

华发股份 (600325)

强烈推荐

行业：房地产开发

珠海价值释放在即，资金项目均获集团支持

投资要点：

- ✧ **业绩维持高成长，销售持续靓丽。**17Q1 营收 42.1 亿元 (+367.2%)，归母净利润 4.2 亿元 (16Q1-0.4 亿元)，毛利率 32.1% (与 16 年基本持平)，三费占比 4.1% (较 16 年-3.2 个 pc)，净利率 10.0% (较 16 年+2.3 个 pc)。高毛利率项目建设、销售、竣工结算节奏可持续，业绩稳增可期。17Q1 销售额 105.3 亿元、销售面积 35.7 万方，销售均价提升助销售额维持高增长。截至 17Q1 预收款 238.5 亿元，足够锁定 17 年业绩。
- ✧ **项目储备充足，布局核心城市保障业绩。**13-15 年提前布局，16、17 年拿地审慎，成功控制成本。截至 16 年末公司土地储备建面约 805.2 万方、在建项目建面 567.3 万方，满足未来 5 年以上开发销售。14 年至今新增土储建面基本位于珠海大区、上海、武汉、广州等重点区域；15 年至今配合行业上行周期，优先开发在重点区域获取的土地，未来销售可持续受益于重点区域高房价带来的高业绩。
- ✧ **多渠道低成本融资确保流动性。**自 14 年以来连续 3 年保持融资量增加、融资成本下降趋势，公司融资能力显著增强；长期借款、应付债券代表的长期债务占比不断提升，公司融资结构不断改善。截至 17 年 Q1 末，在手现金 174.4 亿元，短债缺口 17 亿元，同比大幅收窄，资产负债率 80.7%，剔除预收账款 238.5 亿元后的资产负债率为 60.4%，均较 15 年同期微降，资金流动性无忧。公司充足现金流除了有日益雄厚的销售回款的保障以外，择时加速发债、母公司华发集团关联企业财务支持均发挥较大作用。
- ✧ **大本营珠海持续受益粤港澳大湾区建设。**粤港澳大湾区国家战略，湾区城市中珠海经济总量低、结构优，未来发展弹性足、空间大。作为本地龙头，始终受益母公司华发集团横琴十字门商务区一级开发带来的资源优势，港珠澳大桥的年底通车无忧加速珠海区域土地红利释放、自贸片区扩容提上议程公司十字门、妈湾、洪湾片区物业直接受益。
- ✧ **粤港澳大湾区珠海区域最受益标的，持续受益于集团在珠海，尤其是横琴区域的独特资源优势，土储约 805 万方近半位于大湾区，加之短期港珠澳大桥通车及横琴自贸区扩容提上预期，土地价值重估正当时。**17 年 Q1 销售额持续高增长，毛利率维持高位、净利率受益费用控制显著增长。可售、可结转资源充足，预计盈利稳定增长可持续。珠海国改标的，17 年 3 月完成股票激励计划，利益绑定有助业绩持续增长。最新 RNAV25.1 元/股。17-19 年 EPS1.09/1.36/1.70 元，PE15/12/9 倍，6 个月目标价 20 元/股，“强烈推荐”评级。

风险提示：粤港澳大湾区推进不及预期，政策调控致销售不及预期。

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13299	17397	21746	27183
收入同比(%)	60%	31%	25%	25%
归属母公司净利润	1018	1277	1585	1987
净利润同比(%)	50%	25%	24%	25%
毛利率(%)	32.3%	33.0%	33.0%	33.0%
ROE(%)	7.8%	9.0%	10.5%	12.2%
每股收益(元)	0.87	1.09	1.36	1.70
P/E	18.22	14.53	11.71	9.34
P/B	1.43	1.30	1.23	1.14
EV/EBITDA	32	24	19	15

资料来源：中国中投证券财富研究部

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： 20

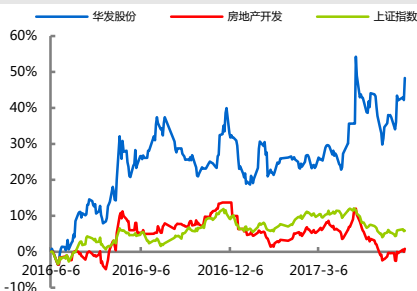
当前股价： 15.87

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,118
流通股本(百万股)	1,914
总市值(亿元)	336
流通市值(亿元)	304
成交量(百万股)	25.17
成交额(百万元)	400.49

股价表现



相关报告

《华发股份-销售显著增长，大湾区珠海龙头》2017-04-20

《华发股份-业绩持续超预期释放，财务结构逐渐改善》2016-10-30

《华发股份-销售高增长，转型铺垫有序》2016-08-30

目 录

一、业绩维持高成长，销售持续靓丽	5
1. 15、16 年项目逐步结转，业绩增长加速	5
2. 均价提升销售增长，预收稳定锁定业绩	5
二 项目储备充足，布局核心城市保障业绩	6
1. 储备、在建项目充足，新开工等逐年递增备足可售资源	6
2. 重点区域持续布局、优先开发	7
三 多渠道低成本融资确保流动性	11
1. 16 年低利率时期加速发	12
2. 关联企业财务支持显著降低成本	13
四 大本营珠海持续受益粤港澳大湾区建设	13
1. 经济总量低、结构优，珠海发展弹性足、空间大	14
2. 规划、基建逐步落地建成，珠海区域价值提升在望	14
3. 大本营珠海储备充足，集团支持资源获取能力强	15
五 估值与投资建议	16
1. 估值分析	16
2. 投资建议	16
六 风险提示	17

图目录

图 1	12-16 年营收、净利稳健增长	5
图 2	17Q1 营收、净利增幅明显	5
图 3	17Q1 净利率稳定、毛利率升高.....	5
图 4	17Q1 三费占比显著减少	5
图 5	13-16 年销售额加速增长.....	6
图 6	17Q1 高均价助销售额显著增长.....	6
图 7	16 年珠海、上海大区销售额占 84%	6
图 8	17 年 Q1 预收款仍足够锁定全年业绩.....	6
图 10	前期储备为后期推盘提供充足货源	7
图 11	13-16 年累计土地储备略有回落	7
图 11	13-16 年新开工面积逐年升高	7
图 12	13-16 年竣工较新开工平均滞后一年回升	7
图 13	13 年后重点区域拿地占绝大多数	8
图 14	13 年后重点区域新开工占绝大多数	8
图 15	15 年末重点区域权益土储占比 48%	8
图 16	15 年末重点区域在建面积占比 77%	8
图 17	16 年末重点区域权益土储占比 36%	8
图 18	16 年末重点区域在建面积占比 82%	8
图 19	14 年以来现金增加，短债缺口减少	12
图 20	16 年剔除预收款后的资产负债率显著减少.....	12
图 21	14 年以来长期债务占比不断提升	12
图 22	14 年以来融资额度上升、融资成本下降.....	12
图 23	关联企业资金拆入显著增加	13
图 24	集团财务公司资金支持占将持续高增长.....	13
图 25	“粤港澳大湾区”由“9+2”城市组成	14
图 26	珠海在粤港澳各城市中经济总量靠后、第三产业占比靠前.....	14
图 27	粤港澳大湾区建成、在建交通路网	15
图 30	16 年末公司珠海区域储备、在建项目分布.....	16

