

推荐 (维持)

华发股份 (600325) 深度报告

风险评级：中风险
珠海龙头 大湾区推进提升公司价值
2018年1月29日
何敏仪

 SAC 执业证书编号：
 S0340513040001
 电话：0769-23320072
 邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据

2018年1月26日

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价(元) | 9.07 |
| 总市值(亿元) | 192.13 |
| 总股本(亿股) | 2,118.31 |
| 流通股本(亿股) | 1,914.20 |
| ROE (TTM) | 12.18% |
| 12月最高价(元) | 17.57 |
| 12月最低价(元) | 6.92 |

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

投资要点：

- **公司简介。**公司成立于92年，94年取得国家一级房地产开发资质，04年成为房地产上市公司。主营房地产开发与经营。深耕珠海30余年，华发品牌家喻户晓，奠定了公司在珠海的区域龙头地位，并逐渐取得已进入城市市场的认可。第一大股东为华发集团，持股比例约28.25%，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。
- **销售规模持续扩大 行业地位显著提升。**公司近年销售持续较快增长。13年实现合同销售84亿，14年增长至85.8亿，15年则达133亿。16年全年实现销售面积167.68万平米，实现销售额357.25亿，同比增长达168%。销售业绩跻身行业销售40强，行业地位显著提升。17年前三季度，公司共实现销售金额208.1亿元，销售面积90.44万平方米，销售稳步推进。
- **土地储备丰富 区域布局良好。**公司深入推进“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”的战略思想，在深耕珠海市场基础上，积极开拓选定的战略重心区域并取得成效。17年通过多种方式获取土地，截至当前拥有土地储备建筑面积超1000万平方米，其中大部分分布在一二线城市，土地储备相对丰富，盈利前景理想。
- **公司估值相对便宜 具备投资价值。**公司多年来持续为股东创造价值，并积极进行分红，股利支付率在行业中相对较高。截至17年三季度末，公司账上未分配利润高达54.13亿，即每股未分配利润达2.55元，为当前股价的27.7%，比例较高。
- **总结与投资建议。**公司深耕珠海数十载，当地龙头优势凸显，随着粤港澳大湾区建设加快推进，同时大型基建持续落成，珠海经济及房地产市场持续较快发展预期强烈。公司将深度受益区域红利释放。17年一季度顺利完成股权激励计划，将进一步绑定公司、股东与管理层的利益。未来几年业绩持续提升，为投资者创造理想的收益值得期待。预测公司17年—18年EPS分别为0.67元和0.88元，对应当前股价PE分别为13.5倍和10.5倍，估值偏低。同时公司账上未分配利润占比相对较高，公司股票具备投资价值。给予公司“推荐”投资评级。
- **风险提示。**政策调控房地产销售下滑；公司发展进程低于预期
 主要财务指标预测表

| 单位 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入 (百万) | 13,298.91 | 17,022.61 | 22,469.84 | 29,435.49 |
| 增长率 (%) | 60.07 | 28.00 | 32.00 | 31.00 |
| 净利润 (百万) | 1,018.38 | 1,410.98 | 1,885.34 | 2,438.02 |
| 增长率 (%) | 43.84 | 38.55 | 33.62 | 29.31 |
| 毛利率 (%) | 32.28 | 32.30 | 32.50 | 32.30 |
| 净利率 (%) | 7.66 | 8.29 | 8.39 | 8.28 |
| ROE (%) | 22.81 | 20.08 | 20.12 | 20.25 |
| 每股收益 (元) | 0.48 | 0.67 | 0.89 | 1.15 |

资料来源：东莞证券研究所，Wind

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
 请务必阅读末页声明。

目 录

| | |
|----------------------------|---|
| 1. 公司简介及发展历程 | 3 |
| 2. 销售规模持续扩大 行业地位显著提升 | 4 |
| 3. 土地储备丰富 区域布局良好 | 4 |
| 4. 公司业绩增长理想 成长性较高 | 5 |
| 5. 财务风险可控 融资成本极具竞争优势 | 6 |
| 6. 公司估值相对便宜 具备投资价值 | 7 |
| 7. 总结与投资建议 | 8 |

插图目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1：公司大股东持股情况 | 3 |
| 图 2：公司销售额持续提升 | 4 |
| 图 3：公司土地储备各区域占比情况 | 5 |
| 图 4：公司业绩持续较快增长 | 6 |
| 图 5：公司整体负债水平合理 | 6 |
| 图 6：公司多年来股利支付情况 | 7 |
| 图 7：公司未分配利润金额 | 8 |

表格目录

| | |
|--------------------|---|
| 表 1：公司盈利预测简表 | 9 |
|--------------------|---|

1. 公司简介及发展历程

珠海华发实业股份有限公司（以下简称华发股份）成立于 1992 年 8 月，其前身始创于 1980 年，1994 年取得国家一级房地产开发资质，2004 年成为房地产上市公司。

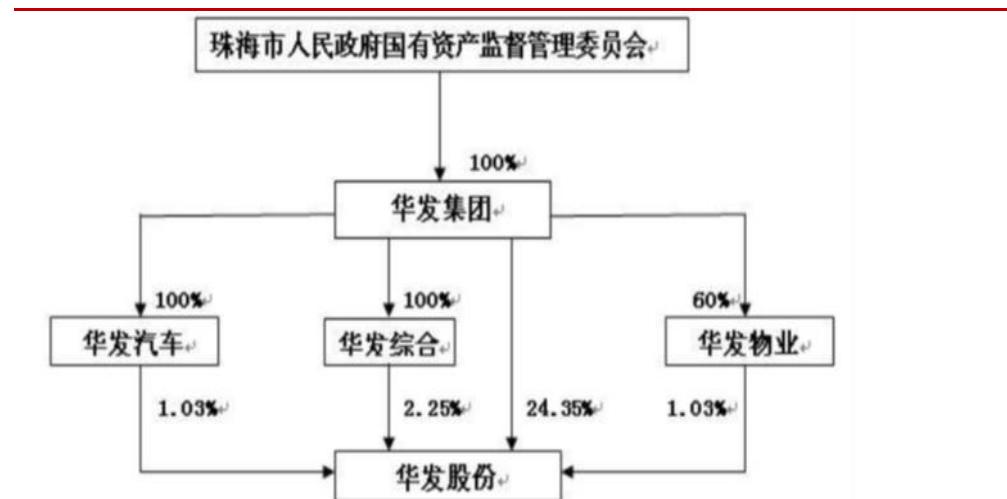
公司主营业务为房地产开发与经营，拥有房地产一级开发资质。公司房地产经营模式以自主开发销售为主，并逐步开展合作开发等多种经营模式。公司主要开发产品为住宅、车库及商铺。公司深耕珠海 30 余年，华发品牌家喻户晓，产品品质有口皆碑，奠定了公司在珠海的区域龙头地位，并逐渐取得已进入城市市场的认可。

近年来，华发股份实施“立足珠海，面向全国”的发展战略，在巩固珠海房地产企业龙头地位的基础上，稳步推进对外扩张步伐。目前，已经成功进驻中山、包头、沈阳、大连、南宁、盘锦、威海、重庆、武汉和成都等异地城市，呈现了由单一城市、单一区域向多个城市、多个区域方向发展的良好态势，并从单纯的住宅开发商向包括精品住宅、商业地产、旅游地产、土地一级开发、保障性住房在内的综合性地产商跨越。其中珠海为公司战略大本营，上海、广州、武汉等一线城市及重点二线城市为公司战略发展方向。

公司第一大股东为华发集团，持股比例约 28.25%，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。截止 17 年三季末，公司总资产为 1334 亿，归属净资产为 123 亿，资产规模持续上升。

整体看，公司背靠珠海市国资委，深耕珠海数十载，龙头优势凸显，同时布局区域楼市前景理想，公司持续较快发展值得期待。

图1：公司大股东持股情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

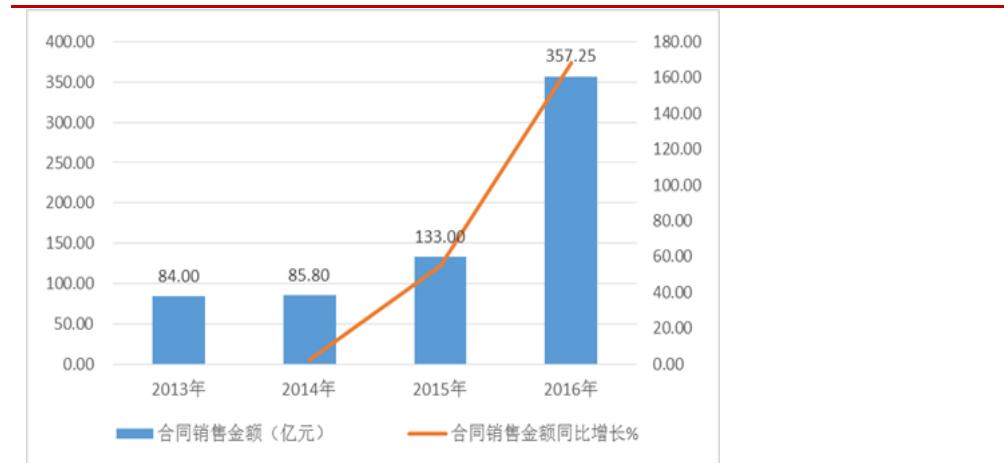
2. 销售规模持续扩大 行业地位显著提升

近几年以来，无论楼市进入调控周期还是处于刺激周期之下，大型房企均能利用其资源及布局优势以及品牌号召力，加大销售力度，推动其市场份额进一步提高。而中小型房企资源分布相对较弱，库存去化速度较缓，储备增量空间受限较大，与大型房企差距进一步拉大。因此行业中集中度提升，强者愈强情况更为明显。

公司近几年整体销售金额也呈现持续较快的增长。13 年全年实现合同销售金额合计 84 亿元，14 年增长至 85.8 亿元，15 年则达 133 亿元。

16 年得益于战略布局的优化，公司充分抓住房地产市场发展的良好时机，促进公司销售大幅提升，呈现出珠海区域继续领跑、核心城市渐入佳境的良好态势。公司 16 年全年实现销售面积 167.68 万平方米，实现销售金额 357.25 亿元，同比增长达 168%。销售业绩跻身行业销售 40 强，行业地位显著提升（15 年公司进入全国房企销售 80 强，16 年整体排名进一步大幅提升）。17 年前三季度，公司共实现销售金额 208.1 亿元，销售面积 90.44 万平方米，销售稳步推进。

图2：公司销售额持续提升



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 土地储备丰富 区域布局良好

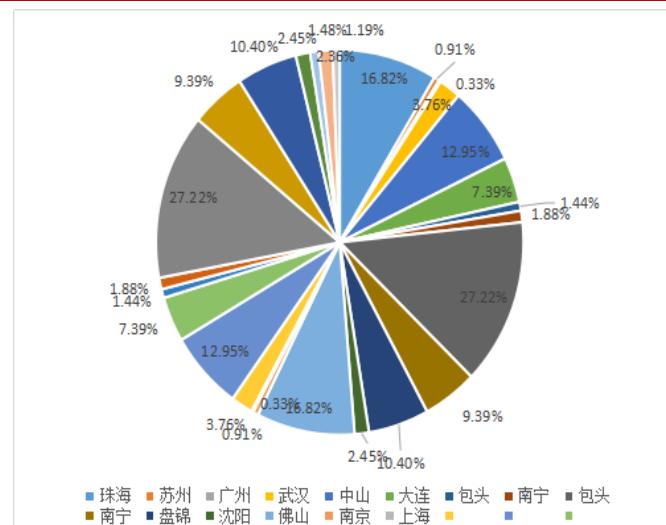
公司深耕珠海数十载，并持续向外进行拓展。深入推进“珠海为战略大本营，上海、武汉、广州等一、二线核心城市为重点”的战略思想，在深耕珠海市场的基础上，积极开拓选定的战略重心区域并取得成效。公司当前进入城市包括，珠海、上海、广州、武汉、苏州、南宁、中山、佛山、威海、包头、沈阳、大连、南京等。其中珠海为公司战略大本营，上海、广州、武汉等一线城市及重点二线城市为公司战略发展方向。在区域

公司管理方面，成立珠海、上海、广州及沈阳四大区域公司，促进公司由二级管控向三级管控转变，进一步强化公司管控能力，提高管理效率。面对土地公开市场上竞争激烈的态势，公司强化合作开发、项目并购、城市更新等多种投资方式，进一步拓宽投资渠道，降低公司土地购置成本。

公司 16 年新增房地产项目建筑面积 69.81 万平方米，成功进驻北京、苏州及美国旧金山等境内外城市，在形成以珠海为战略大本营，上海、武汉、广州等核心城市为重点的区域布局的同时，稳步开拓海外市场。17 年公司通过多种方式获取土地资源，新进入了佛山、南京等城市。截至当前，公司拥有的土地储备建筑面积超 1000 万平方米，其中大部分分布在一二线城市，土地储备相对丰富，盈利前景理想。

整体看，公司进入的城市当地楼市情况良好，深耕及重点发展区域前景可观，并将直接受益粤港澳大湾区的红利释放。公司未来持续发展壮大值得期待。

图3：公司土地储备各区域占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 公司业绩增长理想 成长性较高

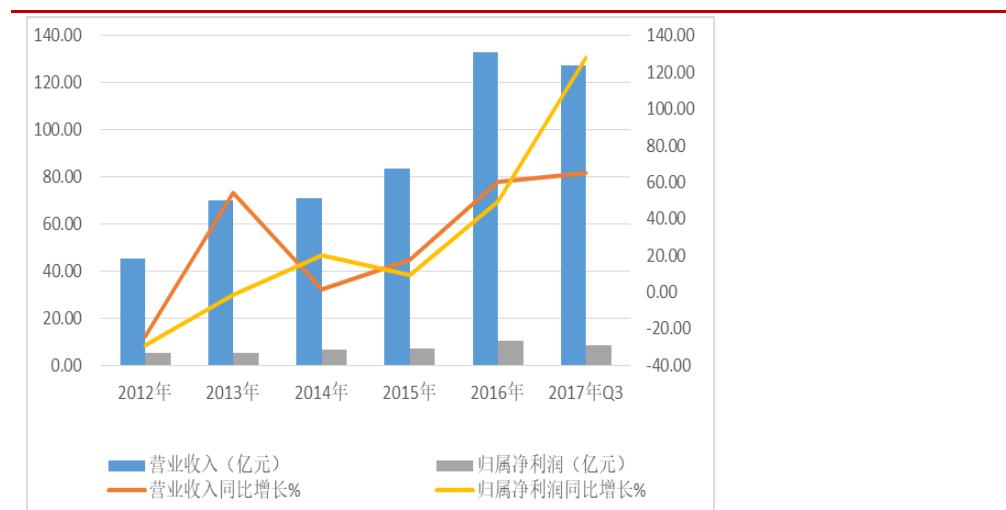
公司近五年营业收入及归属净利润均取得持续的增长。2012 年全年公司实现营业收入 45.47 亿，2013 年营业收入增长 54.31%，增长至 70.17 亿元；2014 年营业收入为 71.04 亿元，2015 年及 2016 年则分别上升至 83.42 亿和 132.99 亿元。公司营业收入复合增长率为 30.77%。2016 年度公司的营业收入珠海地区占比 74.93%，两广地区(不含珠海)占比 13.77%，辽宁地区占比 9.11%，内蒙古地区占比 2.19%。珠海地区仍为公司主要利润来源。

归属净利润方面，2012 年至 2016 年各年公司分别实现归属净利 5.46 亿元，5.38 亿元，6.47 亿元，7.08 亿元和 10.18 亿元；复合增长率也达 16.85%。

17 年前三季度公司实现营业收入 127.4 亿元，同比增长 65.3%；实现归属于上市公司股

东净利润 8.65 亿元，同比大幅增长 128.03%。公司 17 年盈利继续实现明显改善。而截至 17 年三季末，公司手上已售未结金额达 266.59 亿，为 16 年全年营收的 2 倍，未来结算业绩有保障。

图4：公司业绩持续较快增长



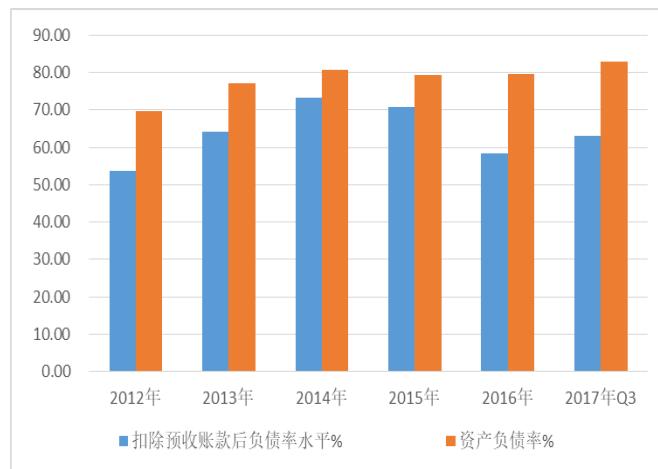
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

5. 财务风险可控 融资成本极具竞争优势

2016 年底，公司资产负债率为 79.6%；扣除预收账款后负债率为 58.4%，整体负债率合理。17 年三季末，资产负债率为 82.92%，扣除预收账款后负债率为 62.94%，负债水平相对较高；期末公司手持货币资金为 216.3 亿，为短期借款及一年内到期长债的 108.4%，整体风险可控。

公司适时抓住资本市场上的有利时机，继续加大资本市场的融资力度，成功发行三期共计 70 亿元的非公开发行公司债券，利率最低至 3.85%。50 亿元中期票据在中国银行间市场交易商协会注册通过，并顺利完成两期合计 20 亿元的发行工作，进一步拓宽了公司融资渠道。同时启动非公开发行 25 亿元公司债券工作，持续推动公司融资结构的优化。截止 17 年 12 月底，公司累计新增借款约 157.21 亿。资本市场上的成功运作，有效的改善了公司资产负债结构，推动公司有息负债率、融资成本进入双降通道，强力支撑了公司区域战略布局和项目开发建设的资金需求。公司当前平均融资成本已由 2015 年的 9.17% 下降至约 6.85% 的水平。整体看，公司融资成本较低，在行业内极具竞争优势。

图5：公司整体负债水平合理

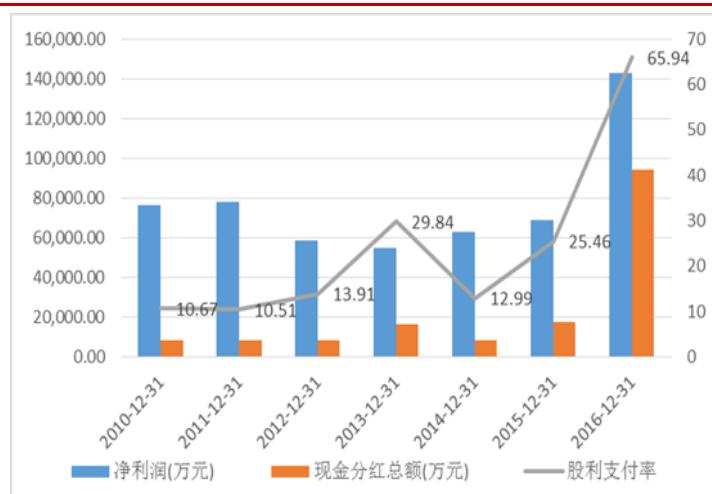


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

6. 公司估值相对便宜 具备投资价值

公司16年实现归属净利润10.18亿，每股收益0.48元（复权每股收益）；17年前三季度实现归属净利润8.65亿，基本每股收益0.41元。预测公司17年全年将实现归属净利润14.39亿元，实现每股收益0.67元；18年全年每股收益0.88元；对应当前股价PE分别为13.5倍和10倍，估值偏低。公司多年来持续为股东创造价值，并积极进行分红，股利支付率在行业中相对较高。预计公司未来几年股利支付率将维持20%以上的水平，分红将随着业绩提升而持续增长。

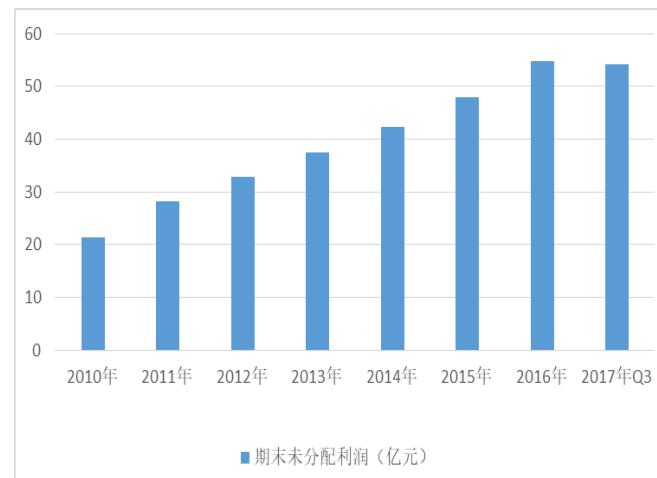
图6：公司多年来股利支付情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

同时截至17年三季度末，公司账上未分配利润高达54.13亿，即每股未分配利润达2.55元，为当前股价的27.7%，比例较高。整体看，公司当前估值水平偏低，盈利情况理想，并且账上未分配利润较高，公司股票具备投资价值。

图7：公司未分配利润金额



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

7. 总结与投资建议

华发股份深耕珠海数十载，在当地龙头地位优势凸显，随着粤港澳大湾区建设的加快推进，同时大型基建持续落成，珠海经济及房地产市场持续较快发展预期强烈。公司将深度受益区域红利的释放。另一方面，公司以上海、武汉、广州等核心城市作为重点的布局区域，方向正确。在坚持房地产为主营业务的基础上，延伸地产业务产业链和价值深挖，逐步向商业地产、互联网+、定制装修等领域扩张，并积极开拓与房地产业务相关的互联网金融、产业股权投资等业务。公司 17 年一季度顺利完成限制性股票激励计划股份的授予审核与登记，股权激励将进一步绑定公司、股东与管理层的利益。公司未来几年业绩持续提升，为投资者创造理想的收益值得期待。

预测公司 17 年——18 年 EPS 分别为 0.67 元和 0.88 元，对应回当前股价 PE 分别为 13.5 倍和 10.5 倍，估值偏低。同时公司账上未分配利润占比相对较高，公司股票具备投资价值。给予公司“推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测简表

| 科目 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业总收入 | 13298.91 | 17022.61 | 22469.84 | 29435.49 |
| 营业总成本 | 11398.51 | 14517.19 | 19101.95 | 25062.73 |
| 营业成本 | 9006.27 | 11524.30 | 15167.14 | 19927.83 |
| 营业税金及附加 | 1423.43 | 1787.37 | 2359.33 | 3090.73 |
| 销售费用 | 489.99 | 595.79 | 786.44 | 1030.24 |
| 管理费用 | 423.06 | 544.72 | 719.03 | 941.94 |
| 财务费用 | 59.30 | 65.00 | 70.00 | 72.00 |
| 其他经营收益 | -3.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动净收益 | 61.49 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 投资净收益 | 9.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1961.89 | 2555.41 | 3417.89 | 4422.76 |
| 加营业外收入 | 26.00 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |
| 减营业外支出 | 17.81 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 利润总额 | 1970.08 | 2565.41 | 3427.89 | 4432.76 |
| 减所得税 | 542.40 | 692.66 | 925.53 | 1196.84 |
| 净利润 | 1427.68 | 1872.75 | 2502.36 | 3235.91 |
| 减少数股东损益 | 409.30 | 461.77 | 617.02 | 797.90 |
| 归母公司所有者的净利润 | 1018.38 | 1410.98 | 1885.34 | 2438.02 |
| 基本每股收益(元) | 0.48 | 0.67 | 0.89 | 1.15 |

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|--------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上 |

| 行业投资评级 | |
|--------|----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上 |

| 风险等级评级 | |
|--------|--------------------------------|
| 低风险 | 宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告 |
| 中低风险 | 债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告 |
| 中风险 | 可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告 |
| 中高风险 | 新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告 |
| 高风险 | 期货、期权等衍生品方面的研究报告 |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn