

从量变到质变, TOP20潜在进入者

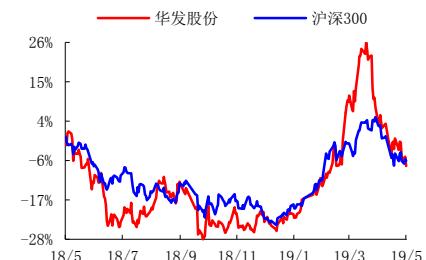
投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2013年以来公司开始践行“一二线突破、品质领先”的发展策略,过去五年公司发生了本质变化:四大城市群均衡布局、改善型产品获得市场高度认可、综合资金成本控制得力、存货周转速度明显提升;2) 2019年开始公司或将依次进入销售放量、净资产增长、负债率降低、净利率提升的新阶段,公司的国资背景、低成本低风险、高品质高周转将逐步享有估值优势;3) 目前股价对应2019年动态PE仅为4.9倍,明显低估。
- 业绩进入高速增长通道:** 2019年4月15日公司发布年报,2018年实现营业收入237.0亿(+18.8%),归母净利润22.8亿(+41.9%),加权ROE为17.5%,同比增加5.6个百分点。公司2018年销售增速87.6%,达到582亿,根据公司推盘计划、储备货值和周转速度,我们预计2019-2020年销售额平均增速在50%以上,公司净负债率处于高位回落阶段,加快存货变现回款释放业绩改善资产负债表是公司的最优选择。此外,公司较高的销售均价和持续走低的拿地楼面价还将有助于毛利率的改善,公司业绩开始进入持续的高增长通道。
- 项目布局一二线,契合城市集群发展趋势。** 华发从珠海走向全国的战略布局经历过两次调整,目前华发以珠海、上海、广州、北京、深圳、武汉、天津、苏州、南京、杭州、青岛、沈阳、大连等一二线为重点深耕城市。这些城市土储占比超过85%,整体质量很高。2018年末,公司拥有土储(含在建)1754.3万方,总口径货值约3350亿。2018年公司销售金额首次突破500亿,而且一二线重点城市(不含珠海)销售贡献占比超过60%,全年销售均价高达29,866元每平米,相比中国金茂的均价还要高出16.9%。公司擅长利用产业链优势不断创新,引领改善型住宅产品的交付标准,产品品质获客户和业内广泛认可。
- 股东资源优异,土地成本可控。** 华发集团名下且在上市公司体外的珠海优质土储约350万方,对应至少1300亿的货值和22%的净利率,未来或将依次由公司并表开发。公司在2016-2018三年的拿地权益建面分别为69.8、277.7和243.1万方,楼面成本大致为1.22、0.92和0.68万元每平米,成本可控。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2019-2021年归母净利润将保持39%的复合增长率。考虑到公司具有一定信用优势、销售和业绩双双放量、基本面弹性大、经营风险走低,给予公司2019年7倍估值,对应目标价10.93元,首次覆盖给予“买入”评级。

西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如
执业证号: S1250517060001
电话: 0755-23900571
邮箱: hhr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	21.18
流通A股(亿股)	21.08
52周内股价区间(元)	5.89-10.3
总市值(亿元)	162.21
总资产(亿元)	1,939.93
每股净资产(元)	5.82

相关研究

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23698.93	33757.50	45333.92	55079.42
增长率	18.99%	42.44%	34.29%	21.50%
归属母公司净利润(百万元)	2284.36	3306.00	4648.12	6197.71
增长率	40.98%	44.72%	40.60%	33.34%
每股收益EPS(元)	1.08	1.56	2.19	2.93
净资产收益率ROE	7.46%	10.86%	13.49%	15.59%
PE	7.1	4.9	3.5	2.6
PB	1.09	1.12	0.88	0.68

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

基于公司最新的发展战略、房地产行业面临的宏观政策环境及房地产开发业务本身的工作规律，我们做出如下关键假设。

假设 1：2019-2021 年公司房地产结算规模与当年竣工面积线性相关，当年合并报表的结算面积相当于当年权益竣工面积的 95%。

假设 2：当年的结算均价与前两年的销售均价有密切关系，2019-2021 年公司房地产结算均价分别为 18000 元每平米、22000 元每平米和 22000 元每平米。

假设 3：考虑到公司自 2016 年以来平均拿地楼面成本在持续走低，公司净负债率的高位回落，2019-2021 年地产结算毛利率分别为 27.5%、28.0% 和 29.0%。

假设 4：其他业务（主要是与房产开发相关的装修、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入）合同订单每年有 15% 的增速，毛利率维持不变。

我们区别于市场的观点

华发股份虽然是地方国企，但从大股东到管理层在未来 2-3 年对业绩释放、净资产的增长以及股价的上涨存在较强的诉求。华发股份可能是当前国内最具进取心的地方国资背景的房企之一，从未有过偏居一隅的想法，从两轮全国化拓展战略、产品品质的持续升级以及周转速度等能力的提升等来看，华发股份与成长性突出的民营房企并无二致。此外，华发当前净负债率虽然较高，但公司现金流安全且净负债率在逐步回落，后期改善的空间也是看点。

股价上涨的催化因素

公司销售数据超预期、净负债率改善进度或幅度超预期、股东资源协同效应超预期、二期股权激励推出、业绩超预期、大湾区实际推进及珠海房地产供需格局改善超预期等。

估值和目标价格

按可比公司 PE 和 NAV 进行估值分析：1) 华发当前股价对应 2019 年和 2020 年的 PE 仅为 4.9 倍和 3.5 倍，显著低于 8 家可比地产公司平均水平。2) 华发每股 NAV 为 18.59 元，当前股价相比折让 58.8%，折让幅度也明显超过其他可比 A 股地产公司。3) 考虑到公司基本面弹性大、经营风险走低，给予公司 2019 年 7 倍估值，对应目标价 10.93 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

宏观调控风险、区域政策风险、项目合作风险、销售回款风险等。

目 录

1 受益城市运营协同优势，股东资源禀赋显著	1
2 大湾区规划落地，珠海房地产面临价值重估	4
3 四大城市群布局，项目储备丰富	8
4 产品优势凸显，千亿销售可期	11
4.1 产品优势日益凸显	11
4.2 千亿销售可期	14
5 融资成本控制得力、净负债率或趋势性下行	16
6 盈利预测与估值	20
6.1 盈利预测	20
6.2 绝对估值	21
6.3 相对估值	21
7 风险提示	22

图 目 录

图 1: 公司为珠海国资委旗下重要地产上市平台	1
图 2: 华发集团占据珠海城市运营市场份额 70%以上	2
图 3: 珠九市房地产开发投资完成额及增速	7
图 4: 珠九市商品房销售额及增速	7
图 5: 珠九市新建商品住宅销售平均价格对比	7
图 6: 珠海市房地产主要板块典型楼面地价情况	7
图 7: 公司历年拿地楼面价和销售单价对比 (元每平米)	10
图 8: 2018 年销售均价华发仅次于仁恒置业	10
图 9: 华发中城荟位于武汉汉口 CBD 核心区域	12
图 10: 华发中城荟是业态丰富的都市综合体	12
图 11: 华发中城荟样板间 (荟美学馆)	12
图 12: 华发中城荟效果图	12
图 13: 华发历年销售金额及增速表现	14
图 14: 华发在克而瑞销售榜单的名次	14
图 15: 新开工大幅增长带来丰富可售资源	14
图 16: 公司 2019 可售资源分布结构	14
图 17: 从 2019 年销售目标看华发增速领先	15
图 18: 2019 年前四月销售同比增速对比	15
图 19: 公司在有息负债增长同时融资成本控制得力 (亿元)	17
图 20: 与优质成长型民营房企相比华发的融资成本具备优势	17
图 21: 过去三年公司营收及利润大幅增长	17
图 22: 过去五年公司销售净利率稳中有升	17
图 23: 2014 年公司负债结构	18
图 24: 2018 年与 2019Q1 公司负债结构	18
图 25: 公司与部分 A 股房企净负债率对比	19

表 目 录

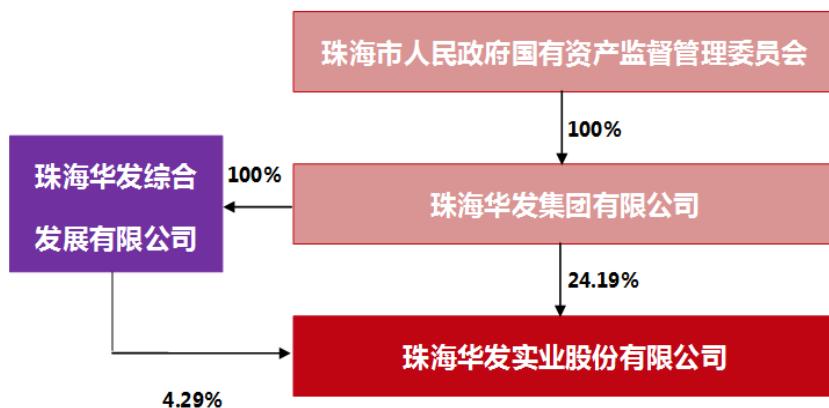
表 1：华发集团主要在建土地一级开发情况（平方公里，亿元）	2
表 2：世界四大湾区核心指标对比	4
表 3：珠九市基础指标对比（平方公里、万人）	6
表 4：华发 2013 年之后土储结构显著优化（万平方米）	8
表 5：公司总口径和权益口径货值拆分（亿元、万平方米）	10
表 6：华发与品牌开发商的典型合作项目	13
表 7：华发股份近三年主要发行的公司债及中票情况	16
表 8：华发未来两年经营性现金流大致估计（亿元）	19
表 9：分业务收入及毛利率	20
表 10：公司 NAV 测算	21
表 11：可比公司估值	22
附表：财务预测与估值	23

1 受益城市运营协同优势，股东资源禀赋显著

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或“公司”）成立于 1992 年 8 月，1994 年取得国家一级房地产开发资质，2004 年 2 月公司股票在上交所上市交易。

公司的控股股东是珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”），实际控制人为珠海市国资委。截止到 2018 年报披露日，公司与实际控制人的产权关系及持股比例情况如下图所示。

图 1：公司为珠海国资委旗下重要地产上市平台



华发集团组建于 1980 年，是珠海两家龙头国企之一（另外一家是格力集团，目前珠海市由国资委履行出资人职责的市属企业有 16 家），也是珠海最大的综合型企业集团，经历过三次跨越式发展：