表目录

表 1	13 年新获土地储备重点区域不足一半	9
表 2	14 年新获土地储备全部处于重点区域	9
表 3	15 年新获土地储备绝大部分处于重点区域.....	9
表 4	16 年新获土地储备绝大部分处于重点区域.....	10
表 5	17 年至今新获土地储备大部分处于重点区域.....	10
表 6	15 年末重点区域权益土储 315.6 万方	10
表 7	16 年末重点区域权益土储 246.2 万方	10
表 8	15 年末重点区域在建项目建面 319.0 万方.....	11
表 9	16 年末重点区域在建项目建面 365.9 万方.....	11
表 10	16 年债务融资显著增加	12
表 11	16 年关联方拆入资金累计 89.3 亿元.....	13
表 12	16 年公司珠海地区储备、在建项目建面.....	16
表 13	最新 RNAV 重估值	16

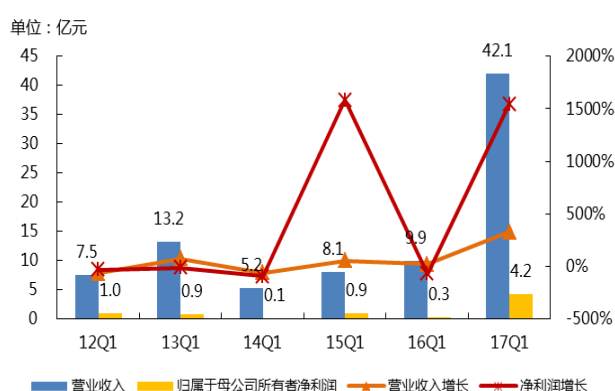
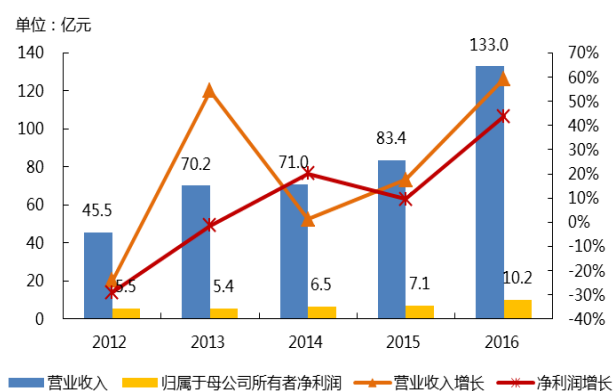
一、业绩维持高成长，销售持续靓丽

1. 15、16 年项目逐步结转，业绩增长加速

受益于 15、16 年高收益项目逐步结转，公司 17 年一季度业绩结转维持 16 年高增长趋势，17Q1 营收 42.1 亿元（同比+367.2%），归母净利润 4.2 亿元（16Q1-0.4 亿元）。同期受益于高毛利率项目持续结转以及成本控制能力提高，公司 17Q1 毛利率 32.1%（与 16 年全年基本持平）、三费占比 4.1%（较 16 年全年-3.2 个百分点）、净利率 10.0%（较 16 年全年+2.3 个百分点）。预计未来凭借高毛利率项目建设、销售、竣工结算环节持续处于高位，公司业绩稳定增长可期。

图 1 12-16 年营收、净利稳健增长

图 2 17Q1 营收、净利增幅明显

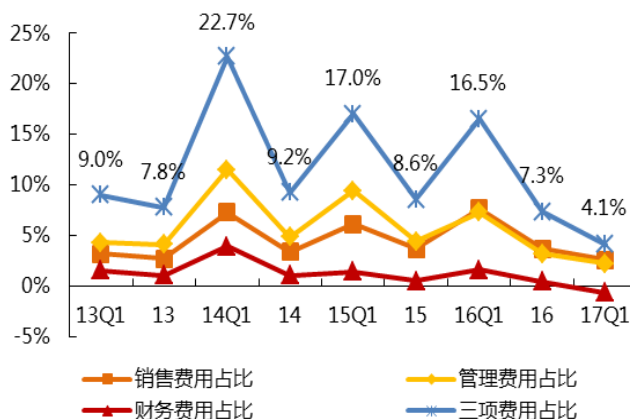
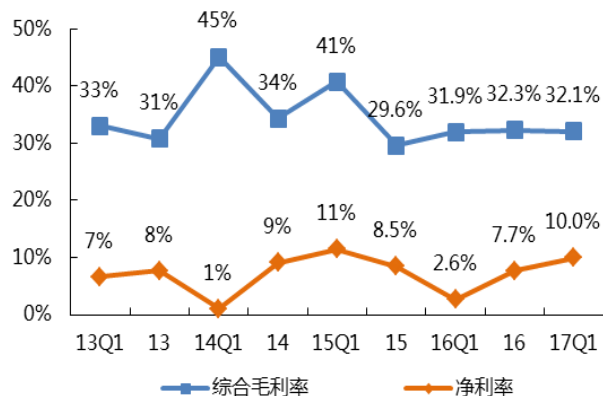


资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 3 17Q1 净利率稳定、毛利率升高

图 4 17Q1 三费占比显著减少



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 均价提升销售增长，预收稳定锁定业绩

公司 13-14 年销售额分别为 84.6、85.8 亿元，15、16 年受益于大本营珠海地区住宅均价增长，销售额呈较快增长：15 年 133.0 亿元、16 年 357.3 亿元。同期公司在全行业龙头强者更强、集中度不断提高的大趋势中逆势而上，行业地位实现跨越式提升：

15 年进入全国房企销售八十强、16 年进一步提升至四十强。17 年一季度实现销售额 105.3 亿元、销售面积 35.7 万方、均价 2.95 万元/方，销售均价提升（同比+77.5%）助销售额维持高增长（同比+45.9%）。

公司 2016 年珠海大区(珠海、中山)实现销售额 233.5 亿元，占比 65.4%；上海大区实现销售额 66.4 亿元，占比 18.6%。受益其 14 年以来持续“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”良好布局战略，公司在 16 年行业急速发展时期充分把握机会推盘，销售额借助重点布局区域价值的高速提升实现显著增长。截至 17 年一季度末预收款 238.5 亿元，与 16 年末基本持平，为 16 年 133 亿元营收的 1.8 倍，结合一季度营收 42 亿元，足够锁定 17 年业绩，待结转资源充足。

图 5 13-16 年销售额加速增长

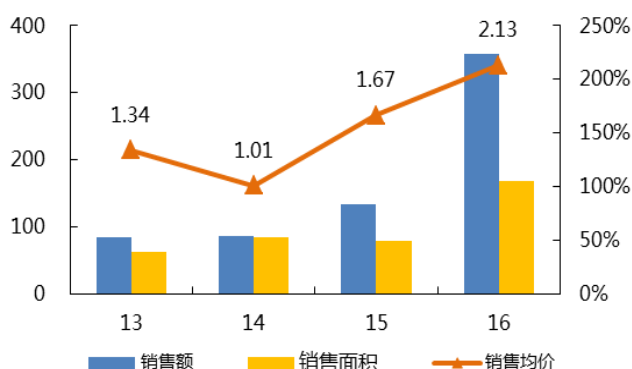
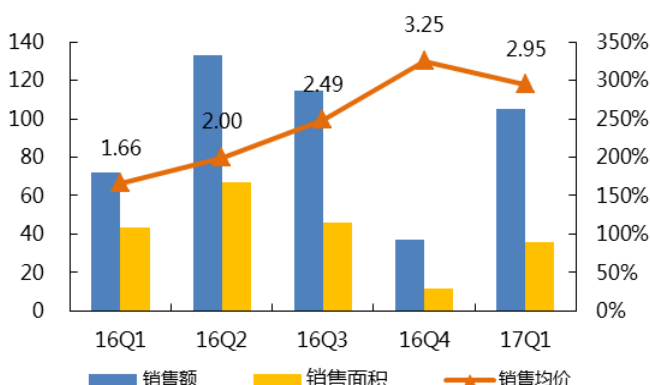


