

推荐 (维持)

华发股份 (600325) 研究报告

风险评级: 中风险

珠海龙头迈向全国 提速发展值得期待

2019年7月18日

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

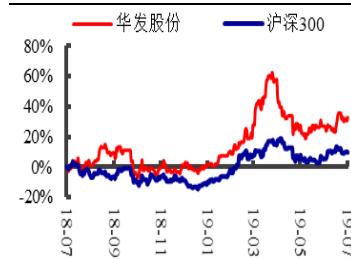
电话: 0769-23320072

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2019年7月17日

收盘价(元)	8.18
总市值(亿元)	173.22
总股本(亿股)	2,117.65
流通股本(亿股)	2,107.61
ROE (TTM)	14.64%
12月最高价(元)	10.60
12月最低价(元)	5.74

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **公司简介:** 公司投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区, 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。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。
- **销售规模增长明显 行业排名持续提升。** 2013年实现销售额仅84亿, 到2017年达到310.17亿; 2013年销售面积63.24万平米, 2017年销售面积达133.76万平米, 四年复合增长率分别为38.6%和20.6%。2018年销售金额达582亿, 增长87.64%, 销售面积194.87万平米, 增长45.69%。同时2018年新开工面积为销售的2.63倍, 大增132.97%, 期末在建1004.23万平米, 同比增长40.38%。2019年整体可售充足, 全年销售实现高增长预期强烈。
- **成长性理想 业绩保障度高。** 公司近年营收及归属净利也录得持续较快的增长。营收5年复合增长达34.37%; 归属净利复合增长达24.3%。2018年实现营收236.99亿, 增长18.80%; 归属净利22.84亿, 增长41.88%, 业绩增长超四成, 令人满意。截止2019年一季末, 账上预收420.19亿, 为2018年营业收入的1.77倍, 全年业绩保障度高。
- **开发速度大幅提升 全国布局持续深化。** 公司在深耕珠海市场的基础上, 成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。截至2018年年末, 公司拥有土地储备计容建筑面积750.04万平方米, 在建面积1004.23万平方米, 同比增长40.38%。
- **估值便宜 投资价值凸显。** 公司2018年度实现归属净利润22.84亿, 同比增长41.88%; 基本每股收益1.08元, 结算业绩大幅增长。由于公司可售资源充足, 预计公司2019年能维持较理想的销售增长, 同时已售未结资源丰富, 业绩保障度极高。我们预测公司2019年及2020年每股收益分别为1.4元和1.8元, 对应当前股价PE分别为6倍和4.5倍, 估值便宜。假设公司19年每股分红0.35元(25%分红率), 对应当前股价股息率近4%。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。维持公司“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)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	23,698.93	30,690.11	39,590.24	46,716.49
增长率(%)	18.80	29.50	29.00	18.00
归属净利润(百万)	2,284.36	2,957.33	3,819.93	4,408.41
增长率(%)	40.98	29.46	29.17	15.41
毛利率(%)	27.28	28.00	28.30	28.30
净利率(%)	9.64	9.64	9.65	9.44
ROE(%)	22.81	20.08	20.12	20.25
每股收益(元)	1.08	1.40	1.80	2.08

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. 销售规模增长明显 行业排名持续提升	3
3. 成长性理想 业绩保障度高	5
4. 开发速度大幅提升 全国布局持续深化	7
5. 融资渠道畅通 竞争优势凸出	8
6. 估值便宜 投资价值凸显	9
7. 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: 公司销售金额增长情况	4
图 3: 公司毛利率及净利率变化	4
图 4: 公司三费率变化情况	4
图 5: 公司营业收入增长情况	5
图 6: 公司归属净利润增长情况	5
图 7: 公司销售区域占比情况	6
图 8: 预收账款占当期营收比例变化	6
图 9: 销售商品和劳务收到现金/营业收入	6
图 10: 公司土储区域分布比例	7
图 11: 公司各区域土储建面（万平米）	7
图 12: 公司新开工面积及同比增长	8
图 13: 公司整体负债水平变化	9
图 14: 公司近年股利支付率情况	10