- 1) 1980 年至 2000 年，华发集团从 3000 元创业起家，确立了在珠海房产行业的领先地位，总资产超过 10 亿元，实现了从无到有的第一次跨越；
- 2) 2001 年至 2011 年，华发集团抓住了“地产黄金十年”机遇，开启珠海楼市精品时代，总资产超过 300 亿，实现了从大到强的第二次跨越；
- 3) 2012 年到 2015 年，华发集团成功实现了从区域性房企全面迈进全国知名的城市、金融、产业综合投资运营企业集团行列，集团资产总额近 1600 亿，实现了从强到优的第三次跨越。

华发集团旗下拥有“华发股份”、“华金资本”、“华金国际资本”三家上市公司，以及华冠科技、华冠电容器两家新三板挂牌企业。2012 年华发集团实施战略转型，确立了以城市运营、房产开发两大核心支撑业务，金融产业、产业投资两大核心突破业务及商贸服务、现代服务等为配套业务的“4+2”业务格局。

- 1) 地产开发板块主要是以华发股份为平台，后续做介绍。
- 2) 城市运营板块自 2009 年正式成立以来，开创了“产城一体、产融结合、政府主导、企业运作”的创新开发模式，从十字门中央商务区为代表的区域开发快速拓展到产

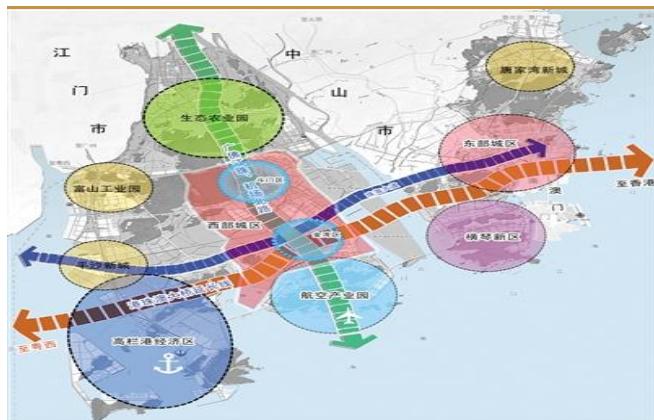
城一体化、产业园区开发、TOD 综合开发、综合管廊等城市建设新领域，项目布局从横琴新区扩展到高新、金湾、高栏港等珠海多个区域乃至阳江地区。

- 3) 金融产业板块以珠海金控为平台，未来将积极发挥业务多元优势，形成基于互联网的金融生态体系，打造“全牌照”综合型金融控股平台。
- 4) 产业投资板块下设科技创新投资、财务性投资、战略性产业投资等三大业务方向，近年来成功收购航天证券、金谷期货、卓智控股、香港庄臣等 10 个优质产业平台，累计投资金额近 100 亿元。
- 5) 商贸服务板块以珠海华发商贸控股有限公司为主体，主营品种包括石油/化工产品、矿产品、高附加值电子产品、建筑材料等大宗商品。
- 6) 文教创意及现代服务板块作为集团核心业务的延伸和配套，业务涵盖文化创意、教育产业及现代服务三大模块。

2017 年华发集团实现总收入 441.6 亿，综合毛利率为 22.1%，其中房地产开发板块收入占比 43.4%（对应毛利率为 28.3%）、商贸服务板块收入占比 37.1%（对应毛利率仅为 0.3%）、城市运营板块收入占比 11.6%（对应毛利率为 68.5%）、金融类业务收入占比 1.7%（对应毛利率为 70.1%），由此可见地产开发与城市运营板块对于华发集团的重要性。

华发股份是华发集团最重要的房地产开发子公司，也是承接其城市运营板块资源变现的重要地产开发平台。华发集团承接珠海市主要城市营运项目及重大基础设施建设项目，包括产城一体化及区域开发、城市更新、基础配套设施、TOD 综合开发、保障房及港口投资等，其所承接的一级土地开发项目合计超过 170 平方公里，华发集团占珠海城市运营市场份额的 70%以上。华发集团城市运营板块的收入来源包括：1) 土地一级开发出让收入收益分成；2) 经营性项目收入（酒店、会展中心收入等）；3) 土地储备未来转让收入。

图 2：华发集团占据珠海城市运营市场份额 70%以上



数据来源：公司网站，西南证券整理

表 1：华发集团主要在建土地一级开发情况（平方公里，亿元）

项目	开发面积	预计总投资	2019年计划投资	2020年计划投资
十字门中央商务区	5.77	84.00	6.00	6.00
金湾航空新城	3.80	35.00	1.40	1.40
保税区二期	2.30	20.00	1.20	1.60
高新区北围	8.60	140.00	2.00	2.00
富山产业新城	150.00	500.00	30.00	35.00
合计	170.47	779.00	40.60	46.00

数据来源：公司网站，西南证券整理

2009 年 7 月，珠海市政府正式授予华发集团对中央商务区 5.77 平方公里进行土地一级开发整理，主要由华发集团旗下企业珠海十字门中央商务区建设控股有限公司（简称“十字门控股”）进行运作。华发集团于 2010 年 5 月出具以下承诺：华发集团及华发集团旗下企业珠海十字门中央商务区建设控股有限公司在未来十字门商务区开发过程中，若取得任何可能与公司（特指上市公司“华发股份”）所从事的房地产开发业务形成竞争的项目或土地使用权，华发集团会将该等项目或土地使用权通过托管、合作方式交由公司开发或以公司为主开

发，或按照国有资产转让的相关规定将该项目进行对外转让。2018年12月12日，华发股份全资子公司“珠海华亿”以35.15亿的代价通过增资的方式获得“十字门城建”（即十字门控股全资子公司）50%的股权，之后华发股份获得十字门城建的主导权，十字门城建纳入公司并表范围。

十字门城建持有珠海市海润房地产开发有限公司（下称“海润公司”）55%股权，海润公司另一股东珠海城市建设集团有限公司持有其45%股权。海润公司主要负责开发建设“华发城建四季半岛项目”。该项目位于十字门中央商务区湾仔片区，南湾大道北侧，南琴路东侧，由13#、18#、19#、25#、29#五块用地组成。其中13#地块规划用途为综合用地，18#、19#、25#、29#地块规划用途为二类居住用地，25#东侧地块规划用途为二类服务设施用地。项目总占地面积16.93万平方米，计容建面59.01万平方米（测算土地楼面成本为4340元每平米，不考虑权益比该项目隐含的NAV增值不低于50亿）。

在2010年-2013年，华发集团通过招拍挂的形式取得了十字门中央商务区29幅地块的使用权（占地面积106.74万方，计容建面约360.89万方）。截止到2018年末，华发集团拥有位于十字门中央商务区、横琴新区、保税区等高价值区域占地面积约133.52万方，对应计容建面约394.96万方的土地使用权（其中，上市公司体外的占比约88.6%），整体来看这些土地可售部分的楼面价占当前售价的比例不到20%，增值空间巨大。

2 大湾区规划落地，珠海房地产面临价值重估

截止到 2018 年末，我国常住人口的城镇化率为 59.58%。根据国际经验，城市化率总体沿着 S 型的曲线变动，城市化率突破 30% 后进入加速阶段，在 30%-50% 的阶段人口流动的主要特征是乡村人口开始加速流向城市，在 50%-70% 的阶段是小城市人口加速流入大城市；城市化率超过 70% 后属于城市化进程的高阶表现阶段，俗称城市群或城市集群的形成（都市圈、城市带是城市集群的两种典型形式），这一阶段人口流动的主要特征是从大城市流向城市郊区或城际之间区域。在我国，因为城市与城镇的边界并不十分清晰，而且二元户籍制度在 2019 年之前也没完全放开，城市化率与常住人口城镇化率并不是完全对等的概念，但都市圈却是我国城市化进程的必然趋势。

2019 年 2 月 18 日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》。粤港澳大湾区（Guangdong-Hong Kong-Macao Greater Bay Area，缩写 GBA），是由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆（珠三角）九个地市组成，总面积 5.6 万平方公里，2018 年末总人口已达 7000 万人，是中国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。

粤港澳大湾区与世界上其他三大湾区相比，GDP 总量相差不显著，行政区域面积、常住人口、人口密度等基础性指标具有显著优势，在人均 GDP、土地产值等效益指标方面还具有很大的增长空间。

表 2：世界四大湾区核心指标对比

类别	指标名称	指标单位	粤港澳大湾区	东京大湾区	纽约大湾区	旧金山大湾区
区域	包含范围		香港、澳门、珠九市	一都七县	NY-NJ-PA, 25 个郡	9 个郡
	行政区域面积	平方公里	56,031	36,895	21,478	17,890
人口	常住人口	万人	7,112	4,407	2,032	776
	近五年新增人口	万人	706	59	42	40
	人口密度	人/平方公里	1,269	1,195	946	434
经济产业	GDP	亿美元	16,415	19,909	17,177	8,356
	人均 GDP	美元	23,080	45,176	84,529	107,737
	土地产值	万美元/平方公里	2,930	5,396	7,998	4,671
	世界 500 强企业数量	个	20	38	19	12
	世界 500 强主要行业		科技、金融、房地产	金融、科技、贸易	金融、传媒、食品	科技
教育	世界 100 强大学数量	个	5	2	4	2
空港运输	机场旅客吞吐量	万人	20,191	12,604	13,235	8,137
	港口集装箱吞吐量	万标准箱	7,650	807	671	242

数据来源：Wind、美国经济分析局等、西南证券整理（部分数据为 2017 年数据）

《粤港澳大湾区发展规划纲要》明确了近期（2022 年）和远期（2035 年）的目标，大湾区的空间布局以及珠海扮演的角色。

1) 大湾区规划目标

2022 年的粤港澳大湾区综合实力显著增强，粤港澳合作更加深入广泛，区域内生发展动力进一步提升，发展活力充沛、创新能力突出、产业结构优化、要素流动顺畅、生态环境优美的国际一流湾区和世界级城市群框架基本形成。

- a、区域发展更加协调，分工合理、功能互补、错位发展的城市群发展格局基本确立；
- b、协同创新环境更加优化，创新要素加快集聚，新兴技术原创能力和科技成果转化能力显著提升；
- c、供给侧结构性改革进一步深化，传统产业加快转型升级，新兴产业和制造业核心竞争力不断提升，数字经济迅速增长，金融等现代服务业加快发展；
- d、交通、能源、信息、水利等基础设施支撑保障能力进一步增强，城市发展及运营能力进一步提升；
- e、绿色智慧节能低碳的生产生活方式和城市建设运营模式初步确立，居民生活更加便利、更加幸福；
- f、开放型经济新体制加快构建，粤港澳市场互联互通水平进一步提升，各类资源要素流动更加便捷高效，文化交流活动更加活跃。