图 6 17Q1 高均价助销售额显著增长



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 7 16 年珠海、上海大区销售额占 84%

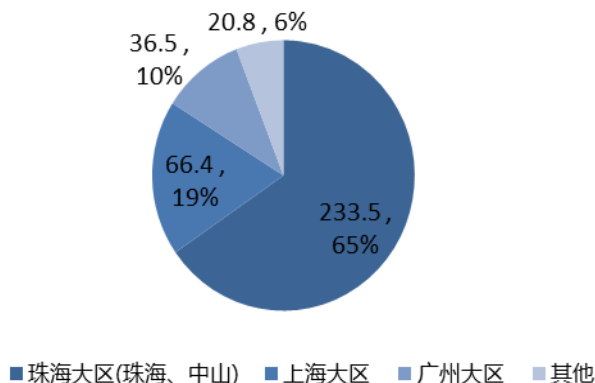
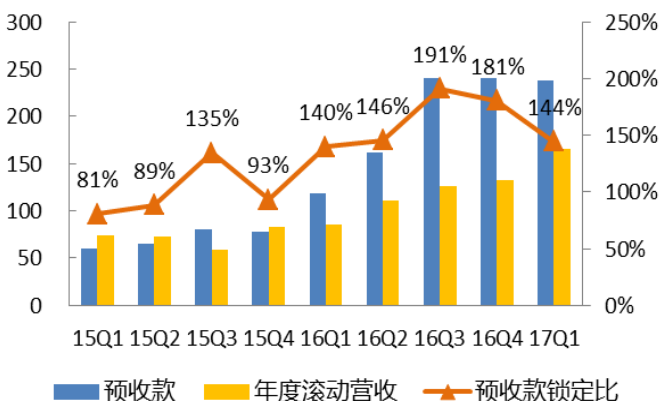


图 8 17 年 Q1 预收款仍足够锁定全年业绩



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部
年度滚动营收指本季度向前共 4 季度营收累加值

二、项目储备充足，布局核心城市保障业绩

1. 储备、在建项目充足，新开工等逐年递增备足可售资源

公司在此轮持续火热的土地市场行情前的 13-15 年提前布局，16、17 年拿地较为

审慎，成功控制土地成本：13-15 年公司累计拿地建面约 408.2 万方、16 年至今累计拿地仅 89.2 万方。公司前瞻性拿地有效控制成本的同时也为 16 年以来配合行业上行周期放量推盘提供了充足的土地储备。截至 16 年末公司土地储备建面约 805.2 万方、在建项目建面 567.3 万方，结合 16 年 167.7 万方的销售面积，满足未来 5 年以上年开发销售。考虑 13 年至今公司新开工面积持续走高、竣工面积滞后一年紧随新开工回升，预计公司可售资源仍将保持上升趋势，确保结转资源以及结转业绩稳定增长。

图 9 前期储备为后期推盘提供充足货源

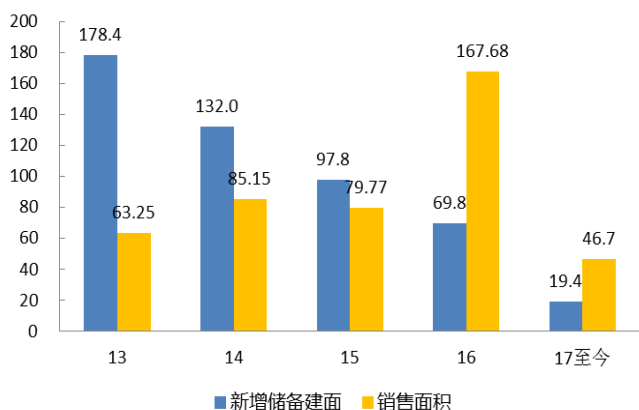
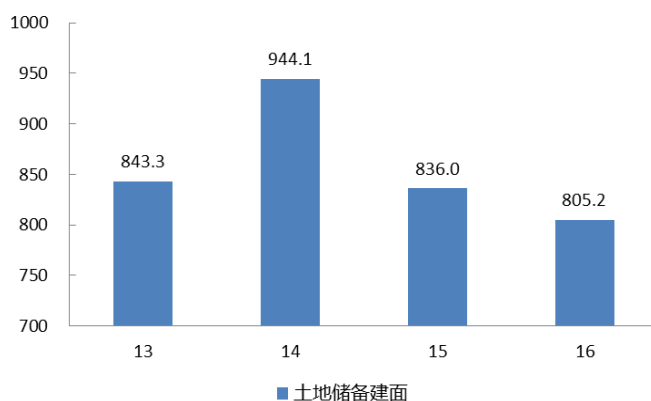


图 10 13-16 年累计土地储备略有回落



资料来源：公司公告、克而瑞、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 11 13-16 年新开工面积逐年升高

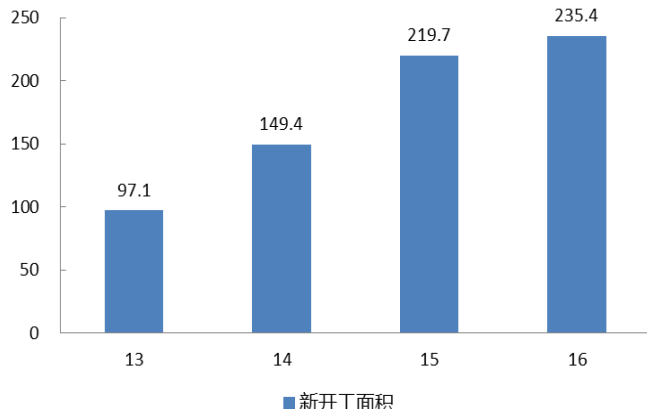
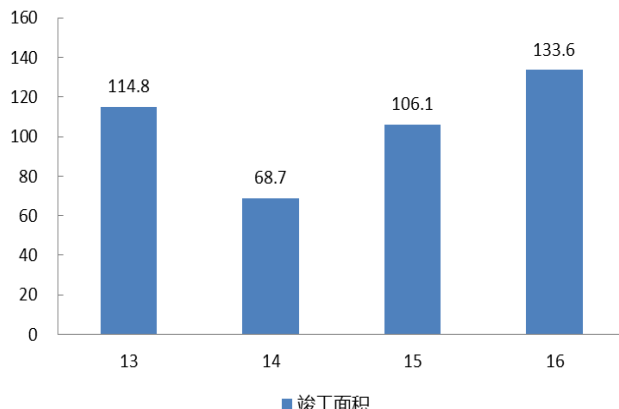


图 12 13-16 年竣工较新开工平均滞后一年回升



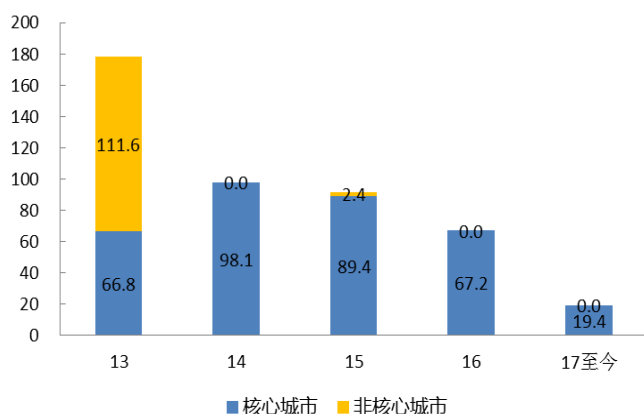
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 重点区域持续布局、优先开发