表格目录

表 1: 公司盈利预测简表（2019/7/17）	11
--------------------------	----

1. 公司简介

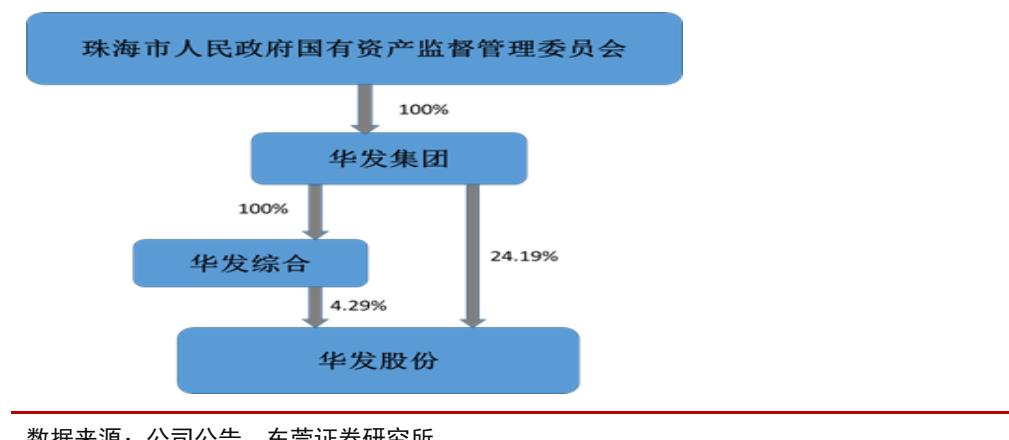
珠海华发实业股份有限公司（以下简称华发股份）成立于 1992 年 8 月，其前身始创于 1980 年，1994 年取得国家一级房地产开发资质，2004 年成为房地产上市公司。

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，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。公司投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，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。其中珠海仍为公司战略大本营，北京、上海、广州、武汉、苏州、南京、大连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 2018 年年末，公司总资产为 1822 亿，归属净资产为 148 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，同时布局的区域当地楼市前景理想，公司持续较快发展值得期待。

图1：公司大股东持股情况

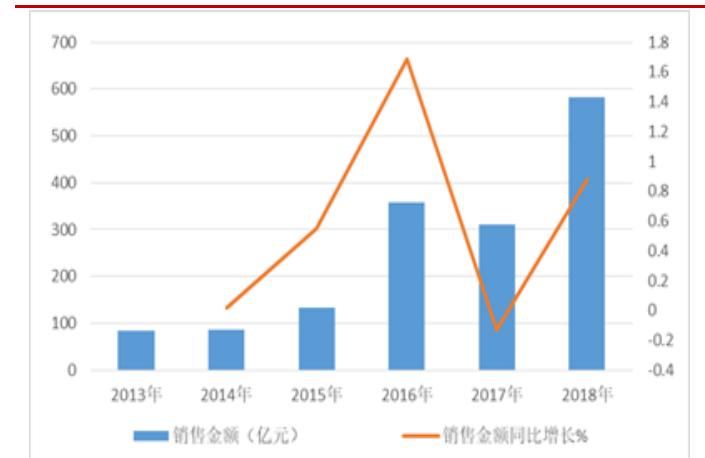


2. 销售规模增长明显 行业排名持续提升

公司近几年整体销售体量呈现持续较快的增长，成长性良好。2013 年全年公司实现合同销售金额仅 84 亿元，到 2017 年达到 310.17 亿元；销售面积方面，2013 年公司销售面积为 63.24 万平方米，2017 年实现销售面积达 133.76 万平米，四年复合增长率分别为 38.6% 和 20.6%。2018 年公司销售金额达 582 亿元，同比增长 87.64%，销售面积 194.87