2035 年大湾区要形成以创新为主要支撑的经济体系和发展模式，经济实力、科技实力大幅跃升，国际竞争力、影响力进一步增强；大湾区内市场高水平互联互通基本实现，各类资源要素高效便捷流动；区域发展协调性显著增强，对周边地区的引领带动能力进一步提升；人民生活更加富裕；社会文明程度达到新高度，文化软实力显著增强，中华文化影响更加广泛深入，多元文化进一步交流融合；资源节约集约利用水平显著提高，生态环境得到有效保护，宜居宜业宜游的国际一流湾区全面建成。

2) 大湾区的空间布局

大湾区的空间布局主要是三个方面。

其一，是极点带动效应，发挥“香港——深圳”、“广州——佛山”和“澳门——珠海”的引领带动作用；其二是加大重大互联互通的基础设施，发挥港珠澳大桥的作用，加快建设深（圳）中（山）通道、深（圳）茂（名）铁路等交通设施；其三是发挥四个核心城市（香港、澳门、广州、深圳）对于周边区域发展的辐射带动作用。

针对香港，要巩固和提升国际金融、航运、贸易中心和国际航空枢纽地位，强化全球离岸人民币业务枢纽地位、国际资产管理中心及风险管理中心功能，推动金融、商贸、物流、专业服务等向高端高增值方向发展，大力发展战略性新兴产业，建设亚太区国际法律及争议解决服务中心，打造更具竞争力的国际大都会。

针对澳门，要建设世界旅游休闲中心、中国与葡语国家商贸合作服务平台，促进经济适度多元发展，打造以中华文化为主流、多元文化共存的交流合作基地。

针对广州，要充分发挥国家中心城市和综合性门户城市引领作用，全面增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，培育提升科技教育文化中心功能，着力建设国际大都市。

针对深圳，要发挥作为经济特区、全国性经济中心城市和国家创新型城市的引领作用，加快建成现代化国际化城市，努力成为具有世界影响力的创新创意之都。

3) 珠海扮演的角色

其一，珠海是唯一陆路与澳门和香港均接驳的城市，规划中提到“建设重要节点城市”，珠海排在佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆等城市之前。在珠三角九市的排序中，珠海紧挨着深圳市和广州市两个一线城市之后。

其二，珠海横琴是与深圳前海、广州南沙的地位相当的，构成三大粤港澳深度合作示范区，均是粤港澳重大合作平台。在该区域，外资港资银行保险机构可直接设立经营机构；可建立创业就业试验区，试点允许取得港澳相应资质的企业和专业人士为内地市场主体直接提供服务；并逐步推出更多试点项目及开放措施。珠海和澳门在横琴还可以合作建设集养老、居住、教育、医疗等功能于一体的综合民生项目。

其三，珠海与中山为珠九市内围城市，相比中山有广阔的海域空间资源。前述规划中，明确提出要增强珠海机场功能、建设珠海通用航空产业综合示范区、推进珠海国家煤炭储备基地建设、以珠海为龙头建设珠江西岸先进装备制造产业带、支持珠海发展特色金融服务业、探索建立澳门——珠海跨境金融合作示范区等。

表 3：珠九市基础指标对比（平方公里、万人）

城市名称	深圳市	广州市	珠海市	佛山市	惠州市	东莞市	中山市	江门市	肇庆市
市区面积	1997.5	7434.4	1724.0	2810.4	2665.6	2465.0	1800.1	1785.8	2960.2
城区面积	1997.5	2099.2	790.2	734.7	1181.7	2465.0	255.5	566.0	532.5
城区/市区面积	1.00	0.28	0.46	0.26	0.44	1.00	0.14	0.32	0.18
市区人口	1252.8	897.9	118.9	405.7	154.7	211.3	170.5	142.3	141.0
城区人口	1252.8	644.9	76.8	133.5	109.2	211.3	47.8	94.3	61.8
城区暂住人口	0	540.1	179.1	48.6	107.0	438.6	31.0	36.8	18.3
城区暂住/城区人口	0	0.84	2.33	0.36	0.98	2.08	0.65	0.39	0.30
城市建设用地面积	932.9	708.5	269.7	161.8	261.8	1085.8	129.9	154.4	114.6
居住用地面积	211.8	218.7	63.3	48.7	83.5	279.8	50.0	47.9	37.9
商业服务业设施用地	37.3	56.4	21.0	16.6	17.5	60.5	8.3	7.6	5.9

数据来源：2017 年城市建设统计年鉴、西南证券整理

珠海是我国五个经济特区之一（1979 年建市，1980 年设立经济特区），享有全国人大赋予的地方立法权。国务院 2008 年颁布实施珠三角发展规划纲要，明确了珠海为珠江口西岸的核心城市，2017 年广东省印发实施广东沿海经济带发展规划，正式提出了珠海将成为广东省副中心。粤港澳大桥通车后，珠海成为唯一一个与香港、澳门同时陆路相连的城市。

从面积与人口指标来看，珠海市区面积为珠九市最小，但城区面积还高于佛山市，“城区面积占比”这个指标仅次于深圳和东莞两个城市（这个指标可以部分反映价格传导的效率，城区面积占比高，说明人口集中在城区，房价预期传导的速度比较快，价格容易走高）。从城区暂住人口来看，珠海仅次于广州和东莞，但从“城区暂住人口/城区人口”这个指标来看，珠海排名第一，落户制度放开后珠海新增人口的弹性可能最大。

从房地产市场体量及对政策敏感度而言，珠海的房地产市场体量偏小，但房价绝对水平较高，所面临的调控政策也更为严厉。在 2016Q2 珠海房价迅速上涨之后，2016 年 10 月调控政策迅速收紧，2017 年珠海楼市进入盘整通道，房地产投资增速显著放缓，商品房销售额跌幅超过 10%。

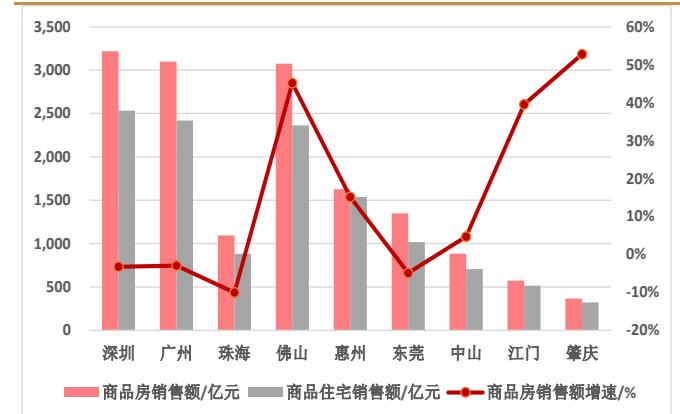
从房地产投资来看，珠海在 2017 年房地产投资额的增速位于珠九市最低位。从销售情况来看，珠海商品房销售额排在珠九市第 6 位，增速排在最末位。2018 年拿地和投资数据有所好转，珠海房地产开发投资增速回升至 18.1%，但销售数据明显回落，新建商品住宅销售面积 220.8 万方，相比 2017 年减少了 199.5 万方。二手房交易整体有小幅回升，二手住宅成交面积按年增长 8.0% 至 127.8 万方，成交金额按年增长 32.4% 至 146.0 亿（二手房成交均价从 2017 年的 9300 元每平米上升至 11000 元每平米）。

图 3：珠九市房地产开发投资完成额及增速



数据来源：Wind，西南证券整理（2017 年数据）

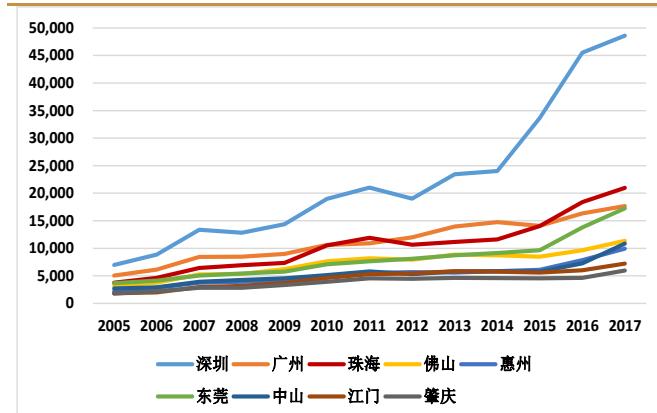
图 4：珠九市商品房销售额及增速



数据来源：Wind，西南证券整理（2017 年数据）

从房价和地价表现来看，珠海的房价和地价相比佛山、惠州、东莞弹性更大，从绝对值来看更明显强于中山、江门和肇庆。2015 年以来，珠海的新房成交均价已经超过广州，成为珠九市里面仅次于深圳的城市。随着落户制度的放开，即便不考虑外地新增人口（事实上珠海的新增人口表现抢眼），仅城区暂住人口转化为城区人口也会给珠海本地的房地产价值带来很强的支撑。随着外地新增人口的持续流动及粤港澳产业集群的协同效应，未来珠海房地产价值向上重估的趋势比较确定。由于新房价管制的压力，我们判断在未来 3-5 年珠海香洲、南湾、横琴等板块的二手房价格和斗门的一手房价格弹性可能会更趋明显。

图 5：珠九市新建商品住宅销售平均价格对比



数据来源：Wind，西南证券整理（2017 年数据）

图 6：珠海市房地产主要板块典型楼面地价情况



数据来源：Wind、互联网、西南证券整理

3 四大城市群布局，项目储备丰富

公司在地方性房地产国企里面算是很早迈出异地扩张步伐的。最早在 2004 年，华发股份首先在中山取得第一个异地项目，之后进入包头、大连、沈阳、南宁、重庆、威海等二三线城市，主要追求土地储备的上量和布局半径的扩大。从成效来看并不显著，土地虽然便宜但是去化缓慢，这既有区域选择、市场深度不足的问题，也有产品竞争力和投放适配性的问题。在属于房地产大年的 2013 年，公司实现销售额 84 亿，其中珠海之外的区域贡献约 30%。2014 年公司新战略落地，从一二线重点突破、高举高打，这一年虽然销售没太大增长（全年实现合约销售 86 亿，珠海之外占比 34%），但土地资源获取亮点十足。在广州，公司相继取得荔湾区芳信路地块、海珠区宝岗大道地块、荔湾区广钢新城地块；在武汉，公司成功摘取汉阳区四新地块；在上海，公司一举夺得张江地块及杨浦地块；在珠海，公司通过公开竞拍方式成功获得十字门商务区会展四路两地块，通过股权收购取得湾仔三旧改造项目的开发主导权，全年新增项目土地计容建面 132 万平方米，土地资源逐步向珠海及重点区域城市聚集。