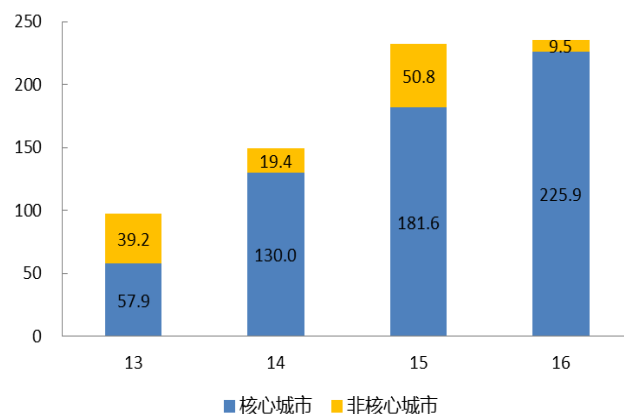
项目分布上，一方面公司 14 年以来坚持“珠海为战略大本营，上海、武汉、广州等一、二线核心城市为重点”的布局战略，14 年至今公司新增土地储备建面约 320 万方，除一宗位于南宁的计容建面 2.4 万方地块外，其余全部位于公司布局战略中提及的珠海大区、上海、武汉、广州等重点区域；另一方面 15 年至今公司配合行业上行周期，优先开发 14 年后集中获取的土地项目，如珠海、上海、武汉、广州等：15 年末重点区域在建项目面积占比 77%、16 年末 365.9 万方占比达 82%。16 年公司销售已充分受益重点布局区域住宅市场火热行情，未来重点区域房价仍易涨难跌，预计未来公司销售仍将持续受益于重点区域高房价带来的高业绩。

图 13 13 年后重点区域拿地占绝大多数



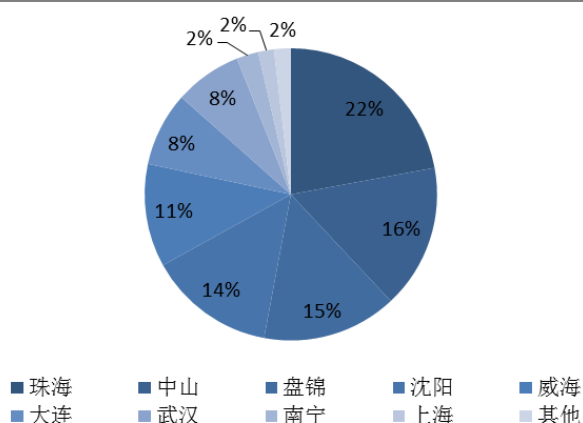
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部
重点区域指珠海大区、上海、武汉、广州等

图 14 13 年后重点区域新开工占绝大多数



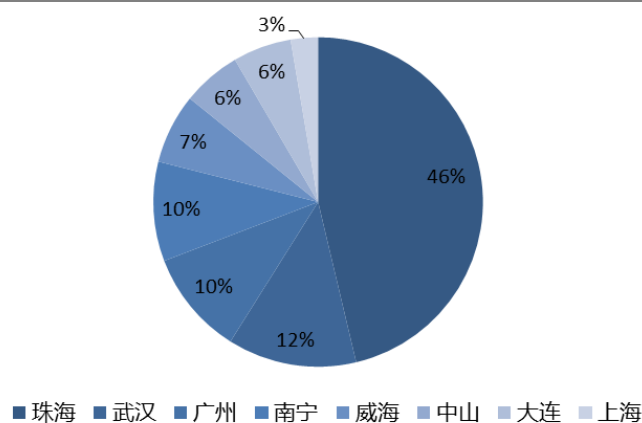
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 15 15 年末重点区域权益土储占比 48%



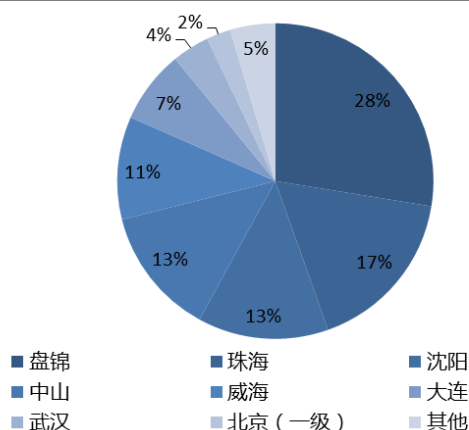
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部
重点区域指珠海大区、上海、武汉、广州等

图 16 15 年末重点区域在建面积占比 77%



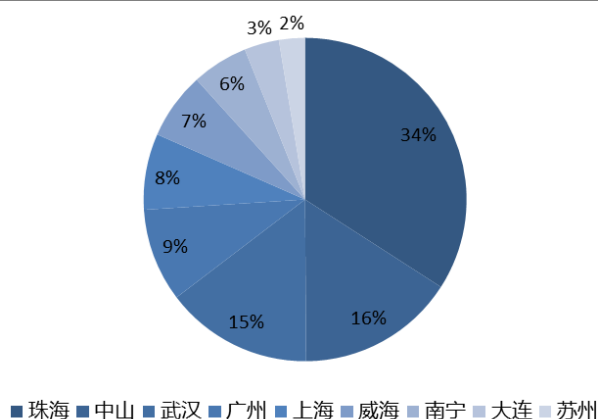
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部
重点区域指珠海大区、上海、武汉、广州等

图 17 16 年末重点区域权益土储占比 36%



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部
重点区域指珠海大区、上海、武汉、广州等

图 18 16 年末重点区域在建面积占比 82%



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部
重点区域指珠海大区、上海、武汉、广州等

表 1 13 年新获土地储备重点区域不足一半

土地名称	城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	成交价(亿元)	楼面价 (万元/方)
GC2013-025	南宁	3.40	11.89	4.59	0.39
经开区地块	威海	18.90	31.94	5.24	0.16
经开区地块	威海	19.88	33.00	5.34	0.16
威国土经告字[2013]9 号	威海	19.12	34.80	5.22	0.15
珠国土储 2013-17 号	珠海	5.62	16.86	19.39	1.15
珠横国土储 2013-08 号	珠海	12.96	31.08	58.62	1.89
P (2007) 036 号地块	武汉	10.08	18.83	8.56	0.45
合计		89.96	178.38	106.95	0.60

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 2 14 年新获土地储备全部处于重点区域

土地名称	城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	成交价(亿元)	楼面价 (万元/方)
荔湾区地块	广州	3.31	8.94	14.23	1.59
AH010834 地块	广州	0.76	1.40	2.92	2.09
AF040417、AF040418、 AF040419 地块	广州	3.12	12.27	29.16	2.38
P (2014) 003 号地块	武汉	3.69	12.63	4.97	0.39
P (2014) 049 号地块	武汉	4.20	15.97	4.32	0.27
A1-05 号地块	上海	4.60	9.20	23.70	2.58
定海社区 B5-5 地块	上海	0.72	1.80	6.07	3.37
珠国土储 2014-31 号地块	珠海	7.55	21.64	23.15	1.07
珠国土储 2014-32 号地块	珠海	2.59	14.23	10.28	0.72
合计		30.54	98.08	118.79	1.21

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 3 15 年新获土地储备绝大部分处于重点区域

土地名称	城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	成交价(亿元)	楼面价 (万元/方)
珠国土储 2014-36 号地块	珠海	0.90	1.80	1.88	1.04
N070501 单元 10-03 地块	上海	7.63	20.22	70.52	3.49
N070501 单元 09-03 地块	上海	8.72	23.11	87.95	3.81
GC2015-073 地块	南宁	0.80	2.40	0.65	0.27
青岛路片 ABCD 地块	武汉	7.72	14.36	15.80	1.10
二七沿江商务区 C 地块	武汉	6.37	29.92	40.05	1.34
合计		32.14	91.80	216.85	2.36