万平方米，同比增长 45.69%，销售获得大幅增长，再上一台阶。2019 年一季度，公司实现销售面积 75.4 万平米，销售金额 183.6 亿；而根据克尔瑞研究统计，华发股份 2019 年上半年全口径销售金额为 436.7 亿，已达 2018 年全年销售的 75%；同时，公司 2018 年新开工面积达 513.64 万平米，为 2018 年销售的 2.63 倍，同比大增 132.97%，期末在建面积达 1004.23 万平米，同比增长 40.38%。2019 年整体可售充足，全年销售实现高增长预期强烈。

图2：公司销售金额增长情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

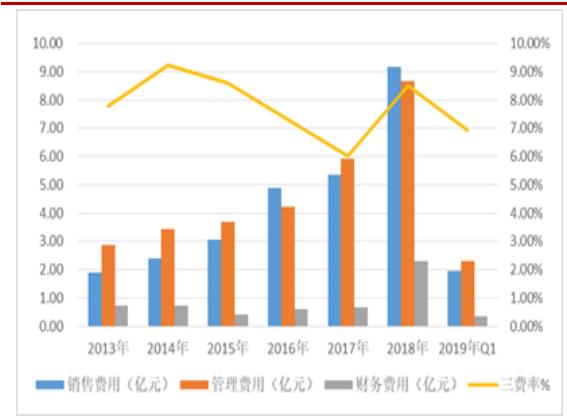
另外，公司历年来销售毛利率维持在相对理想水平，销售净利率也有向上趋势；三费率管控方面也相对良好，整体费用率呈现下降趋势。在行业持续调控下，显示公司相对同行有较突出的运营能力，盈利能力较强。

图3：公司毛利率及净利率变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图4：公司三费率变化情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司近年体量规模也明显增长，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。而根据克尔瑞研究中心统计，2018 年行业销售排名中，华发股份排名第 47 位，上升了 11 位。而随着公司未来销售持续提升，行业排名进一步上升值得期待。

从 2018 年销售区域分布看，公司在保持珠海、上海、武汉等重点城市销售业绩稳步提升的前提下，南京、苏州等新进驻城市也取得了突破。华东区域销售金额 226.78 亿元，占销售总额比 38.96%；珠海区域以 124.40 亿元的销售额紧随其后，占总销售金额比 21.37%，继续领跑本地市场，进一步巩固“大本营”地位；华南区域（不含珠海，包括广州、中山、南宁）、华中区域销售额都超过 90.22 亿元成为次重点区域；北方区域、山东区域也取得了 49.75 亿元的历史最佳销售业绩。

从销售结构来看，在公司已进入的城市中，一二线及重点城市销售占比已经超过了 60%，远超珠海大本营及三线城市。公司销售呈现区域均衡、多点开花的局面，降低了因单一区域市场销售下滑出现的系统性风险，整体综合实力进一步增强。

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，强者愈强态势凸显。另外公司城市区域布局理想，后续进一步发展壮大可期。

3. 成长性理想 业绩保障度高

公司近年营业收入及归属净利润也录得持续较快的增长。2012 年全年公司实现营业收入仅 45.47 亿，2013 年营业收入增长 54.31% 至 70.17 亿元；2014 年、2015 年、2016 年及 2017 年则分别上升至 71.04 亿、83.42 亿、132.99 亿和 199.17 亿，同比增长率分别为 1.24%、17.43%、60.07% 和 49.76%；5 年复合增长率达 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%。

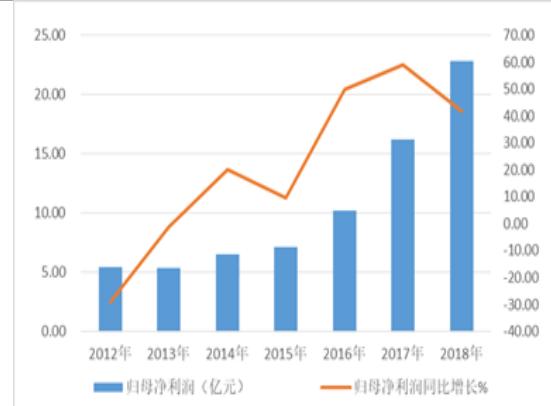
2018 年公司实现营业收入 236.99 亿元，同比增长 18.80%；归属于上市公司股东净利润 22.84 亿元，同比增长 41.88%，业绩增长超四成，令人满意。2018 年度公司的营业收入中，珠海区域占比 35.23%，华南区域（不含珠海）占比 23.71%，华东区域占比 29.32%，北方区域占比 1.06%，山东区域占比 3.52%，华中区域占比 7.16%。另外截止 2019 年一季末，公司账上预收账款 420.19 亿，为 2018 年营业收入的 1.77 倍，全年业绩保障度高。公司业绩保持较快增长，持续为投资者创造价值。