2015 年是公司发展中具有里程碑意义的一年，公司顺利完成了定增，成功募资 43.12 亿，优化了负债结构，打开了公司提升财务杠杆的空间。公司在当年销售突破百亿达到 133 亿，进入行业前八十强，在上海闸北、武汉江岸获取多块优质土地，使得公司土地储备资源进一步向珠海及重点城市聚集。2016 年，公司实现销售金额 357.25 亿元，在 2015 年进入全国房企销售八十强的基础上，跨越式提升至全国房企销售四十强。

截止到 2018 年末，公司（不算合营联营项目在内）在 22 个城市有在建和储备项目，除去南宁和包头之外，均分布在大湾区、武汉及周边、长三角、京津冀四大城市群内。如果算合营联营项目，还包括深圳、阳江、清远、惠州、湛江、泉州等城市。

对比公司在 2018 年末和 2013 年末的土储结构，不难发现公司总体权益土储仅增长 18.3%，但土储结构优化显著。长三角土储从零突破，得以大量的补充，布局城市达到 7 个；大湾区的货值得以持续补充，特别是在广州、江门、佛山和深圳等城市；京津冀区域的货值得以明显的优化，盘锦、威海、沈阳等地储备持续下行，北京、天津、大连、青岛有所增加。

表 4：华发 2013 年之后土储结构显著优化（万平方米）

年份		2018 年末			2013 年末		
城市集群	城市	在建权益建面 (扣除竣工)	拟建权益建面	合计权益建面	在建权益建面 (扣除竣工)	拟建权益建面	合计权益建面
大湾区	珠海	157.07	129.64	286.71	75.00	296.69	371.69
	广州	25.86	12.91	38.77	0	9.33	9.33
	中山	53.09	52.63	105.72	27.40	48.22	75.62
	江门	0	14.87	14.87			
	佛山	10.76	0	10.76			
长三角	上海	15.89	0	15.89			
	苏州	32.28	0	32.28			
	南京	32.99	0	32.99			
	无锡	30.25	0	30.25			
	杭州	0	6.19	6.19			

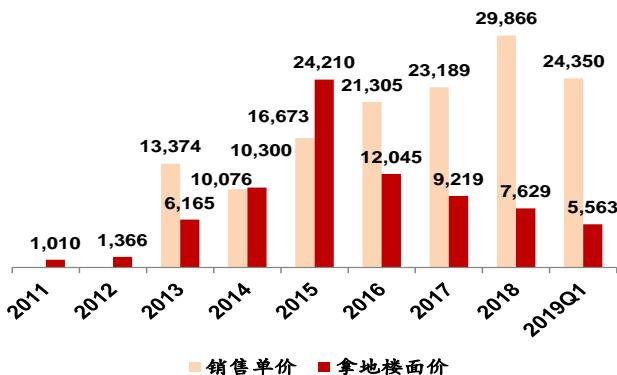
年份		2018年末			2013年末		
城市群	城市	在建权益建面 (扣除竣工)	拟建权益建面	合计权益建面	在建权益建面 (扣除竣工)	拟建权益建面	合计权益建面
	嘉兴	12.42	0	12.42			
	温州	10.66	0	10.66			
中部	武汉	123.95	125.88	249.83	0	18.83	18.83
	鄂州	0	125.97	125.97			
京津冀	北京	0	15.76	15.76			
	天津	8.22	0	8.22			
	沈阳	33.80	69.69	103.49	44.90	120.19	165.09
	大连	29.31	39.03	68.34	14.70	41.06	55.76
	盘锦				9.30	224.23	233.53
	威海	45.09	31.81	76.90	0	99.74	99.74
	青岛	0	18.05	18.05			
其他	南宁	16.08	0	16.08	24.10	11.89	35.99
	包头	10.04	0	10.04	25.20	0	25.2
总计		647.76	642.43	1290.19	220.60	870.18	1090.78

数据来源：公司公告、西南证券整理（以上数据为并表权益口径，不包含合营联营项目，且未考虑已竣工未销售部分）

2014 年对华发而言是转折的一年，除了公司持有的华发商都（珠海规模最大）正式开业，这一年公司法定代表人由袁小波变更为年富力强的李光宁，公司大力调整了发展策略（一二线城市重点突破）并在广州、上海、武汉等地大量补充土储。此外，公司大力促使职能部门向市场化方向转变，将准确市场定位、品质设计装修和有效市场推广相结合，公司在珠海、上海、武汉及广州的同类型产品系列中表现突出，精品开发商形象日渐深入人心。

华发在 2010-2012 年拿地很少，2013 年新增土地权益地价约 98 亿（在珠海和威海拿地）、2014 年新增土地权益地价约 119 亿（分布在广州、武汉、上海、珠海）、2015 年新增土地权益地价 138 亿（分布在上海、珠海、武汉、南宁）、2016 年新增土地权益地价仅 41 亿（主要在苏州）、2017 年新增土地权益地价 116 亿（主要在武汉、南京、上海、佛山）、2018 年新增土地权益地价 176 亿。公司在 2018 年拿地金额创历史新高，而且分布城市明显变多，除了珠海、武汉、广州等城市，在北京、天津、青岛、无锡、温州、苏州等地均有拿地。从 2018 年开始，华发初步具备成片拿地的能力，拿地策略从一二线开始朝四大城市群深化（南宁目前还比较特殊，在四大城市群之外，但华发在南宁的项目去化通畅，可能会朝北部湾城市群布局）。2019 年公司依然会积极补充土地资源，按 700 亿销售回款的 50% 估计拿地支出，土地权益地价预计在 300 亿以上（这里包括不并表的项目）。

从年度的拿地成本和销售单价来看，华发在高质量地块上能够实现高销售单价的去化（比如 2015 年在上海杨浦、静安等拿的地最终销售去化的价格也很高），而且平均拿地成本自 2015 年以来持续地、明显地走低，说明毛利率并不会存在持续下行的压力。

图 7：公司历年拿地楼面价和销售单价对比（元每平米）


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

此外，我们还对 2018 年销售均价超过 20,000 元每平米的规模房企（TOP100）进行对比，华发股份的销售均价仅次于高端物业开发商仁恒置业，高于同等销售规模的华侨城，也明显高于中国金茂、绿城中国、泰禾集团、招商蛇口等知名中高端开发商。当然，考虑到销售价格依然遭遇政策限制，随着销售规模的调升平均销售单价可能会走低，但在千亿销售规模的情况下保持均价 25,000 元每平米的可能性依然较大。

从土储货值来看，公司总口径货值和权益口径货值分别大约为 3350 亿和 2915 亿，土储的权益比约 87%。此外，公司控股股东华发集团在珠海、阳江、湛江等地的土储货值并未考虑在内。

表 5：公司总口径和权益口径货值拆分（亿元、万平方米）

城市群	城市	建面	权益建面	总口径货值
大湾区	珠海	295.71	286.71	1300 亿
	广州	43.31	38.77	
	中山	105.72	105.72	
	江门	14.87	14.87	
	佛山	10.76	10.76	
	深圳	10.84	5.42	
	清远	3.6	1.8	
长三角	上海	31.78	15.89	600 亿
	苏州	38.12	32.28	
	南京	64.68	32.99	
	无锡	30.25	30.25	
	杭州	12.39	6.19	
	嘉兴	12.42	12.42	
	温州	10.66	10.66	
中部	武汉	299.36	249.83	900 亿
	鄂州	179.95	125.97	
京津冀	北京	15.76	15.76	500 亿

城市群	城市	建面	权益建面	总口径货值
	天津	8.22	8.22	50 亿
	沈阳	103.49	103.49	
	大连	77.79	68.34	
	威海	76.90	76.90	
	青岛	18.05	18.05	
其他	南宁	16.08	16.08	50 亿
	包头	10.04	10.04	
总计		1490.75 万方	1297.41 万方	3350 亿

数据来源：公司公告、西南证券整理（以上数据包括未并表项目）

4 产品优势凸显，千亿销售可期

当华发启动“一二线重点突破”的发展战略后，在核心城市“高价”拿地便屡见不鲜，市场一度对华发的开发能力表示担忧。但是在“武汉华发中城荟”、“上海静安府”等楼盘入市后，华发的产品设计和楼盘品质迅速赢得了市场的口碑，操盘“高价地”对华发而言已经是游刃有余。

4.1 产品优势日益凸显

华发在产品开发方面的优势来源于几个地方：其一，具备在核心城市优势位置获取土地的战略眼光和资源能力。

以武汉华发中城荟项目为例，华发以增资入股的方式获取了该优质地块。2007年9月，华润置地以26.92亿总价获得武汉P(2007)036号地块（六地块，总用地面积10.08万方，计容建筑面积36.92万方），当时楼面价的溢价率为85%，为当时的地王。由于楼面价与周边房价持平，而且2008年金融危机的冲击，华润竞得的这幅CBD地块土地出让金支付不到位，项目迟迟没有进展。之后华润置地与武汉市政府就这一项目签署了终止开发协议，土地转让给国资背景的武汉中央商务区投资开发有限公司。2013年11月，华发旗下公司通过增资的方式耗资13.67亿获得该项目地块持有方（武汉中央商务区投资开发有限公司）51%的股权（相当于楼面价为7260元每平米），这也是华发在武汉的首个项目，营销名称为“华发中城荟”。这是珠海华发股份与武汉中城地产联手打造的都市综合体，地处青年路与淮海路交汇处。项目总净用地面积14.8万平方米，规划计容建筑面积43.3万平方米，包含约8万方艺术灵感街区、7.6万方写字楼、3万方公寓以及18.6万方精装住宅。华发中城荟的地段非常好，处于CBD与市区核心区的交汇处，既能享受老市区核心成熟配套的便利，又能在CBD未来发展规划中享受相关配套的增值。