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 4 16 年新获土地储备绝大部分处于重点区域

土地名称	城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	成交价(亿元)	楼面价 (万元/方)
珠国土储 2015-18 号地块	珠海	5.07	18.27	3.29	0.18
珠国土储 2016-25 号地块	珠海	5.85	7.31	5.04	0.69
苏地 2016-WG-1 号地块	苏州	3.68	6.62	17.15	2.59
合计		14.60	32.20	25.49	3.46
2016BGC-246 (一级)	北京	7.60	35.00		

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 5 17 年至今新获土地储备大部分处于重点区域

土地名称	城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)	成交价 (亿元)	楼面价 (万元/方)
TD2017(CC)XG0002	佛山	2.70	10.76	13.45	1.25
18-01 (A、B) 地块	上海	2.22	8.67	22.30	2.57
合计		4.91	19.43	35.75	1.84

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 6 15 年末重点区域权益土储 315.6 万方

城市	占地面积(万方)	计容建面(万方)	权益建面(万方)	备注
珠海	69.72	152.04	146.60	
中山	58.78	139.80	105.71	
盘锦	90.92	197.97	98.99	楼面价 268 元/方
沈阳	41.40	103.50	92.92	楼面价 1020 元/方
威海	44.47	75.66	75.66	
大连	38.70	59.23	54.43	
武汉	18.54	56.35	49.32	
南宁	7.58	16.08	16.08	
上海	8.72	23.11	11.56	
其他	1.96	12.29	12.29	
合计	380.79	836.03	663.54	

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 7 16 年末重点区域权益土储 246.2 万方

城市	占地面积(万方)	计容建面(万方)	权益建面(万方)	备注
盘锦	90.92	197.97	197.97	楼面价 268 元/方
珠海	82.24	184.28	122.31	
沈阳	41.40	103.50	96.16	楼面价 1020 元/方
中山	41.49	94.18	94.18	
威海	44.47	75.66	75.66	
大连	38.70	59.23	53.76	
武汉	14.09	42.15	27.33	
北京(一级)	35.00	35.00	17.85	
其他	12.42	33.22	33.22	
合计	400.73	825.19	718.44	

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 8 15 年末重点区域在建项目建面 319.0 万方

城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)
珠海	83.87	190.18
武汉	13.03	51.96
广州	15.48	42.14
南宁	15.22	40.12
威海	16.90	28.18
中山	14.89	23.73
大连	11.75	23.58
上海	5.32	11.00
合计	176.46	410.88

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 9 16 年末重点区域在建项目建面 365.9 万方

城市	占地面积 (万方)	计容建面 (万方)
珠海	64.40	152.89
中山	28.22	70.87
武汉	17.48	66.14
广州	10.64	41.88
上海	14.04	34.11
威海	19.62	30.00
南宁	7.29	25.24
大连	8.05	15.64
苏州	8.47	11.66
合计	178.22	448.43

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

三、多渠道低成本融资确保流动性

16 年一方面公司融资余额由 15 年的 574 亿元微增至 585 亿元，融资成本由 15 年的 9.17% 下降至 6.85%，自 14 年以来连续 3 年保持融资量增加、融资成本下降趋势，公司融资能力显著增强；另一方面长期借款、应付债券代表的长期债务占比不断提升，公司融资结构不断改善。截至 17 年一季度末，公司在手现金 174.38 亿元，短债缺口 17 亿元，同比大幅收窄，资产负债率 80.7%，剔除预收账款 238.46 亿元后的资产负债率为 60.4%，均较 15 年同期微降，资金流动性无忧。公司充足的现金流除了有日益雄厚的销售回款的保障以外，择时加速发债、母公司华发集团关联企业财务支持均发挥了较大作用。

图 19 14 年以来现金增加，短债缺口减少

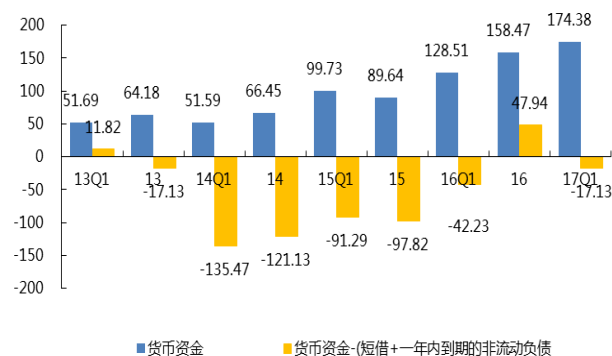
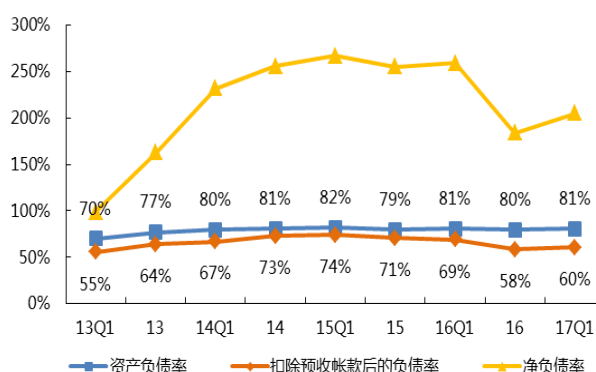


图 20 16 年剔除预收款后的资产负债率显著减少



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 21 14 年以来长期债务占比不断提升

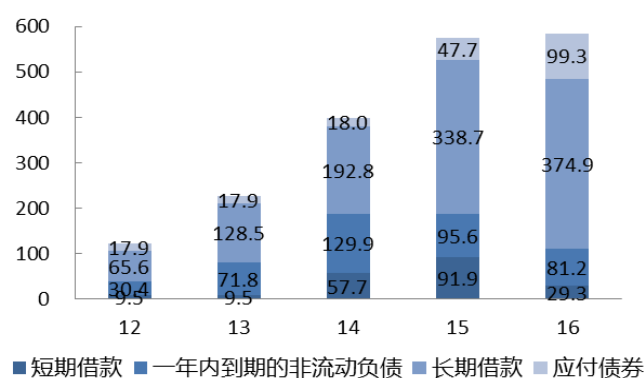
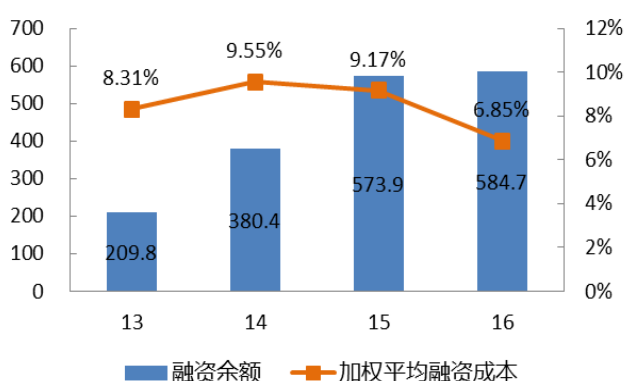


图 22 14 年以来融资额度上升、融资成本下降



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

1. 16 年低利率时期加速发

配合市场整体利率下行的有利行情，公司 16 年加大债务融资力度，成功发行三期共计 70 亿元的私募债，利率最低至 3.85%。17 年公司继续推进 25 亿元私募债以及 50 亿元中期票据发行工作：私募债已获董事会批准，6 月 19 日提请股东大会审议；中期票据已获准注册，有效期 2 年。