图5：公司营业收入增长情况

图6：公司归属净利润增长情况

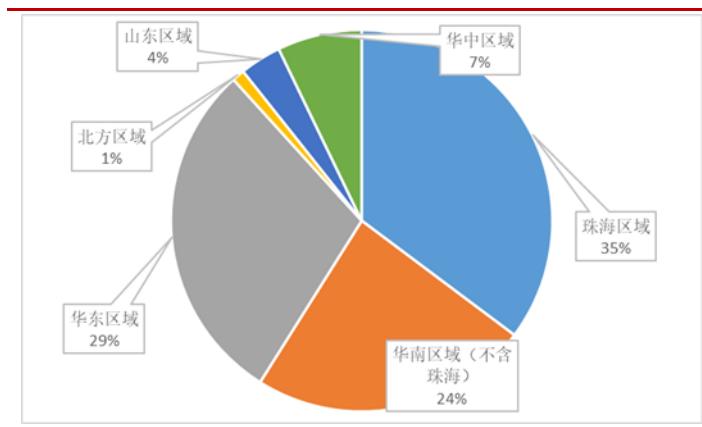


数据来源：公司公告，东莞证券研究所



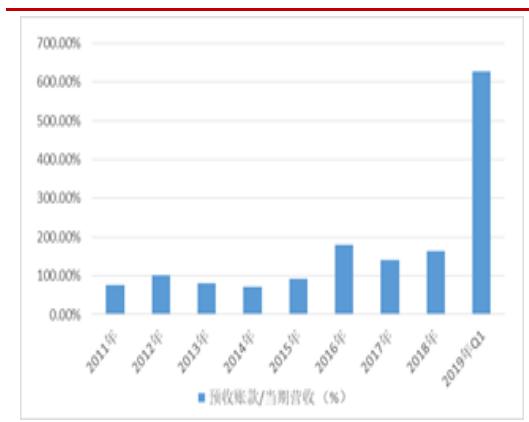
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图7：公司销售区域占比情况



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图8：预收账款占当期营收比例变化



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图9：销售商品和劳务收到现金/营业收入



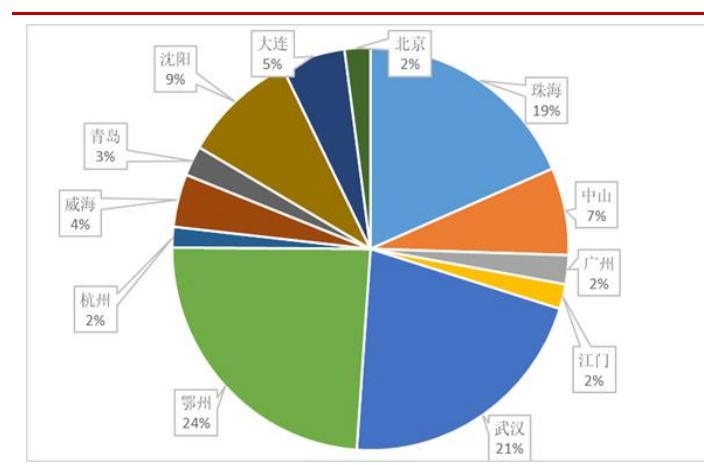
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

4. 开发速度大幅提升 全国布局持续深化

公司深耕珠海数十载，并持续向外拓展。其深入推进“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，投资布局聚焦于粤港澳大湾区、环渤海经济区、长江中下游地区，取得明显成效。公司当前区域布局已拓展至北京、上海、广州、深圳、天津、武汉、南京、杭州、南宁、沈阳、青岛等全国近 30 个主要城市，形成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京公司的“6+1”区域布局。