图 9：华发中城荟位于武汉汉口 CBD 核心区域

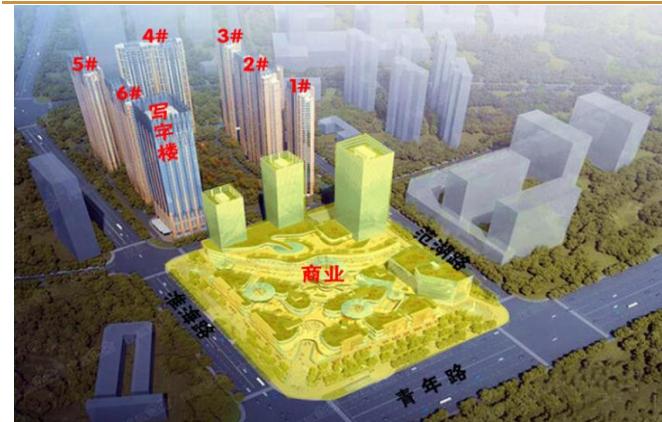

数据来源：互联网，西南证券整理

其二，高端需求的产品定位和设计能力。在 2014 年，武汉的新房库存量很大，好位置如果不能匹配好产品，高价去化的难度可想而知。华发采取高举高打的策略，针对武汉高薪阶层主打大户型和精装修住宅产品，而且将公司创新推出的优+生活新一代产品（涵盖六大体系和四十大亮点）高规格地应用到华发中城荟项目上，比如差异化、层次感的装修风格，中央空调覆盖全屋等等。除了充足的车位配比，引入的优质学校，华发还在小区内打造了约 3 万方的中央园林景观，小区内最大楼间距达到 230 米。

2016 年初，华发中城荟在武汉惊艳亮相，这个项目颠覆了江城人民对于豪宅售楼部与精致装修的认知，开创艺术豪宅的新品类。华发中城荟首创荟美学馆，成为了武汉的艺术空间代表，其中对细节的理解和把握，一直被市民津津乐道，成为典型的豪宅比较标准。华发中城荟早期的产品以 180-300 平米的住宅为主，售价在 25000-30000 元每平米之间，即便价格超出预期，依然是首日售罄。后期推出的公寓产品单价已经在 32000-35000 元每平米之间。目前贝壳找房显示，华发中城荟的二手房单价已经超过 40000 元每平米。

图 11：华发中城荟样板间（荟美学馆）


数据来源：互联网，西南证券整理

图 10：华发中城荟是业态丰富的都市综合体


数据来源：互联网，西南证券整理

其三，华发实施“新一代优+生活”产品，推广和复制性强。华发股份是国内第一家以产品推介会形式介绍住宅新产品的（不单是为了销售某一特定的楼盘）。在 2015 年 9 月 6 日，华发股份在珠海国际会展中心举行了一场别开生面的新产品发布会，正式宣布在地产界率先启动“新一代优+生活”产品战略，包括优+互联网社区、优+生态规划、优+创新建筑、

图 12：华发中城荟效果图


数据来源：互联网，西南证券整理

优+智能家居、优+定制精装、优+星级配套在内的六大优+体系共 40 个标准。六大体系中，不仅包括了互联网社区、智能家居、“优+生活 APP”等移动互联网前沿科技，还涵盖了国际一流规划、绿色建筑、智能控制、新风系统、抗霾监控、净水系统等科技创新元素，更在社区零死角安防、商业、教育、运动会所等配套方面进行了星级服务的全新升级。其中，“华发优+生活”APP 通过优管家、优商圈、优邻聚等 9 个功能模块，可满足业主衣食住行娱教购等全方位需求，为业主提供互联网时代全新的人居体验。华发携手国际设计大师团队在珠海首创的定制精装服务，开启了精装房的个性化时代，也深受市场的欢迎。

2003 年华发在珠海第一个把大盘、精装修、国际大师的园林设计引进到珠海，一度引起市场的热捧。2015 年华发推出的优+6 大体系，开始在全国各个项目全体系地植入。华发的“优+6 大体系”的核心是“三化”（集成化、国际化和平台化）。集成化是指华发“新一代优+生活”将科技创新的 40 项标准整合为六大体系，以系统化方式推进，高度集成，力求从整体上重新定义新一代人居产品的新内涵。国际化是指华发多年来一直与国际知名机构及团队合作，包括 WATG、HOK、BENOY、新加坡刘太格团队等建筑规划设计、室内及园林景观设计公司，建立最先进的国际住区设计标准，以全面创新绿色建筑理念，确保华发打造的每个社区都能做到尊重自然、保护生态，实现更高水准的自然人居文明。平台化是指华发优+生活体系新一代产品构建了一个平台，可以根据每个具体项目的特点实现针对性地落地实施。这个平台还预留了可以对接未来的接口，它会随着时代的进步而更新换代、与时俱进。比如华发会展中心会展区域里，有会展、有酒店，也有剧院，整个服务体系打造了全珠海最大的城市综合体。从华发幼稚园到华发小学、初中，到高中，这些不但在珠海深根，在异地也蓬勃发展，华发希望把这种生活理念带去其他区域。

华发在上海开发的“静安府”、“上海公馆”、“华发四季”等项目的产品品质也是赢得了很好的口碑，同样也可以看出华发的拿地眼光及开发能力。

华发的产品力具备比较优势的另外一个特征就是经常与大型品牌开发商特别是善于开发中高端产品的开发商合作拿地共同开发。2019 年，华发会延续 2018 年以来较快的项目获取节奏，加大合作拿地开发的力度，除了开发商品牌，还会综合考虑自身资金情况、城市布局，还有毛利率不低于 25%、一定周转速度要求等。

表 6：华发与品牌开发商的典型合作项目

项目名称	合作方	华发权益比	占地面积	计容建面	楼面价	备注
深圳光明区住宅项目	金融街	50%	2.4 万方	10.9 万方	26000	2019.1
清远鹏瑞华发四季尚璟	鹏瑞集团	50%	3.6 万方	11.8 万方	5932	2018.9
大连甘井子区地块项目	万科	50%	12.6 万方	18.9 万方	13700	2018.6
南京江宁天印大道住宅项目	万科、金地、仁恒	24%	15.3 万方	39.2 万方	14600	2018.6
南京栖霞区项目	华润	49%	4.8 万方	22.0 万方	9083	2017.7
苏州泰禾华发姑苏院子	泰禾	49%	8.5 万方	13.5 万方	22500	2016.4
上海闸北静安府项目	华润	50%	8.7 万方	23.1 万方	38000	2015.3

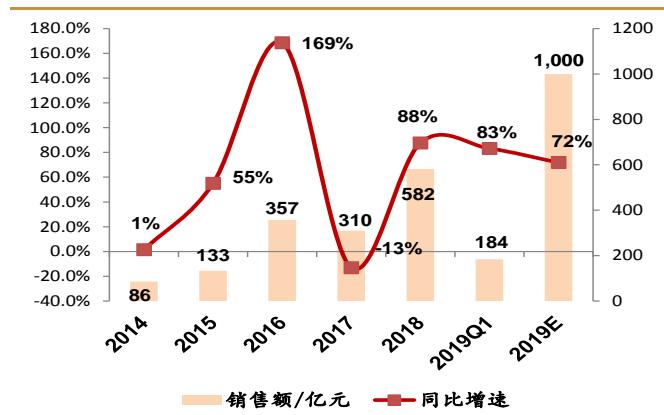
数据来源：公司公告、西南证券整理（鹏瑞集团即深圳湾 1 号的开发商）

4.2 千亿销售可期

从 2018 年克而瑞房企销售数据排行榜来看，华发股份全口径销售位居行业第 47 位，2019 年前 4 月从实际操盘项目实现的销售金额来看，华发的名次提升到第 36 位，与公司历史上最好成绩（2016 年的 34 位）较为接近。随着 2019-2020 年公司销售的持续放量，公司很可能跻身行业 TOP30。

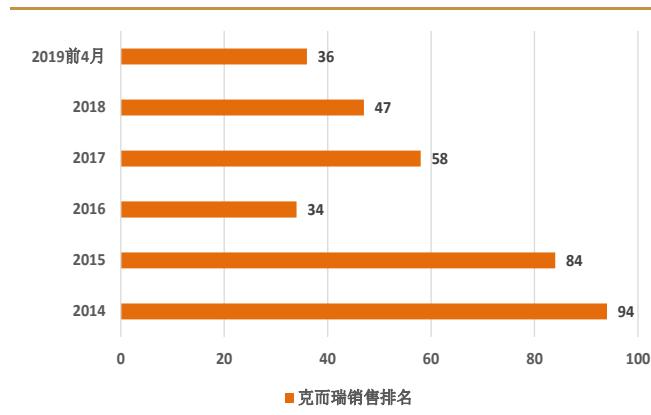
从过去几年的销售情况来看，华发股份在 2017 年销售增速为负增长（相比 2016 年减少 13.2%），主因 2016 年销售基数太高、调控政策趋严（从 2016Q4 开始）、2016 年新增拿地相对不足（比如 2016 年与泰禾合作拿地的项目在 2017 年无法推售）所致。

图 13：华发历年销售金额及增速表现



数据来源：公司公告，西南证券整理

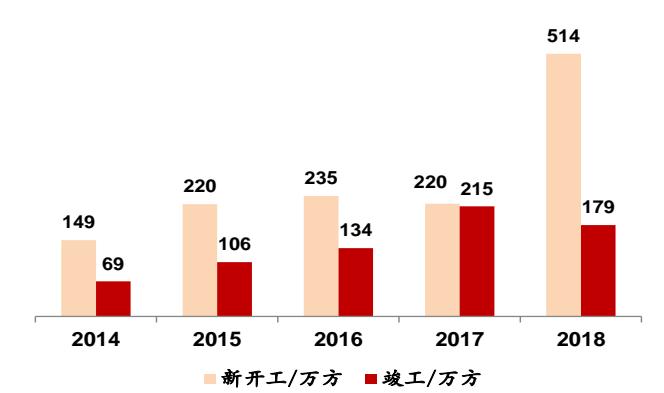
图 14：华发在克而瑞销售榜单的名次



数据来源：公司公告，西南证券整理（2019 年前 4 月为操盘销售口径）

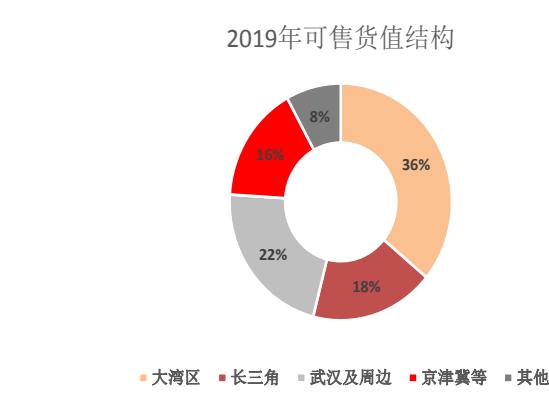
从 2014-2018 年，也就是华发采取的“一二线重点突破”战略落地以来，华发的销售年均增速高达 61.4%。2019 年，公司在珠海、中山、佛山、广州、武汉、上海、嘉兴、温州、苏州、南京、大连、沈阳、天津、江门等城市均有货值推售，我们预计新推货值约 1400 亿，再加上 2018 年末公司可售未售（已获取预售证项目）的货值约 200 亿，公司在 2019 年可售资源约 1600 亿，按 60% 的去化率估算公司完成 1000 亿销售的可能性较大。