表 10 16 年债务融资显著增加

年份	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (万元)	票面利率 (%)
2016	16 华发 01	私募债	2016-03-03	2021-03-03	50,000	4.80
2016	16 华发 02	私募债	2016-03-03	2019-03-03	150,000	4.39
2016	16 华发 03	私募债	2016-03-21	2021-03-21	150,000	4.60
2016	16 华发 04	私募债	2016-03-21	2019-03-21	150,000	4.27
2016	16 华发 05	私募债	2016-09-12	2021-09-12	200,000	3.85
2015	15 华发 01	一般公司债	2015-11-26	2020-11-26	300,000	4.50
2009	09 华发债	一般公司债	2009-10-16	2017-10-16	180,000	7.60

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 关联企业财务支持显著降低成本

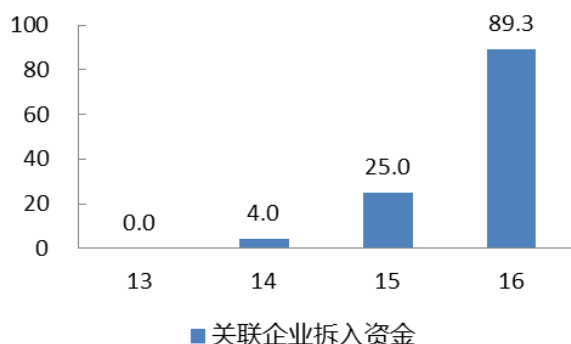
14 年以来，为配合实现规模高增长，公司母公司华发集团下属企业持续向公司借入资金，资金拆入额逐年快速增长，成本逐年下降且始终显著低于市场水平：15、16 年公司关联方资金拆入额为 25.0、89.3 亿元，资金成本 5.12%、2.72%。母公司华发集团对公司资金支持力度不断增强。17 年公司公告集团下属财务公司贷款额度由 30 亿元上调至 80 亿元，预计公司有望凭借集团持续的资金支持，在当前金融机构融资规模收紧、贷款利率不断攀升的背景下，保持充足的流动性以及低成本的资金优势。

表 11 16 年关联方拆入资金累计 89.3 亿元

关联企业	拆入资金 (万元)	承担利息 (万元)	平均成本
横琴华通金融租赁有限公司	60000.0		
珠海华发集团财务有限公司	410500.0		
珠海华发集团有限公司	19636.9		
珠海华发商贸控股有限公司	150000.0		
珠海华发城市运营投资控股有限公司	129100.0		
香港华发投资控股有限公司	26900.0		
上海华泓钜盛房地产开发有限公司	97000.0		
合计	893136.9	24280.9	2.72%

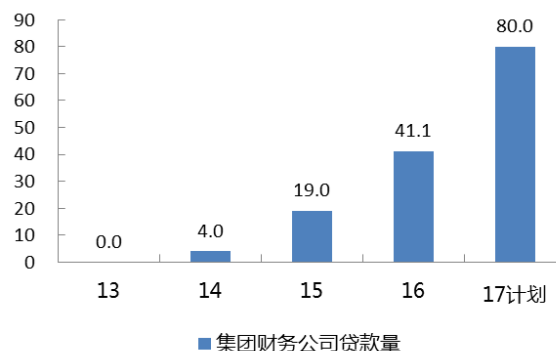
资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 23 关联企业资金拆入显著增加



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

图 24 集团财务公司资金支持占将持续高增长



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

四 大本营珠海持续受益粤港澳大湾区建设

2016 年广东省政府工作报告首次提出开展珠三角城市升级行动，联手港澳打造粤港澳大湾区，2017 年两会总理政府工作报告明确“研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划”，粤港澳大湾区发展正式上升为国家战略，成为可以媲美世界三大湾区纽约湾区、旧金山湾区以及东京湾区的第四大湾区。

“粤港澳大湾区”世界级城市群由“9+2”城市组成，即“广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门”9 市和香港、澳门特别行政区形成的城市群。

图 25 “粤港澳大湾区”由“9+2”城市组成



资料来源：互联网、中国中投证券财富研究部

1. 经济总量低、结构优，珠海发展弹性足、空间大

考察粤港澳大湾区中各城市经济指标，2016 年粤港澳大湾区 GDP 总值为 9.35 万亿元，其中珠海市 0.22 万亿元，总量靠后为第三梯队；经济结构上珠海市第三产业占比超过 50%，仅次于香港、广州、深圳、东莞。珠海市经济发展总体呈现总量低、结构优的特点，其发展起点低、发展模式领先的优势预计将较大减少因城市产业转型而受到拖累，率先步入服务业经济的高速发展轨道。

图 26 珠海在粤港澳各城市中经济总量靠后、第三产业占比靠前



资料来源：中指院、中国中投证券财富研究部

2. 规划、基建逐步落地建成，珠海区域价值提升在望

自 17 年 3 月两会上总理政府工作报告中首次提及“研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划”后，从中央到地方各级政府陆续表态，相继出台政策大力促进粤港澳大湾区的发展，4 月末港首梁振英率团就粤港澳大湾区城市合作到珠海等珠江西岸城市进行考察时也表示“香港可发挥国际化特质，与珠海的优势产业互相结合，共同发展”。另

请务必阅读正文之后的免责条款部分

外，17 年 1 月珠海市两会提出“争取自贸片区扩容，推动横琴自贸片区、保税区、十字门北片区、南湾片区、洪湾片区一体化发展”。若自贸片区能顺利扩容，公司在横琴、斗门片区的储备、在建项目以及南湾、洪湾片区的建成物业价值均将有较大提升。

与此同时湾区基础设施规划与建设也在稳步推进中，港珠澳大桥 17 年底建成通车无忧：4 月珠海、香港连接线贯通，5 月底海底隧道贯通，项目现已进入最后阶段。

随着粤港澳大湾区城市群发展规划和政策逐步落地，湾区在国家经济中的地位将持续上升，该区域的土地迎来政策红利收获期，价值将得到重估。港珠澳大桥的通车以及自贸片区扩容将加速这一过程。受港珠澳大桥年底通车预期影响，珠海地区板块个股短期弹性较大。

图 27 粤港澳大湾区建成、在建交通路网

目前已拥有交通配套：

高速公路：总里程7673公里；

铁路运营：总里程5500公里；

城际轨道：总里程1430公里；

机场：香港、广州、深圳、澳门、珠海5座干线机场；

港口：深圳港、香港港、广州港、珠海港。



正在规划中：

港珠澳大桥：预计2017年底正式建成通车；

深中通道：预计2024年12月建成通车；

虎门二桥：预计2019年建成通车；

赣深高铁：预计2020年建成使用；

广汕高铁：2017年开工；

深圳第二机场：选址研究中；

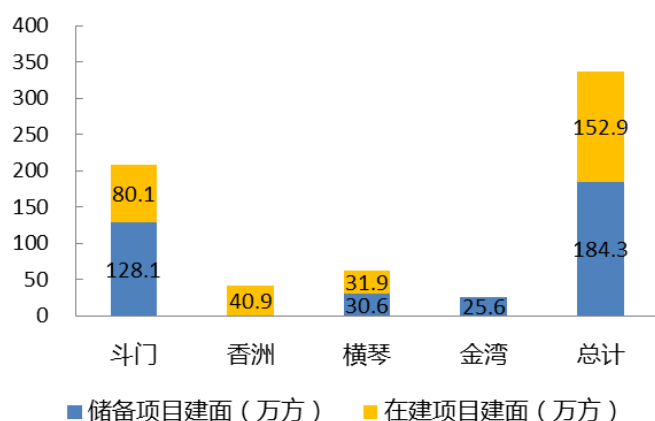
珠三角新干线机场：已确定选址佛山高明。



资料来源：中指院、中国中投证券财富研究部

3. 大本营珠海储备充足，集团支持资源获取能力强

公司作为珠海本地区域的龙头地产公司，将显著受益于粤港澳大湾区的建设升级，同时随着横琴自贸区建设的深入以及港珠澳大桥的全线贯通，公司的资源禀赋优势将大大增强：16 年末公司土储建面约 718 万万、在建项目建面 448 万方，其中在珠海拥有土储建面约 184 万方、在建项目建面约 153 万方，集中布局于斗门、香洲、横琴等中心区域。另外母公司华发集团还负责横琴片区及十字门中央商务区（占地约 5.8 平方公里、计容建面约 1100 万方）土地的一级开发工作，公司作为集团旗下唯一地产上市平台，更易获取中心区域优质资源。

图 28 16 年末公司珠海区域储备、在建项目分布


资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

表 12 16 年公司珠海地区储备、在建项目建面

城区	小计 (万方)	储备项目建面(万方)	在建项目建面(万方)
斗门	208.2	128.1	80.1
香洲	40.9	0.0	40.9
横琴	62.4	30.6	31.9
金湾	25.6	25.6	0.0
总计	337.2	184.3	152.9

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

五、估值与投资建议

1. 估值分析

16 年年报显示，截至 16 年末公司开发项目待结算面积 1208 万方，其中未结算权益面积约 1048 万方，对应净权益增加值 13.48 元/股；出租物业净权益增加值 0.55 元/股，加之 16 年末公司每股净资产 11.11 元/股，公司重估值 RNAV25.14 元/股，当前股价 15.87 元/股较重估值折价达 36.87%。

表 13 最新 RNAV 重估值

WACC	%	6.85%
开发项目净权益增加值	元/股	13.48
出租物业净权益增加值	元/股	0.55
每股净资产	元/股	11.11
RNAV 重估值	元/股	25.14
折价		36.87%

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 投资建议

粤港澳大湾区珠海区域最受益标的，持续受益于集团在珠海，尤其是横琴区域的独

特资源优势，土储约 805 万方近半位于大湾区，加之短期港珠澳大桥通车及横琴自贸区扩容提议预期，土地价值重估正当时。17 年 Q1 销售额持续高增长，毛利率维持高位、净利率受益费用控制显著增长。可售、可结转资源充足，预计盈利稳定增长可持续。珠海国改标的，17 年 3 月完成股票激励计划（行权价 8.94 元/股），利益绑定有助业绩持续增长。最新 RNAV25.1 元/股。17-19 年 EPS1.09/1.36/1.70 元，PE15/12/9 倍，6 个月目标价 20 元/股，给予“强烈推荐”评级。

六 风险提示

粤港澳大湾区推行进度不及预期；区域市场热度持续提升，政策调控力度进一步加大致销售不及预期；新业务转型进度不及预期；资金成本上升过快带来经营压力。

附：公司财务与经营等指标

图 1：经营情况

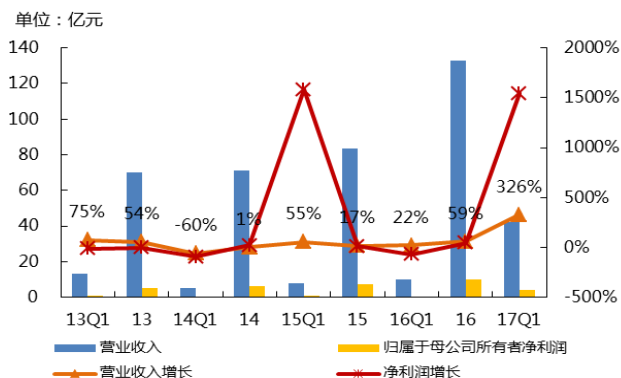


图 2：EPS 和 ROE

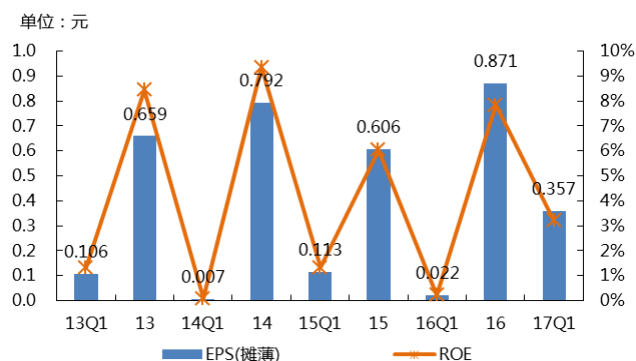


图 3：综合毛利率和归母净利率

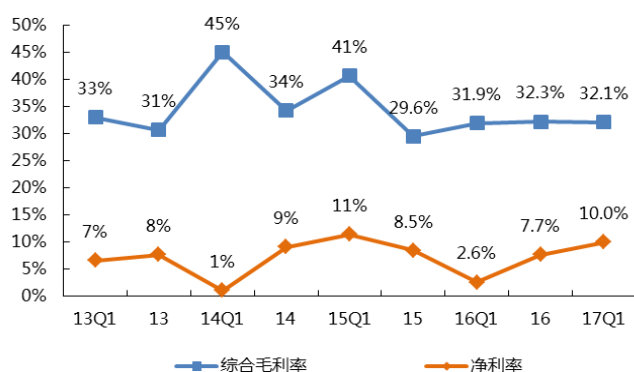


图 4：三费水平

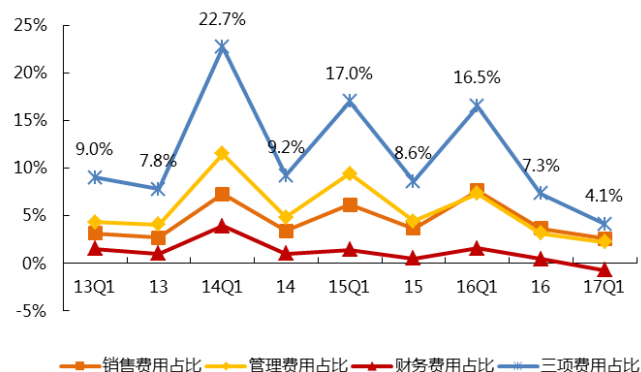


图 5：货币资金与短期负债

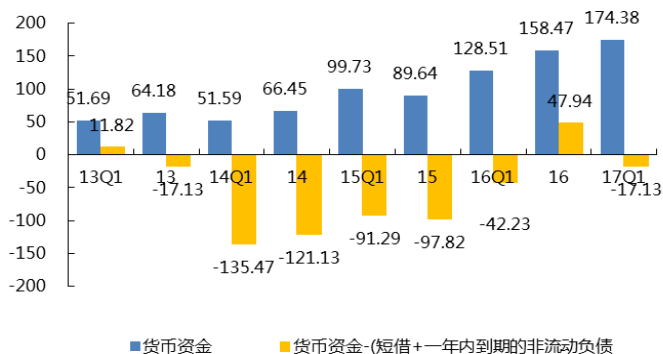


图 6：负债水平

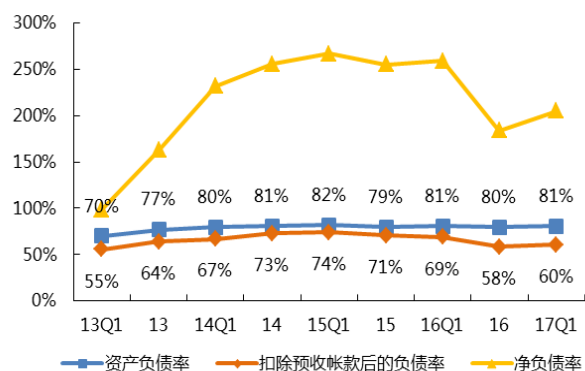


图 7：各业务营业收入历年变化

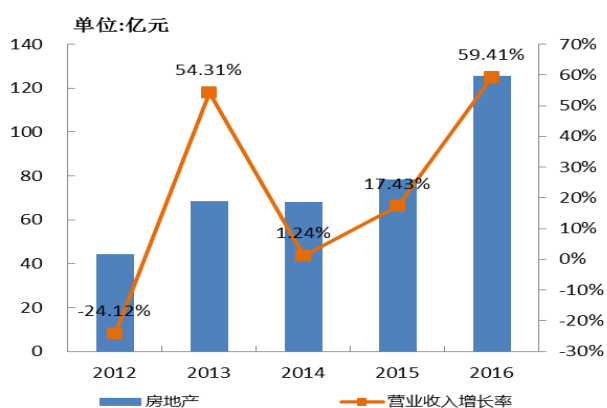


图 8：各业务营业成本历年变化

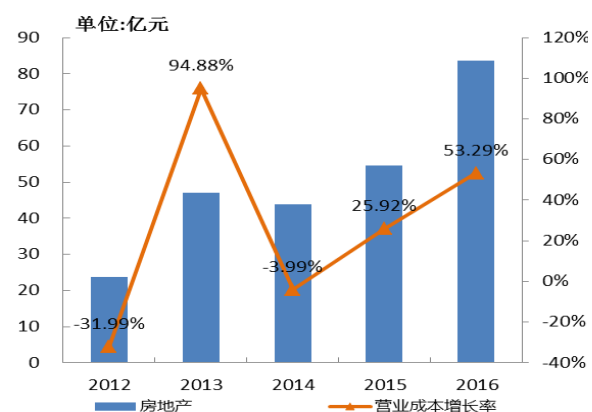


图 9：各业务占比变化

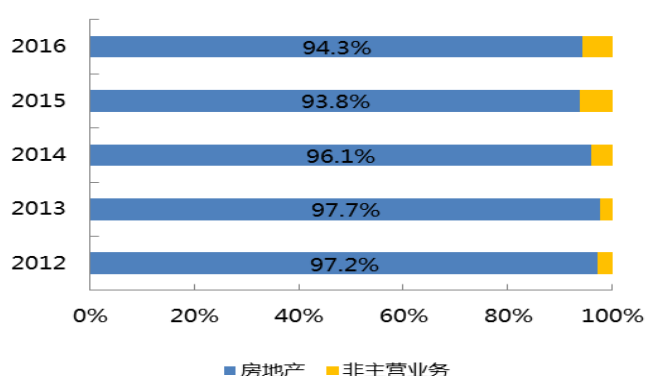
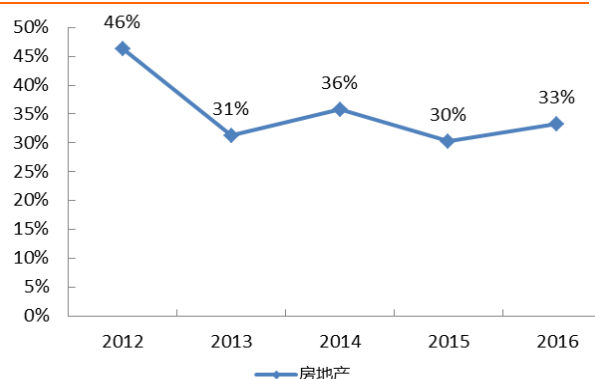


图 10：各业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	106374	119375	134151	147238
现金	15847	16452	21003	24952
应收账款	6	74	92	115
其它应收款	223	641	801	1002
预付账款	4033	5219	6524	8155
存货	82513	93237	101978	109262
其他	3752	3752	3752	3752
非流动资产	7423	7372	7321	7270
长期投资	2579	2579	2579	2579
固定资产	682	643	604	564
无形资产	59	59	59	59
其他	4103	4091	4080	4068
资产总计	113797	126746	141471	154507
流动负债	42979	57162	73416	86461
短期借款	2928	0	0	0
应付账款	3018	3948	4935	6169
其他	37033	53214	68481	80292
非流动负债	47602	44579	41594	39592
长期借款	37487	34487	31487	29487
其他	10114	10091	10107	10104
负债合计	90581	101741	115010	126053
少数股东权益	10226	10739	11376	12175
股本	1169	1169	1169	1169
资本公积	5627	5627	5627	5627
留存收益	5872	7470	8289	9484
归属母公司股东权益	12989	14266	15085	16280
负债和股东权益	113797	126746	141471	154507

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	19069	6776	8635	7119
净利润	1428	1790	2222	2786
折旧摊销	71	67	67	67
财务费用	59	214	290	350
投资损失	-52	0	0	0
营运资金变动	18136	4565	5980	3842
其它	-573	139	77	74
投资活动现金流	-9970	-27	-27	-27
资本支出	7802	0	0	0
长期投资	-2175	0	0	0
其他	-4343	-27	-27	-27
筹资活动现金流	-1396	-6143	-4056	-3143
短期借款	-6258	-2928	0	0
长期借款	1856	-3000	-3000	-2000
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	101	0	0	0
其他	2905	-215	-1056	-1143
现金净增加额	7709	605	4551	3949

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13299	17397	21746	27183
营业成本	9006	11656	14570	18212
营业税金及附加	1423	1862	2328	2909
营业费用	490	641	801	1002
管理费用	423	553	692	865
财务费用	59	214	290	350
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资净收益	52	0	0	0
营业利润	1962	2470	3066	3844
营业外收入	26	0	0	0
营业外支出	18	0	0	0
利润总额	1970	2470	3066	3844
所得税	542	680	844	1058
净利润	1428	1790	2222	2786
少数股东损益	409	513	637	799
归属母公司净利润	1018	1277	1585	1987
EBITDA	2092	2751	3422	4261
EPS (元)	0.87	1.09	1.36	1.70

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	60.1%	30.8%	25.0%	25.0%
营业利润	108.8%	25.9%	24.1%	25.4%
归属于母公司净利润	49.7%	25.4%	24.1%	25.4%
获利能力				
毛利率	32.3%	33.0%	33.0%	33.0%
净利率	7.7%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE	7.8%	9.0%	10.5%	12.2%
ROIC	2.5%	3.5%	5.0%	6.8%
偿债能力				
资产负债率	79.6%	80.3%	81.3%	81.6%
净负债比率	53.59%	41.88%	34.44%	29.84%
流动比率	2.48	2.09	1.83	1.70
速动比率	0.55	0.46	0.44	0.44
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.18
应收账款周转率	2928	371	222	222
应付账款周转率	3.22	3.35	3.28	3.28
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.09	1.36	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	16.31	5.80	7.39	6.09
每股净资产(最新摊薄)	11.11	12.20	12.90	13.93
估值比率				
P/E	18.22	14.53	11.71	9.34
P/B	1.43	1.30	1.23	1.14
EV/EBITDA	32	24	19	15

相关报告

报告日期	报告标题
2017-04-20	《华发股份-销售显著增长，大湾区珠海龙头》
2016-10-30	《华发股份-业绩持续超预期释放，财务结构逐渐改善》
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,中国中投证券财富研究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、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、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。

郭 泰,中投证券财富研究部房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券财富研究部房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学硕士。

免责声明

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财富研究部

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