

推荐 (维持)

华发股份 (600325) 研究报告

风险评级: 中风险
大湾区规划将出台 公司受益区域红利释放
2018年5月22日
何敏仪

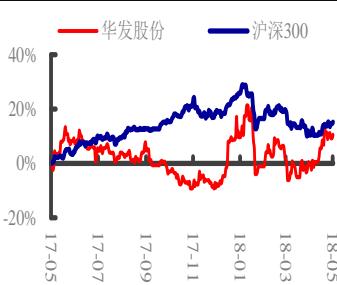
 SAC 执业证书编号:
 S0340513040001
 电话: 0769-23320072
 邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据

2018年5月21日

| | |
|-----------|----------|
| 收盘价(元) | 8.54 |
| 总市值(亿元) | 180.90 |
| 总股本(亿股) | 2,118.31 |
| 流通股本(亿股) | 1,914.20 |
| ROE (TTM) | 14.55% |
| 12月最高价(元) | 16.44 |
| 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28.49%, 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 行业地位提升显著。**公司近年销售持续较快增长。13年实现销售84亿, 14年增长至85.8亿, 15、16年分别达133亿元和357.25亿元。16年公司销售大幅上升, 销售额增长达168%, 主要得益于战略布局的优化。销售业绩跻身行业销售40强, 行业地位显著提升。17年公司共实现销售金额310.17亿元, 签约销售面积 133.76万平方米, 销售规模进一步提升值得期待。
- **项目获取方式更多元 土储丰富区域布局理想。**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年通过多种方式拿地, 年内新增计容建面277万平, 截至当前土储建面877万平; 在建715万平。土储充足, 为规模持续扩大打下坚实的基础。
- **估值便宜 投资价值凸显。**15年至17年股利支付率分别为24.77%、92.45%和38.96%。17年分红方案为每10股派发3元, 以当前股价计算股息率约3.5%, 股息率相对理想。预计公司未来几年股利支付率将不低于25%的水平, 分红将随着业绩提升而持续增长。整体看, 公司当前估值便宜, 股息率相对理想, 并且持续较快增长值得期待, 投资价值凸显。
- **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的加快推进, 同时大型基建持续落成, 珠海及湾区内其它城市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。预测公司18年——19年EPS分别为0.98元和1.26元, 对应当前股价PE分别为8.5倍和7倍, 估值偏低, 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) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 主营收入 (百万) | 19,916.81 | 24,896.02 | 31,368.98 | 37,015.40 |
| 增长率 (%) | 49.76 | 25.00 | 26.00 | 18.00 |
| 净利润 (百万) | 1,620.38 | 2,068.15 | 2,661.63 | 2,976.00 |
| 增长率 (%) | 59.11 | 27.63 | 28.70 | 11.81 |
| 毛利率 (%) | 28.18 | 28.50 | 29.00 | 28.50 |
| 净利率 (%) | 8.14 | 8.31 | 8.48 | 8.04 |
| ROE (%) | 22.81 | 20.08 | 20.12 | 20.25 |
| 每股收益 (元) | 0.76 | 0.98 | 1.26 | 1.40 |

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 | 3 |
| 2. 销售规模持续扩大 行业地位提升显著 | 4 |
| 3. 营收及归属净利增幅达近年新高 | 5 |
| 4. 项目获取方式更多元 土储丰富区域布局理想 | 6 |
| 5. 战略规划开启 多元发展格局逐步显现 | 7 |
| 6. 整体负债水平有所下降 融资成本低优势凸显 | 8 |
| 7. 估值便宜 投资价值凸显 | 9 |
| 8. 总结与投资建议 | 10 |

插图目录

| | |
|-------------------------|---|
| 图 1：公司大股东持股情况 | 3 |
| 图 2：公司销售整体提升理想 | 4 |
| 图 3：2017 年各区域销售占比 | 4 |
| 图 4：公司盈利增幅持续提升 | 5 |
| 图 5：2017 年各区域营收占比 | 6 |
| 图 6：公司土地储备各区域占比情况 | 7 |
| 图 7：公司整体负债水平变化 | 8 |
| 图 8：公司近年股利支付情况 | 9 |