图 15：新开工大幅增长带来丰富可售资源



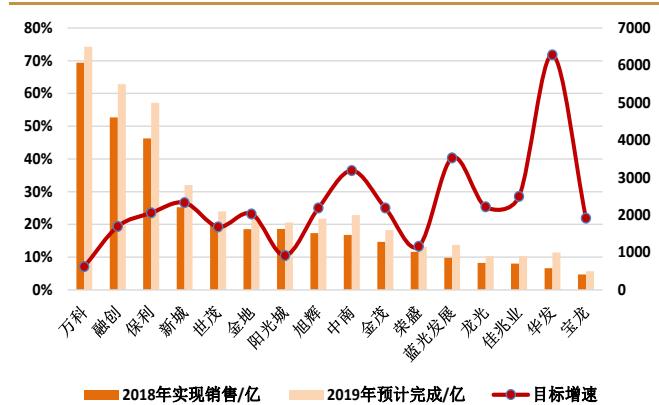
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司 2019 可售资源分布结构

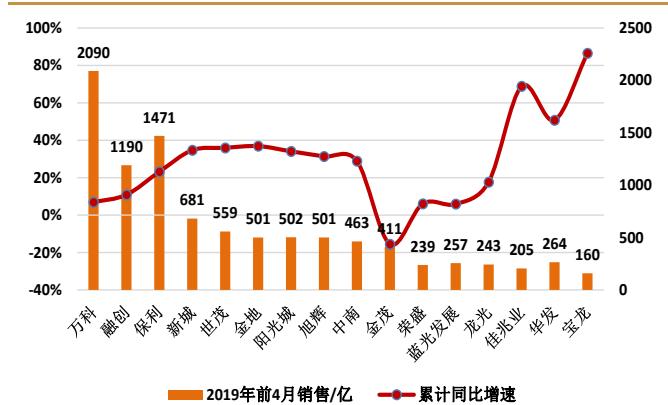


数据来源：公司公告，西南证券整理

横向比较来看，华发股份在 2019 年的销售增速可能是二线地产里面较高的。在今年年报窗口期，大部分公司调低了年度销售目标的增长速度，部分公司也并未向外给出明确的销售目标。根据我们的调研交流和合理性推测，融创、保利、金地、旭辉、中南、蓝光、金茂、龙光、佳兆业、华发、宝龙等公司的销售存在较大可能超预期。即便在这些公司里面，单纯从增速上看，华发也是明显领先的。从 2019 年前四月实现的销售情况来看，华发、佳兆业和宝龙地产的增速在 50% 以上。

图 17：从 2019 年销售目标看华发增速领先


数据来源：Wind、公司公告、西南证券整理

图 18：2019 年前四月销售同比增速对比


数据来源：Wind、公司公告、西南证券整理

5 融资成本控制得力、净负债率或趋势性下行

房地产属于资金密集型行业，房企购地和跨周期跨区域增长的门槛与日俱增，在确保现金流整体安全的前提下房地产企业在发展的过程中尽量融到更多的资金去投入到拿地开发环节是毫无争议的做法。具体无非就是“定增、表内举债融资、购房尾款/供应链应收款/ABS/ABN 等融资、地产表外非标融资、内部管理层项目跟投、外部房企合作开发”等股权债权或表内外的方式。作为快速发展的地方国资背景房企代表，华发充分把握了融资的重要战略窗口期，利用了上市公司及国资背景的优势，在扩张财务杠杆的同时保持资金成本在合理水平。华发股份在 2015 年成功发行股份 3.52 亿股，募集配套资金 43.12 亿。借助于资本结构的改善，公司在 2016-2018 年通过公司债、中票等发行工作提升了有息负债的整体规模，但同时也显著改善了公司整体的融资成本。

表 7：华发股份近三年主要发行的公司债及中票情况

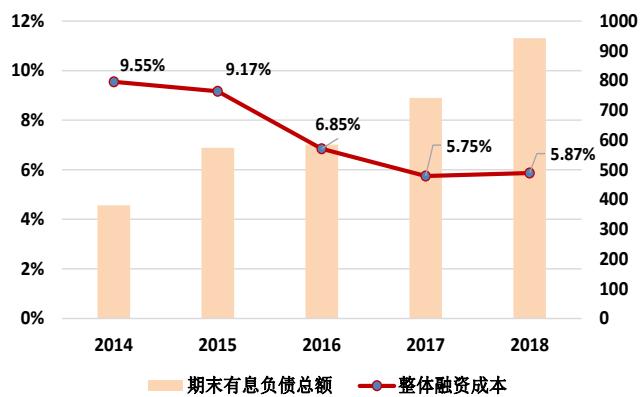
	简称	发行日	到期日	债券余额	利率
公司债	15 华发 01	2015 年 11 月 26 日	2020 年 11 月 26 日	29.46 亿	5.5%
公司债	16 华发 01	2016 年 3 月 2 日	2021 年 3 月 3 日	5 亿	5.8%
公司债	16 华发 02	2016 年 3 月 2 日	2019 年 3 月 3 日	15 亿	6.7%
公司债	16 华发 03	2016 年 3 月 21 日	2021 年 3 月 21 日	15 亿	5.7%
公司债	16 华发 04	2016 年 3 月 21 日	2019 年 3 月 21 日	14.75 亿	6.7%
公司债	16 华发 05	2016 年 9 月 9 日	2021 年 9 月 12 日	20 亿	3.85%
中期票据	17 年华发 MTN001	2017 年 6 月 20 日	2022 年 6 月 20 日	10 亿	5.27%
中期票据	17 年华发 MTN002	2017 年 7 月 25 日	2022 年 7 月 25 日	10 亿	5.28%
中期票据	17 年华发 MTN003	2017 年 9 月 26 日	2022 年 9 月 26 日	20 亿	5.37%
公司债	18 华发 01	2018 年 3 月 14 日	2021 年 3 月 14 日	25 亿	6.49%
中期票据	18 年华发 MTN001	2018 年 10 月 26 日	2021 年 10 月 27 日	10 亿	4.88%
中期票据	18 华发实业 MTN002	2018 年 12 月 25 日	2021 年 12 月 26 日	15 亿	6.00%
公司债	18 华发 03	2018 年 12 月 10 日	2021 年 12 月 10 日	15 亿	5.5%

数据来源：公司公告，西南证券整理

曾经在 2014 年，华发的信托融资成本一度高达 15%，全年整体融资成本为 9.55%，在 2017 年和 2018 年，这一数字被降低并稳定在 6% 以下的水平。即便是与同行相似规模的房企进行比较，华发的融资成本相比其融资规模和权益销售规模也是明显占优的。

从负债结构上看，公司在 2014 年的有息负债主要是银行贷款和信托，而且信托规模超过银行贷款（占比仅 32.3%），有息负债 380.43 亿中短期借款和一年内到期的负债为 187.58 亿，占比 49.3%，长期贷款占比 50.7%。

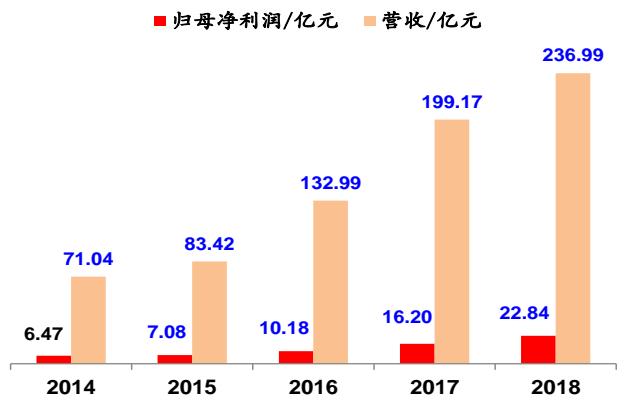
2018 年公司的有息负债主要包括银行贷款、股东借款、公司债、中票、ABS 等，有息负债 942.78 亿中短期借款和一年内到期的负债为 380.51 亿，占比 40.4%，其他流动负债（购房尾款 ABS）59.5 亿，占比 6.3%，长期借款及应付债券 502.78 亿，占比 53.3%，负债结构相比 2014 年有明显的优化。

图 19：公司在有息负债增长同时融资成本控制得力（亿元）


数据来源: Wind、公司公告、西南证券整理

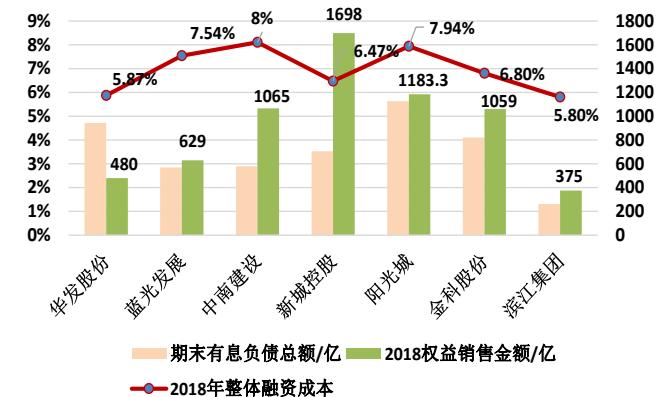
从国资委考核的角度，华发股份需要控制公司总体资产负债率不超过 85%，这一数字在过去三年分别为 79.6%、82.9% 和 82.3%，在 2019Q1 末这一数字为 82.7%，离资产负债率红线已经十分接近了。再从总体负债规模的角度来看，2019 年一季度末公司整体有息负债（含永续债）达到 1037.2 亿，银行授信额度使用比例达到 48.6%（截止 2018 年末未使用授信额度为 627.8 亿），直接增加有息负债的空间其实并不大，也很难持续。那么想法设法增大净资产则是可持续发展的必要条件，这也是量变发展到质变的必然结果。