从土地储备的地理区域分布来看，公司在深耕珠海市场的基础上，成功布局华南、华中、华东、华北等经济较为发达地区的一二线城市及辐射的三四线城市。其中：华中地区、华东地区以武汉、上海、南京、杭州为核心，土地储备占比 46.95%；华南粤港澳大湾区区域以珠海、广州、深圳为核心，土地储备占比 29.81%；华北区域以北京、青岛、威海为核心，土地储备占比 8.75%；其他区域占比 14.49%。公司区域布局进一步优化，土地储备品质优良。土储大部分集中在一二线及强三线城市，同时大湾区城市布局持续深化，盈利前景有保障。

图10：公司土储区域分布比例

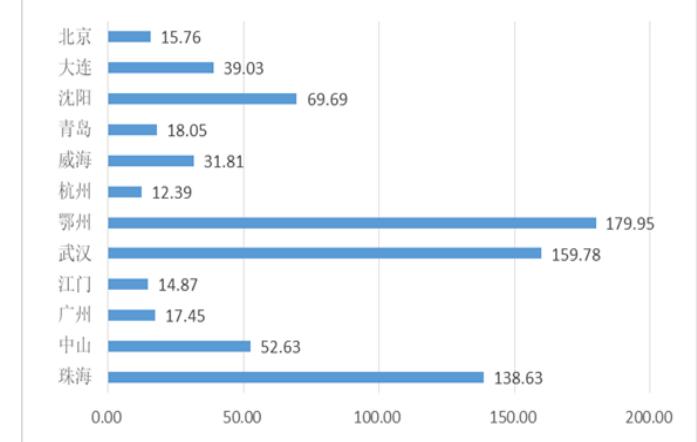


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

截至 2018 年年末，公司拥有土地储备计容建筑面积 750.04 万平方米，在建面积 1004.23 万平方米，同比增长 40.38%。公司近年加快开发进度，在建面积持续提升，为销售的增长奠定基础。但另一方面，公司的土地储备规模增长相对缓慢，后续加大拿地力度补充资源预期较高。

公司当前主要通过公开竞购、合作开发、城市更新等多种方式，增加土地储备；另外集团层面有较丰富的项目开发资源，后续集团内部加大与公司的协同发展，注入资产或合作开发可能性存在。

图11：公司各区域土储建面（万平米）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

公司 2018 年新开工面积达 513.64 万平方米，同比大幅增长 132.97%；竣工面积 178.57 万平方米，这也保障公司可售资源的充足，为销售的提升奠定基础。

图12：公司新开工面积及同比增长



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

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。

5. 融资渠道畅通 竞争优势凸出

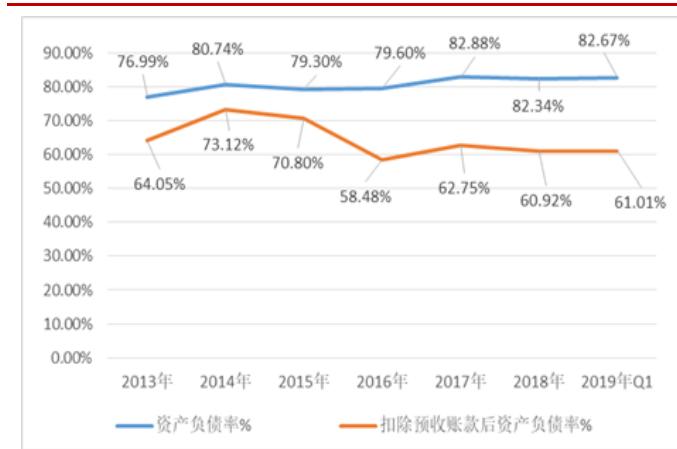
近几年公司适时抓住资本市场上的有利时机，继续加大资本市场的融资力度。在 16 年成功发行三期共计 70 亿元的非公开发行公司债券后（利率最低至 3.85%），17 年公司 50 亿元中期票据在中国银行间市场交易商协会注册通过，并顺利完成三期合计 40 亿元的发行工作，进一步拓宽了公司融资渠道。

2018 年公司圆满完成到期债券回售工作，回售率控制在 2%，上调利率保持较低水平；

成功发行两期私募债，共计募集资金 40 亿元；通过银行间市场交易商协会成功发行中票 10 亿元，申请注册永续中票额度 50 亿元并首期发行 15 亿元，为公司筹集到较低利率水平的发展资金。同时，通过交易所发行购房尾款证券支持计划 9.5 亿元，长租公寓类 REITs、供应链 ABS 融资业务等创新产品业务均已获批，已搭建好多层次、复合型的融资架构，持续推动公司融资结构的优化，为公司筹集发展资金。

截止 2018 年年，公司融资总额为 942.78 亿，整体平均融资成本为 5.87%。整体看，公司融资成本较低，在行业内极具竞争优势。截至 18 年末，公司资产负债率为 82.34%，扣除预收账款后负债率为 60.9%，负债水平相对行业平均偏高，但相较公司前几年，负债率水平呈现下降趋势。期末公司手持货币资金为 191.39 亿，为短期借款及一年内到期长债的 50.3%，短期资金面偏紧。

图13：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

6. 估值便宜 投资价值凸显

公司 2018 年度实现归属净利润 22.84 亿，同比增长 41.88%；基本每股收益 1.08 元，结算业绩大幅增长。由于公司可售资源充足，预计公司 2019 年能维持较理想的销售增长，同时已售未结资源丰富，业绩保障度极高。我们预测公司 2019 年及 2020 年每股收益分别为 1.4 元和 1.8 元，对应当前股价 PE 分别为 6 倍和 4.5 倍，估值便宜。

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 39.22%，分红率较高。但 2018 年公司分红率低于预期，仅为 13.91%，为近 7 年以来的第二低分红率年份。而截至 2019 年一季末，公司每股股份未分配利润为 3.73 元，约为股价的 45%。公司后续股利支付率回升至 25% 以上水平预期高。同时随着业绩增长，整体分红水平将进一步增长。

假设公司 19 年每股分红 0.35 元（25% 分红率），对应当前股价股息率近 4%。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14：公司近年股利支付率情况



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；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。公司通过延伸地产业务产业链，加大与房地产业务相关的产业股权投资，逐步向商业地产、住房租赁、定制装修等领域扩张，形成以住宅开发为主业，商业地产、长租住房、建筑产业化和住宅配套产业同步前行的“1+3”业务发展格局。公司也持续建立健全了长效激励机制，以限制性股票激励计划和项目跟投机制的实施为重点，充分发挥核心人员的积极性和主动性，进一步推动公司发展。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2019年——2020年EPS分别为1.4元和1.8元，对应当前股价PE分别为6倍和4.5倍，估值偏低，维持公司“推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测（截至 2019/7/17）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23698.93	30690.11	39590.24	46716.49
营业总成本	21238.68	27133.85	34822.69	41036.78
营业成本	17234.68	22096.88	28386.20	33495.72
营业税金及附加	1977.70	2608.66	3365.17	3970.90
销售费用	915.93	1074.15	1385.66	1635.08
管理费用	866.96	1074.15	1385.66	1635.08
财务费用	231.29	280.00	300.00	300.00
其他经营收益	634.96	780.00	850.00	900.00
公允价值变动净收益	8.39	0.00	0.00	0.00
投资净收益	626.57	780.00	850.00	900.00
营业利润	3095.21	4336.26	5617.55	6579.71
加营业外收入	23.42	0.00	0.00	0.00
减营业外支出	35.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	3083.15	4336.26	5617.55	6579.71
减所得税	683.47	1084.07	1404.39	1644.93
净利润	2399.68	3252.20	4213.16	4934.78
减少数股东损益	117.43	294.87	393.23	526.38
归母公司所有者的净利润	2284.36	2957.33	3819.93	4408.41
基本每股收益(元)	1.08	1.40	1.80	2.08

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	科创板股票、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