表格目录

| | |
|--------------------|----|
| 表 1：公司盈利预测简表 | 11 |
|--------------------|----|

1. 公司简介

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。

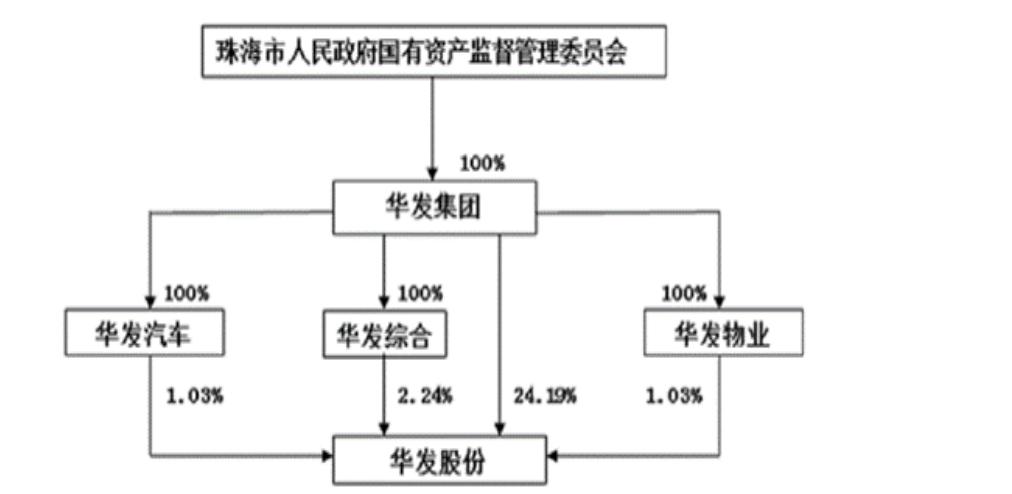
公司主营业务为房地产开发与经营，拥有房地产一级开发资质。公司房地产经营模式以自主开发销售为主，并逐步开展合作开发等多种经营模式。公司主要开发产品为住宅、车库及商铺。公司深耕珠海 30 余年，华发品牌家喻户晓，产品品质有口皆碑，奠定了公司在珠海的区域龙头地位，并逐渐取得已进入城市市场的认可。

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 28.49%，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 年年末，公司总资产为 1397 亿，归属净资产为 118 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 行业地位提升显著

公司近几年整体销售金额均呈现持续较快的增长，成长性较好。13年全年公司实现合同销售金额84亿元，14年增长至85.8亿元，15、16年分别达133亿元和357.25亿元。16年公司销售大幅上升，销售额增长达168%，主要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。

而17年全年面对复杂的市场形势，公司积极应对市场变化，灵活调整营销策略，在确保珠海市场平稳去化的基础上，上海、广州、武汉等核心城市重点突破，带动公司实现签约销售金额310.17亿元，签约销售面积133.76万平方米。17年虽然整体销售较16年小幅下降，但仍维持在历史高位。公司近年体量规模明显增长，行业排名也实现大幅提升，强者恒强态势凸显，令人满意。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，销售业绩跻身行业销售40强；17年销售业绩排名58位。未来持续发展壮大，销售规模进一步提升值得期待。

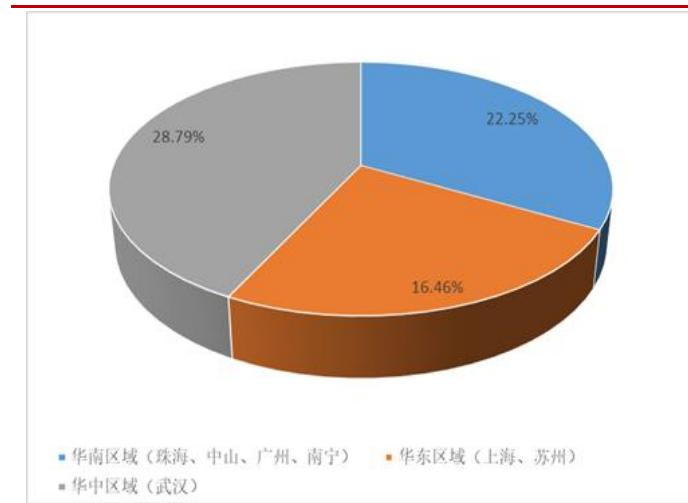
图2：公司销售整体提升理想



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

其中公司17年销售中，华南区域（珠海、中山、广州、南宁）实现签约销售134.39亿元，其中珠海实现签约销售69.01亿元，占总签约销售金额的22.25%；华东区域（上海、苏州）实现签约销售60.32亿元，在华东地区打响了品牌知名度，其中上海签约销售额达到51.06亿元，占总签约销售金额的16.46%；华中区域（武汉）实现签约销售89.29亿元，占总签约销售金额的28.79%，成为公司新的利润贡献点。公司在深耕珠海市场的基础上，实现了核心城市的重点突破，推动公司市场格局的显著优化和全面发展。

图3：2017年各区域销售占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

整体来看，行业在近几年持续政策调控之下，形成了行业集中度提升、强者愈强的态势。并且近两年行业集中度在加速提升更为明显。华发股份在近年激烈的竞争中能持续快速的提升市场份额，整体行业排名也明显上升，强者愈强态势明显。另外公司城市区域布局理想，后续进一步发展壮大可期。

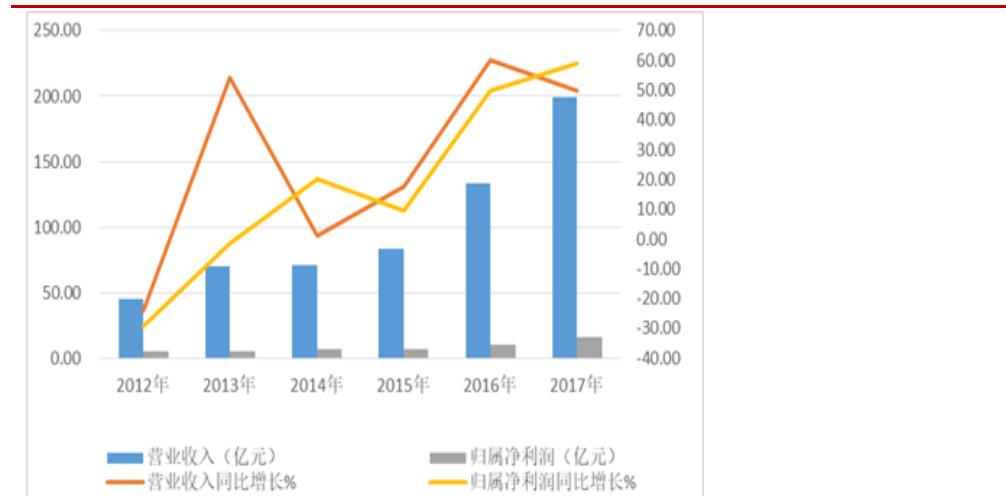
3. 营收及归属净利增幅达近年新高

公司近年营业收入及归属净利润也均录得持续的增长。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。17 年全年，公司结算营业收入 199.17 亿元，同比增长 49.76%，结算收入增长在行业中靠前。公司营业收入复合增长率为 34.37%。归属净利润方面，2012 年至 2017 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，10.18 亿元和 16.2 亿元；复合增长率也达 24.3%。

17 年公司实现营业收入 199.17 亿元，同比增长 49.76%；归属于上市公司股东净利润 16.2 亿元，同比增长 59.11%；公司 17 年盈利继续实现明显提升，并且营收增幅维持在历史高位，归属净利润增幅也创近年新高。其中 17 年度公司的营业收入中，珠海地区占比 79.07%，两广地区(不含珠海)占比 9.83%，辽宁地区占比 2.99%，内蒙古地区占比 0.53%，山东地区占比 7.58%，珠海仍为营收主要来源地。