由于资本市场股权融资的受限，短期内华发很难通过类似于 2015 年定增的方式改善资产负债率，而通过公允价值计量的方式条件并不充分（公司投资性房地产只有位于珠海大道的华发商都，2018 年公允价值增加 0.08 亿，年度租金收入 2.33 亿，期末公允价值 23.8 亿，公司并没有大量在建的投资性房地产项目），增加永续债（2018 年首次发行 30.98 亿永续债）的空间也相对有限，那么加快项目销售和结算，基本是华发增加净资产的唯一选择。我们预计在未来两年内，公司的净资产有望增加到 500 亿（相比 2018 年末增长 55.4%），总资产在 3000 亿，资产负债率维持在 83% 左右，净负债率从 2018 年末的 215% 降低到 180% 以内。

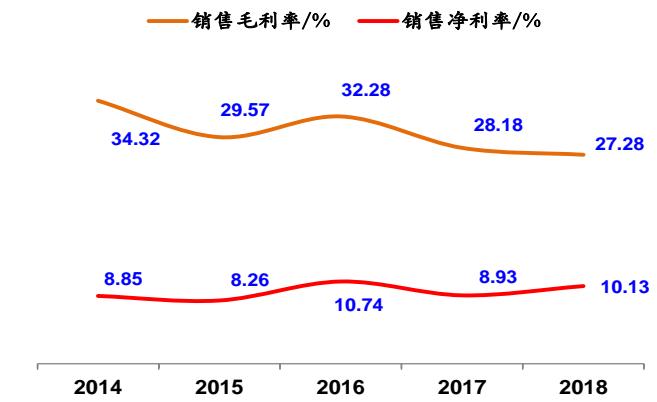
图 21：过去三年公司营收及利润大幅增长


数据来源: Wind、公司公告、西南证券整理

从公司基本面的变化逻辑来看，2013 年公司确立“产品领先，一二线率先突破”发展战略之后，公司积极地补充了一二线重点城市包括“珠海、上海、武汉、广州、苏州、南京、无锡、大连、青岛”的土地储备，也已实质性进入“北京、深圳”等城市，形成了“4+X”

图 20：与优质成长型民营房企相比华发的融资成本具备优势


数据来源: Wind、公司公告、西南证券整理

图 21：过去三年公司营收及利润大幅增长
图 22：过去五年公司销售净利率稳中有升


数据来源: Wind、公司公告、西南证券整理

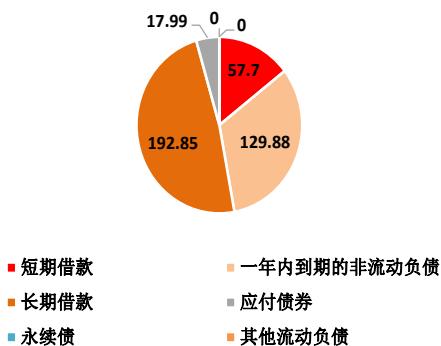
的城市布局，之后一方面继续深耕目前的四大城市群，另一方面也可以南宁为基础向川渝或北部湾城市群延伸发展，解决了“去哪儿的问题”；产品领先解决了“公司在具体城市具体打法”的问题，公司在珠海、上海、武汉等地改善型住宅产品的品质和口碑得到广泛的认可；公司在珠海的商业地产、大型综合体项目的开发、城市更新及旧改、园区土地储备整理及开发等经验极大地提升了华发驾驭不同地块的能力，从而能与龙头品牌房企（万科、华润、碧桂园、金融街、金地、仁恒、泰禾等）合作开发，解决了“持续获取优质地块项目”的问题。

近两年华发股份广发推崇的“3-6-9”周转模式（3个月内动工、6个月内开盘、9个月内现金回笼）在项目上执行的比例已经超过了40%，解决了“项目开发资金快速周转”的问题；2015年7月10日，公司董事会首次审议通过了限制性股票激励计划，2017年2月13日向160名激励对象授予779.5万股限制性股票，中证登上海分公司已于2017年3月24日完成了激励计划股份授予的审核与登记工作（除去公司回购注销之后最终是1332.9万股，回购价格4.22元每股），2019年4月26日第一期激励计划解锁（333.2万股，在2019年5月7日上市流通），此外项目跟投制度在2017年就开始实施，一定程度上解决了“管理层对业绩和股价诉求的问题”。

如上所述，在“城市布局”、“产品打法”、“持续拿地”、“快速周转”和“股价诉求”五大核心问题解决后，公司储备资源的变现和股权价值的实现是可预期的。实际上，在过去三年公司的营收和业绩规模已经开始大幅增长，但从净利率和毛利率变化趋势来看，公司净利率依然在10%左右，与华发擅长运作高品质项目的能力并不相匹配。我们预计公司在结算规模快速增长之后，业绩的增长更多将来自于净负债率降低对净利率的改善。

图 23：2014 年公司负债结构

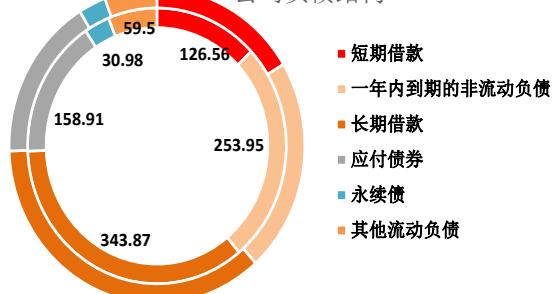
2014年公司负债结构



数据来源：Wind、公司公告、西南证券整理

图 24：2018 年与 2019Q1 公司负债结构

2018年末（内圈）和2019年一季度末（外圈）
公司负债结构

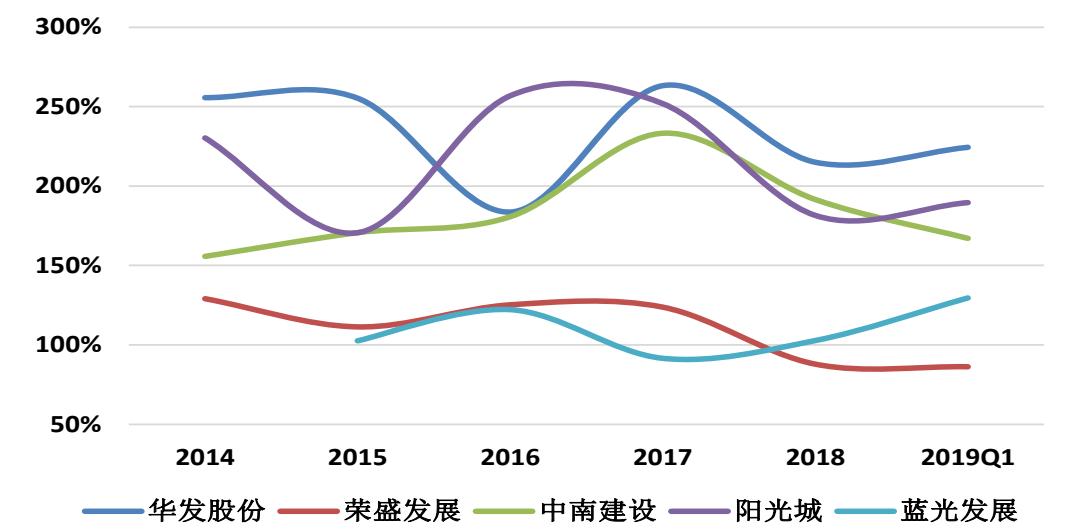


数据来源：Wind、公司公告、西南证券整理

值得说明的是，上述两图中的其他流动负债主要是2018年新增的购房尾款资产证券化融资余额，按照当前的会计准则，并不纳入净负债率的计算。通过ABS募集来的资金原本属于有息的金融负债，本质上与银行贷款无异。但出于改善报表的需求，自2018年以来，购房尾款ABS出现了一种新的交易模式，即房企先向保理公司转让购房尾款债权，再由保理公司作为原始权益人发行购房尾款ABS。在这种模式下，房企会计的处理出现了细微的变化，从此前负债端的其他应付款科目转移到预收账款或合同负债科目（之前房地产销售合同收取的预收含税房款计入预收账款，自2018年1月1日起不含税预收房款进入合同负债，税款计入其他流动负债），使得有息金融负债变成了无息的经营性负债。

针对永续债，如果当权益考虑，华发在 2018 年末和 2019 年一季度末的净负债率分别为 215.0% 和 224.4%（永续债算负债的话这一数字分别为 248.5% 和 257.3%），横向来比依然属于净负债率高企的房企，在高成长公司里面依然位于较高水平。

图 25：公司与部分 A 股房企净负债率对比



数据来源：Wind, 西南证券整理（蓝光发展 2014 年数据缺）

通过分析公司在 2018 年的经营性现金流，公司尚存在融资缺口 150 亿（但相比 2017 年的 226 亿大幅减少了 33.6%）。随着未来两年销售回款的大幅增长以及净资产的持续增加，即便在保持一定增速的拿地背景下，公司的融资缺口也有望持续降低，到 2020 年有望实现净融资规模的降低。此后公司净负债率改善的空间也会被明显打开。公司过去依靠财务杠杆补充一二线库存增加总体土地储备货值的时代已经过去，由于周转速度的加快，我们估计在未来三年公司每年末的土地储备货值并不会大幅增长，但销售额很可能在 2019 年突破 1000 亿，在 2021 年突破 1500 亿，而与此同时，公司的负债率和毛利率会经历一个改善的过程，伴随着这样一个过程，保守估计公司的净利率还有 3 个点的提升空间。

表 8：华发未来两年经营性现金流大致估计（亿元）

年份	拿地支出	建安工程支出	利息支出	税费支出	营销及管理支出	其他支出	销售回款	融资缺口
2018 年	194	130	50	43	35	45	347	150
2019 年（估计）	300	150	55	45	40	50	600	40
2020 年（估计）	350	180	60	50	45	55	820	-80

数据来源：公司公告，西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

基于公司最新的发展战略、房地产行业面临的宏观政策环境及房地产开发业务本身的工作规律，我们做出如下关键假设。

假设 1：2019-2021 年公司房地产结算规模与当年竣工面积线性相关，当年合并报表的结算面积相当于当年权益竣工面积的 95%。

假设 2：当年的结算均价与前两年的销售均价有密切关系，2019-2021 年公司房地产结算均价分别为 18000 元每平米、22000 元每平米和 22000 元每平米。

假设 3：考虑到公司自 2016 年以来平均拿地楼面成本在持续走低，公司净负债率的高位回落，我们假定 2019-2021 年地产结算毛利率分别为 27.5%、28.0% 和 29.0%。

假设 3：其他业务（主要是与房产开发相关的装修、代理、设计、广告、工程管理、物业相关服务、房屋租赁收入以及体育健身等收入）合同订单每年有 15% 的增速，毛利率维持不变。

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
房地产销售	收入	22,661.1	32,564.0	43,961.4	53,501.0
	增速	19.2%	43.7%	35.0%	21.7%
	成本	16,326.8	23,608.9	31,652.2	37,985.7
	毛利率	28.0%	27.5%	28.0%	29.0%
其他业务	收入	1,037.9	1,193.5	1,372.6	1,578.4
	增速	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	907.9	1,044.3	1,201.0	1,381.1
	毛利率	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
合计	收入	23,698.9	33,757.5	45,333.9	55,079.4
	增速	19.0%	42.4%	34.3%	21.5%
	成本	17,234.7	24,653.2	32,853.2	39,366.8
	毛利率	27.3%	27.0%	27.5%	28.5%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 337.6、453.3 和 550.8 亿元，归母净利润分别为 33.1、46.5 和 62.0 亿元，EPS 分别为 1.56、2.19 和 2.93 元，对应 PE 分别为 4.9、3.5 和 2.6 倍。

6.2 绝对估值

我们采取 NAV 估值法对公司的绝对股权价值进行分析。关键假设如下：

- 1) 综合考虑股权资本成本、债务资本成本和资本结构后，WACC 按 8.68%；
- 2) 不考虑不并表的合营、联营项目；
- 3) 在上年末土地储备和施工面积的基础上乘以一个修正系数，以便可以反映已竣工未结算部分的价值；
- 4) 土储的变现单价保守按 20,000 元每平米估算（公司在过去三年的销售单价分别为 21305 元每平米、23189 元每平米和 29866 元每平米）；
- 5) 截止到 2018 年末公司的土储均能在未来五年内顺利出售变现，比例分别为 15%、20%、25%、20% 和 20%。

表 10：公司 NAV 测算

估值假设	数值	单位
DATE (最新日期)	2019/5/20	
YEAR (最新年报)	2018/12/31	
The latest quarter	2019/12/31	
WACC	8.68%	
出售类项目增值	239.28	亿元
持有类物业增值	0.00	亿元
总股本	21.18	亿股
每股增值	11.30	元
账面每股净资产	7.29	元
每股 NAV	18.59	元
股价	7.66	元
折让比率	58.8%	

数据来源：Wind, 西南证券

经过测算，公司每股 NAV 为 18.59 元，当前股价相比折让 58.8%。

6.3 相对估值

我们选取了行业中与华发股份体量较为相近的八家公司，包括 A 股的荣盛发展、中南建设、阳光城和蓝光发展，H 股的时代中国、合景泰富、中国奥园和佳兆业。A 股的四家公司从估值水平上高于 H 股但差距也并不显著，2019 年八家公司的平均 PE 为 5.3 倍，2020 年平均 PE 为 3.9 倍，均高于华发股份的 4.9 倍和 3.5 倍。华发股份最大的看点有几个：1) 2019 年业绩和销售均具有很大增长，销售增速较大可能性在 70% 以上；2) 华发在 2018 年的销售均价为 29866 元每平米，高单价尚未在业绩中充分体现，高品质项目开发能力及持续获取优质地块的能力也并未在估值中体现优势；3) 华发的负债率改善空间大，会先后进入释放

业绩增加净资产、净负债率走低提升净利率两个阶段；4) 公司作为珠海国资龙头房企，资金成本优势明显，现金流安全稳定，而且在全国城市群布局合理，后发优势较大。

结合对标公司的估值水平和目前华发股份的发展趋势，并考虑到华发作为国资背景的房企信用优势突出、资金成本明显更低，理应享受更高估值，我们给予公司 2019 年 7 倍 PE，对应市值 231.4 亿元，对应目标价 10.93 元。我们看好公司从当前 TOP50 迈入未来 TOP30 甚至 TOP20 的发展趋势，后续持续上涨空间大，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
000961.SZ	中南建设	8.29	0.59	1.14	1.93	2.41	14.1	7.3	4.3	3.4
000671.SZ	阳光城	6.52	0.75	1.02	1.28	1.74	8.7	6.4	5.1	3.7
600466.SH	蓝光发展	6.13	0.75	1.16	1.80	2.30	8.2	5.3	3.4	2.7
002146.SZ	荣盛发展	9.34	1.74	2.17	2.63	3.18	5.4	4.3	3.6	2.9
1233.HK	时代中国	11.12	2.40	2.53	3.19	3.83	4.6	4.4	3.5	2.9
1813.HK	合景泰富	6.92	1.27	1.63	1.96	2.19	5.4	4.2	3.5	3.2
3883.HK	中国奥园	7.59	0.90	1.47	1.99	2.20	8.4	5.2	3.8	3.5
1638.HK	佳兆业	2.80	0.45	0.56	0.65	0.72	6.2	5.0	4.3	3.9
平均值							7.6	5.3	3.9	3.3

数据来源：Wind，西南证券整理

7 风险提示

宏观调控风险、区域政策风险、项目合作风险、销售回款风险等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23698.93	33757.50	45333.92	55079.42	净利润	2401.79	3475.95	4887.06	6516.30
营业成本	17234.68	24653.22	32853.17	39366.83	折旧与摊销	86.69	72.23	72.23	72.23
营业税金及附加	1977.70	2700.60	3536.05	4186.04	财务费用	231.29	393.83	416.37	420.20
销售费用	915.93	1215.27	1632.02	1982.86	资产减值损失	12.11	20.00	30.00	60.00
管理费用	866.96	1012.72	1360.02	1641.37	经营营运资本变动	-12167.19	-7200.39	-5379.59	-1232.38
财务费用	231.29	393.83	416.37	420.20	其他	25434.06	-786.54	-889.59	-1007.96
资产减值损失	12.11	20.00	30.00	60.00	经营活动现金流净额	15998.75	-4024.92	-863.52	4828.40
投资收益	626.57	760.00	850.00	940.00	资本支出	-150.08	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	8.39	8.38	8.26	8.32	其他	-30879.18	-1591.12	-1701.29	-1711.26
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31029.26	-1591.12	-1701.29	-1711.26
营业利润	3097.33	4530.24	6364.55	8370.44	短期借款	3619.44	-2895.33	4836.77	603.17
其他非经营损益	-12.06	-16.03	-17.71	-16.21	长期借款	-6298.97	5000.00	2000.00	0.00
利润总额	3085.27	4514.22	6346.83	8354.23	股权融资	-1680.96	0.00	0.00	0.00
所得税	683.47	1038.27	1459.77	1837.93	支付股利	-635.49	-456.87	-661.20	-929.62
净利润	2401.79	3475.95	4887.06	6516.30	其他	27654.62	20.36	1598.63	1594.80
少数股东损益	117.43	169.95	238.94	318.59	筹资活动现金流净额	22658.63	1668.16	7774.20	1268.34
归属母公司股东净利润	2284.36	3306.00	4648.12	6197.71	现金流量净额	7635.34	-3947.88	5209.39	4385.47
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	19138.76	15190.87	20400.26	24785.74	成长能力				
应收和预付款项	8303.24	10830.39	14572.70	17892.50	销售收入增长率	18.99%	42.44%	34.29%	21.50%
存货	128416.46	172569.18	213543.59	248008.66	营业利润增长率	21.82%	46.26%	40.49%	31.52%
其他流动资产	13647.74	19440.27	26106.91	31719.14	净利润增长率	35.11%	44.72%	40.60%	33.34%
长期股权投资	6456.36	8256.36	10256.36	12356.36	EBITDA 增长率	27.34%	46.29%	37.16%	29.33%
投资性房地产	2376.55	2386.06	2395.60	2405.18	获利能力				
固定资产和在建工程	704.84	662.31	619.77	577.24	毛利率	27.28%	26.97%	27.53%	28.53%
无形资产和开发支出	137.21	121.57	105.94	90.30	三费率	8.50%	7.77%	7.52%	7.34%
其他非流动资产	3027.93	3563.87	4099.81	4635.74	净利率	10.13%	10.30%	10.78%	11.83%
资产总计	182209.09	233020.87	292100.94	342470.87	ROE	7.46%	10.86%	13.49%	15.59%
短期借款	12655.63	9760.30	14597.07	15200.24	ROA	1.32%	1.49%	1.67%	1.90%
应付和预收款项	44700.16	82712.40	120688.34	156477.55	ROIC	2.78%	3.57%	4.45%	5.47%
长期借款	34386.57	39386.57	41386.57	41386.57	EBITDA/销售收入	14.41%	14.80%	15.12%	16.09%
其他负债	58282.83	69164.50	79205.99	87596.87	营运能力				
负债合计	150025.19	201023.77	255877.97	300661.23	总资产周转率	0.15	0.16	0.17	0.17
股本	2117.95	2117.95	2117.95	2117.95	固定资产周转率	36.12	50.01	71.67	93.36
资本公积	1463.59	1463.59	1463.59	1463.59	应收账款周转率	1862.04	2099.60	2038.82	1942.01
留存收益	8143.37	10992.49	14979.42	20247.50	存货周转率	0.15	0.16	0.17	0.17
归属母公司股东权益	14873.04	14516.30	18503.23	23771.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	146.61%	—	—	—
少数股东权益	17310.86	17480.80	17719.74	18038.33	资本结构				
股东权益合计	32183.90	31997.10	36222.97	41809.64	资产负债率	82.34%	86.27%	87.60%	87.79%
负债和股东权益合计	182209.09	233020.87	292100.94	342470.87	带息债务/总负债	41.95%	32.35%	28.09%	24.11%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	1.70	1.50	1.38	1.33
EBITDA	3415.31	4996.30	6853.15	8862.88	速动比率	0.41	0.31	0.31	0.31
PE	7.10	4.91	3.49	2.62	股利支付率	27.82%	13.82%	14.23%	15.00%
PB	1.09	1.12	0.88	0.68	每股指标				
PS	0.68	0.48	0.36	0.29	每股收益	1.08	1.56	2.19	2.93
EV/EBITDA	22.08	16.91	12.77	9.61	每股净资产	7.02	6.85	8.74	11.23
股息率	3.92%	2.82%	4.08%	5.73%	每股经营现金	7.55	-1.90	-0.41	2.28
					每股股利	0.30	0.22	0.31	0.44

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyao Yao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn