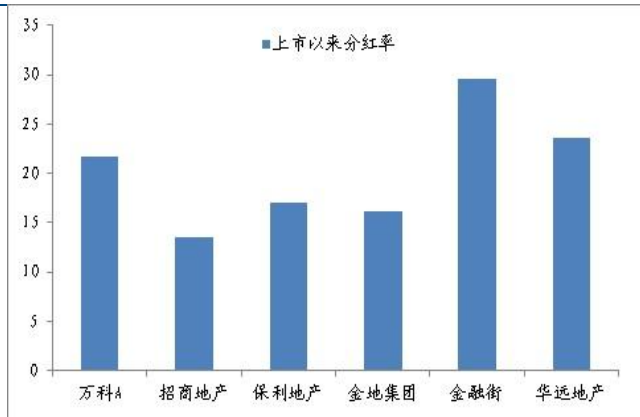
数据来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利能力不输于行业龙头

我们认为公司虽然从规模上难以与行业的龙头企业匹敌，但其盈利能力却一直保持在行业较高位的水平。

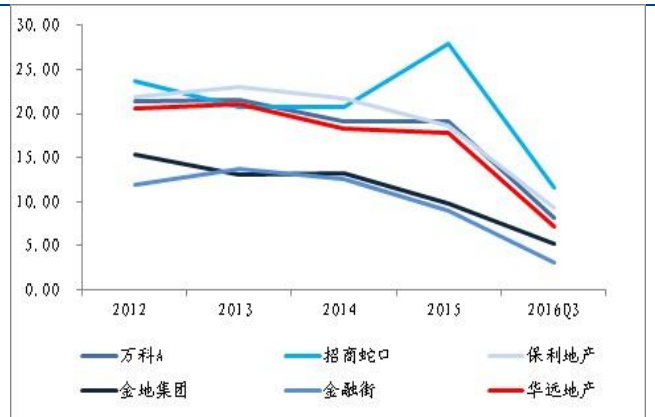
从上市以来现金分红比率这一具体数据来看，公司自 2008 年开始现金分红以来，保持了比较高的分红比率；从加权 ROE 趋势分析，也基本保持了与万科、保利持平的格局，从而用事实证实了其强大的盈利能力。

图 1:上市以来分红率



资料来源：东兴证券研究所

图 2:近五年公司与行业龙头加权 ROE



资料来源：东兴证券研究所

结论:

华远自 1983 的成立以来，历经 20 余年屹立不倒，经历了我国房地产行业的所有大小周期，已经用事实向行业证明了公司良好的公司治理结构和较强的业务运营能力，我们看好公司多年如一日的高盈利能力，看好公司新动作后面隐藏的实力提升。预计公司 2016-2018 年的营业收入分别为 95.68 亿元、121.26 亿元和 149.68 亿元，净利润分别为 11.3 亿元、13.87 亿元和 17.45 亿元，EPS 为 0.48/0.59/0.74 元，对应 PE 分别为 9.57、7.8 和 6.2，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：销售目标不达预期、行业调控政策进一步收紧

表 1: 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	23203	30611	36851	营业收入	6760	7449	9568	12126	14968		
货币资金	2905	1906	2870	3638	4490	营业成本	5133	5710	7260	9173	10981		
应收账款	372	111	131	166	205	营业税金及附加	470	489	622	788	973		
其他应收款	49	497	638	809	998	营业费用	139	161	191	243	299		
预付款项	251	163	18	-166	-385	管理费用	109	107	134	170	210		
存货	15748	17722	18897	25132	30084	财务费用	8	-6	12	36	62		
其他流动资产	210	331	649	1032	1459	资产减值损失	-14.23	11.96	12.00	12.00	12.00		
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	1467	1834	2562		
无形资产	47	45	41	36	32	营业外收入	7.60	11.49	230.00	230.00	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	24559	31952	38177	利润总额	933	1111	1687	2054	2564		
流动负债合计	11773	10238	13630	19050	23320	所得税	259	293	469	571	713		
短期借款	617	500	5485	11351	16324	净利润	674	818	1218	1483	1851		
应付账款	1214	1597	1989	2513	3008	少数股东损益	12	87	87	96	106		
预收款项	3475	2872	2107	1136	-61	归属母公司净利润	662	730	1130	1387	1746		
一年内到期的非	1719	1426	2500	2500	2500	EBITDA	1001	1167	1494	1885	2639		
非流动负债合计	4400	6608	5380	6980	8480	BPS (元)	0.36	0.40	0.48	0.59	0.74		
长期借款	4389	3700	5200	6700	8200	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
应付债券	0	2877	0	0	0								
负债合计	16173	16845	19010	26029	31799	成长能力							
少数股东权益	414	330	418	514	619	营业收入增长	42.93%	10.20%	28.45%	26.73%	23.44%		
实收资本 (或股	1818	1818	2346	2346	2346	营业利润增长	-20.29%	19.24%	32.47%	25.02%	39.72%		
资本公积	40	40	40	40	40	归属于母公司净利	54.76%	22.67%	54.76%	22.67%	25.88%		
未分配利润	1771	2253	2118	1951	1742	获利能力							
归属母公司股东	3865	4377	5132	5409	5758	毛利率 (%)	24.06%	23.34%	24.12%	24.35%	26.64%		
负债和所有者权	20452	21553	24559	31952	38177	净利率 (%)	9.97%	10.98%	12.73%	12.23%	12.37%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	3.23%	3.39%	4.60%	4.34%	4.57%		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	17.12%	16.69%	22.03%	25.64%	30.31%		
经营活动现金流	-1503	-221	-3515	-5571	-4279	偿债能力							
净利润	674	818	1218	1483	1851	资产负债率 (%)	79%	78%	77%	81%	83%		
折旧摊销	64.41	65.21	0.00	15.00	15.00	流动比率	1.66	2.03	1.70	1.61	1.58		
财务费用	8	-6	12	36	62	速动比率	0.32	0.29	0.32	0.29	0.29		
应收账款减少	0	0	-20	-35	-39	营运能力							
预收帐款增加	0	0	-765	-970	-1197	总资产周转率	0.36	0.35	0.42	0.43	0.43		
投资活动现金流	-47	-656	120	118	118	应收账款周转率	36	31	79	82	81		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.33	5.30	5.34	5.39	5.42		
长期股权投资减	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	0.36	0.40	0.48	0.59	0.74		
筹资活动现金流	1444	-36	4359	6220	5014	每股净现金流 (最新	-0.06	-0.50	0.41	0.33	0.36		
应付债券增加	0	0	-2877	0	0	每股净资产 (最新摊	2.13	2.41	2.19	2.31	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	9.57	7.80	6.20		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.17	1.91	2.11	2.00	1.88		
现金净增加额	-105	-912	964	767	853	EV/EBITDA	12.18	12.83	14.15	14.71	12.64		

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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

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。