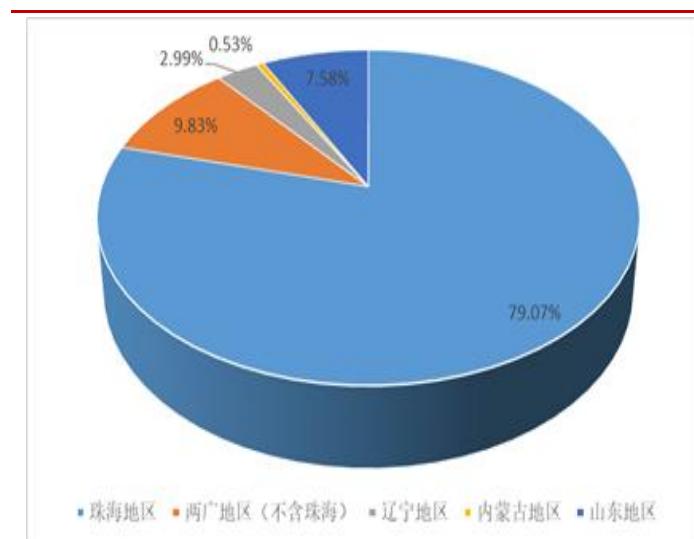
而截至 17 年末，公司手上已售未结金额达 281 亿，为 17 年全年营收的 1.4 倍，未来结算业绩保障度高。

图4：公司盈利增幅持续提升



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图5：2017年各区域营收占比



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 项目获取方式更多元 土储丰富区域布局理想

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。

区域拓展上，公司将继续扎根珠海，确保珠海的龙头地位；同时加大对上海、广州、武汉等地的投资布局，努力开拓其他一线及二线重点城市的市场；采取聚焦战略，围绕粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区等核心城市群形成区域布局；项目拓展以

核心城市、核心地段的城区盘为主；项目拓展方式上，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种方式。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。

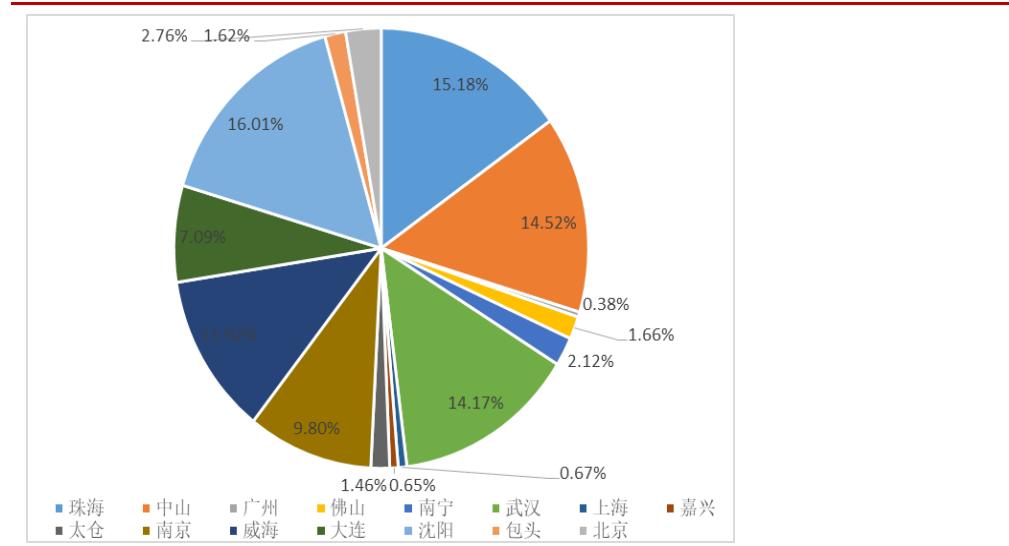
17 年公司通过公开竞购、合作开发、城市更新等多种方式，在继续深耕上海、武汉、广州、苏州等已布局城市的基础上，成功开辟南京、佛山、嘉兴等市场，并不断深化新进城市的项目储备，扩大公司的品牌影响力，开启公司新一轮的投资布局。年内公司新增土地储备计容积率建筑面积 277.65 万平方米（权益面积），并与多家行业标杆企业建立良好的合作关系。

同时公司城市更新工作也稳步推进。珠海区域，珠海广昌项目顺利动工，湾仔银坑村项目拆迁工作正式启动；上海闵行区浦江镇召稼楼特色小镇、青浦区徐泾城中村改造、北京廊坊旧城改造等异地更新项目也已全面展开，佛山、中山城市更新工作已稳步推进。

截至 17 年年末，公司拥有的土地储备建筑面积为 877.11 万平方米；在建面积 715.35 万平方米，同比增长 26.10%。公司土储大部分集中在一二线及强三线城市，区域布局理想，盈利前景有保障。

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。公司土储相对充足，在建增长明显，为规模持续扩大打下坚实的基础。

图6：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

5. 战略规划开启 多元发展格局逐步显现

业务发展方向上，公司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、住房租赁、定制装修等领域扩张，并积极开拓与房地产业务相

关的产业股权投资等业务，推动公司多元化业务格局发展。

商业板块方面，华发商都积极优化招商业态，继续引领珠海商业潮流。华发水岸、未来荟项目招商稳步推进。华商百货继续拓宽海外精品货源，提升内在品质。阅潮书店已形成旗舰店+社区店+服务店的格局。商业全国性布局不断加快。

新兴产业方面，公装、定制精装、设计、软装四大业务加快拓展，目前已进入上海、威海、广州、南宁、武汉等城市。华发优生活等新媒体平台用户量迅速上涨，影响广泛，成为提升华发产品销售的助推器。华发中建珠海 PC 厂建设加快推进并顺利试产，在开拓华发水郡花园、华发城建国际海岸花园等内部项目的基础上，加快拓展体系外优质客户。华发华宜投资平台不断夯实，组建了珠海知行并进文化产业基金、珠海华金文化传媒专项股权投资基金，进一步开拓了股权投资业务。

另外，公司也积极探索住房租赁业务，依托国家政策支持，结合公司现有项目情况，全面开展探索住房租赁业务的研究工作，并加快制定长租公寓方案。

公司计划 18 年开始的未来三年为战略规划的开局之年，将致力于提高销售业绩、增加土地储备、推动战略转型三个工作重点，抓住“粤港澳大湾区”建设的新机遇，着力强化资金、管理、人才三大核心支撑，积极拓展租赁市场，全力推进各项工作再上新台阶。

6. 整体负债水平有所下降 融资成本低优势凸显

近两年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。在 16 年成功发行三期共计 70 亿元的非公开发行公司债券后（利率最低至 3.85%），17 年公司 50 亿元中期票据在中国银行间市场交易商协会注册通过，并顺利完成三期合计 40 亿元的发行工作，进一步拓宽了公司融资渠道。同时非公开发行 25 亿元公司债券工作已取得上交所无异议函；购房尾款资产支持计划正有序推进中。

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。

截至 17 年年末，公司资产负债率为 82.88%，扣除预收账款后负债率为 62.74%，负债水平相对行业平均偏高，但相较公司前几年，负债水平有所下降。期末公司手持货币资金为 111.93 亿，为短期借款及一年内到期长债的 57.4%，短期资金面仍偏紧。

图7：公司整体负债水平变化

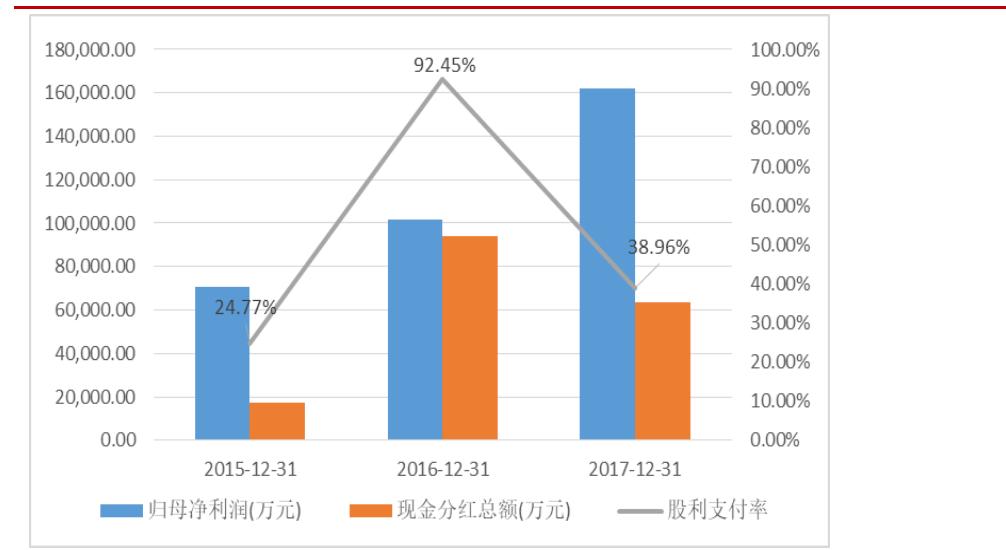


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

7. 估值便宜 投资价值凸显

公司 17 年度实现归属净利润 16.2 亿，同比增长 59.13%；基本每股收益 0.77 元，结算业绩大幅增长。预测公司 18 年及 19 年每股收益分别为 0.92 元和 1.15 元，对应当前股价 PE 分别为 9 倍和 7.5 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。15 年至 17 年股利支付率分别为 24.77%、92.45% 和 38.96%。17 年年报显示分红方案为每 10 股派发 3 元，以当前股价计算股息率约 3.5%，股息率相对理想。预计公司未来几年股利支付率将不低于 25% 的水平，分红将随着业绩提升而持续增长。整体看，公司当前估值便宜，股息率相对理想，并且持续较快增长值得期待，投资价值凸显。

图8：公司近年股利支付情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

8. 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；并且在大湾区内其它城市，如广州、佛山、中山等也积极布局。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，珠海及湾区内其它城市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；同时公司当前项目拓展奖激励方案已经落地，项目跟投方案已经制定并积极实施中，在国企中相对领先。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 18 年——19 年 EPS 分别为 0.98 元和 1.26 元，对应当前股价 PE 分别为 8.5 倍和 7 倍，估值偏低，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) | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业总收入 | 19916.81 | 24896.02 | 31368.98 | 37015.40 |
| 营业总成本 | 17439.16 | 21724.54 | 27204.17 | 32275.40 |
| 营业成本 | 14304.96 | 17800.65 | 22271.98 | 26466.01 |
| 营业税金及附加 | 1937.20 | 2414.91 | 3042.79 | 3590.49 |
| 销售费用 | 536.07 | 697.09 | 878.33 | 1036.43 |
| 管理费用 | 592.97 | 746.88 | 941.07 | 1110.46 |
| 财务费用 | 68.34 | 65.00 | 70.00 | 72.00 |
| 其他经营收益 | 49.15 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 公允价值变动净收益 | 7.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 41.55 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 营业利润 | 2526.80 | 3221.48 | 4214.81 | 4790.00 |
| 加营业外收入 | 12.70 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |
| 减营业外支出 | 46.78 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 利润总额 | 2492.72 | 3231.48 | 4224.81 | 4800.00 |
| 减所得税 | 730.71 | 904.82 | 1182.95 | 1344.00 |
| 净利润 | 1762.01 | 2326.67 | 3041.87 | 3456.00 |
| 减少数股东损益 | 157.27 | 258.52 | 380.23 | 480.00 |
| 归母公司所有者的净利润 | 1620.38 | 2068.15 | 2661.63 | 2976.00 |
| 基本每股收益(元) | 0.76 | 0.98 | 1.26 | 1.40 |

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