

证券研究报告—动态报告

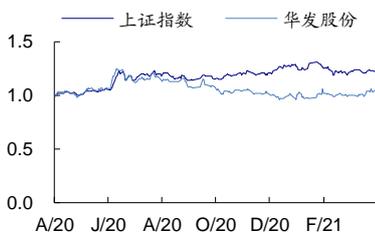
房地产

房地产开发 II

华发股份(600325)
买入
2020 年报点评

(首次覆盖)

2021 年 04 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,117/2,111
总市值/流通(百万元)	13,698/13,657
上证综指/深圳成指	3,441/14,224
12 个月最高/最低(元)	8.32/5.88

相关研究报告:

《华发股份-600325-内生增长强劲，期待“国改”新机遇，维持“买入”评级》——2017-01-23
 《华发股份-600325-财务稳健，业绩锁定性强》——2011-08-28
 《华发股份-600325-资债结构优，业绩稳定增长》——2011-03-11
 《华发股份：全年业绩高增长已锁定》——2008-08-25
 《华发股份：08 年增长在 100%左右》——2008-04-29

证券分析师：任鹤

电话：010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040006

证券分析师：王粤雷

电话：0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030001

联系人：王静

电话：021-60893314
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评
业绩稳增，布局优化，质量提升
● 业绩稳增，分红超预期

2020 年公司实现营业收入 510.1 亿元，同比增长 53.9%；归母净利润 29.0 亿元，同比增长 4.3%。公司每股派发现金红利 0.45 元（含税），占年度归母净利润的 33%，分红比例提升略超预期，根据最新收盘价计算股息率达 7%。

● 销售首破千亿，布局持续优化

2020 年公司实现销售面积 504 万平方米，同比增长 27.3%；实现合同销售金额 1205 亿元，同比增长 30.6%，销售首破千亿。截止 2020 年末，公司拥有土地储备计容积率建筑面积 805.8 万平方米，其中在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为 56.7%、粤港澳大湾区的土地储备面积占比为 41.6%，从土地储备的地理区域分布来看，公司对核心城市群的布局优势将进一步加强。

● 财务状况有所改善，现金短债比显著提升

截至 2020 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 76.4%；净负债率（含永续债）为 163.4%，较上年下降 25.2 个百分点；货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.1 倍，较上年显著提升 60%。

● “一核两翼”业务格局全面深化

近年来，公司积极践行“一核两翼”业务战略，以住宅业务为核心，持续优化商业地产的核心竞争力，积极打造“华发商都”等标杆商业品牌，成为独具竞争力的商业地产综合运营商。2020 年，公司商业地产业务新拓展城市及商业项目均创佳绩，以华发商都为代表的商业地产出租面积近 20 万平方米，租金收入超 2.1 亿元，商业运营管理效率全面提升。

● 业绩稳增，布局优化，质量提升，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为珠海的区域龙头房企，业绩稳增，销售首破千亿，“立足珠海、面向全国”的战略优势凸显，财务状况改善，成长质量不断提升。预计公司 2021、2022 年公司归母净利润分别为 33.5 亿元、38.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.58、1.83 元，对应 PE 为 4.1、3.5X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险

公司开发物业销售、结算不及预期或市场调控超预期。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,149	51,006	57,127	64,268	72,623
(+/-%)	39.9%	53.9%	12.0%	12.5%	13.0%
净利润(百万元)	2785	2902	3354	3872	4449
(+/-%)	21.9%	4.2%	15.6%	15.4%	14.9%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.37	1.58	1.83	2.10
EBIT Margin	12.2%	12.0%	10.4%	10.4%	10.4%
净资产收益率(ROE)	14.1%	13.9%	14.5%	15.0%	15.5%
市盈率(PE)	4.9	4.7	4.1	3.5	3.1
EV/EBITDA	49.7	44.2	52.6	48.6	44.0
市净率(PB)	0.69	0.65	0.59	0.53	0.48

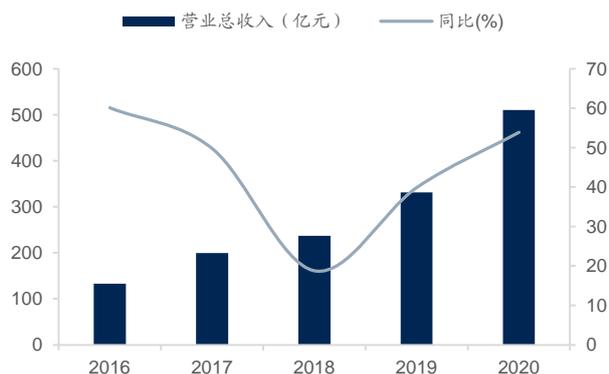
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩稳增，分红超预期

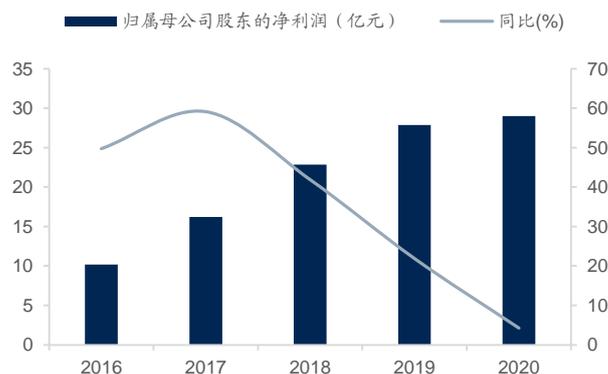
2020 年公司实现营业收入 510.1 亿元，同比增长 53.9%；归母净利润 29.0 亿元，同比增长 4.3%。公司每股派发现金红利 0.45 元（含税），占年度归母净利润的 33%，分红比例提升略超预期，根据最新收盘价计算股息率达 7%。

图 1：公司营业收入



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

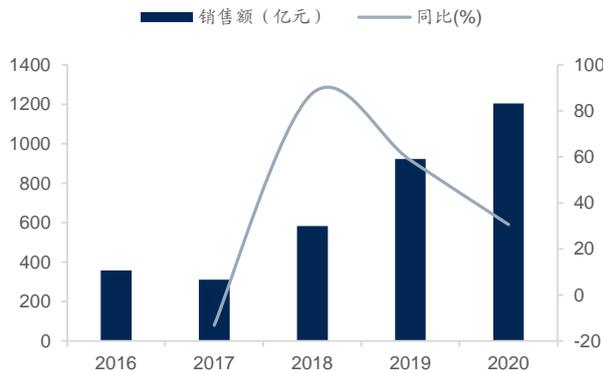
销售首破千亿，布局持续优化

2020 年公司实现销售面积 504 万平方米，同比增长 27.3%；实现合同销售金额 1205 亿元，同比增长 30.6%，销售首破千亿。根据克而瑞榜单显示，公司位列中国房地产企业销售榜第 34 名，相比 2019 年提升 5 位，行业地位进一步提升。

在公司销售实现历史性突破的同时，销售布局持续优化，其中珠海大区全年完成销售 288 亿元，销售占比 24%，稳居珠海龙头地位；华东大区全年完成销售 591 亿元，销售占比 49%；华南大区全年完成销售 205 亿元，销售占比 17%；北方大区全年完成销售 90 亿元，销售占比 7%；北京区域全年完成销售 31 亿元，销售占比 3%。从销售区域分布看，公司全国化布局持续优化，形成了华东、珠海和华南大区协同发力的销售格局，“立足珠海、面向全国”的战略优势凸显。

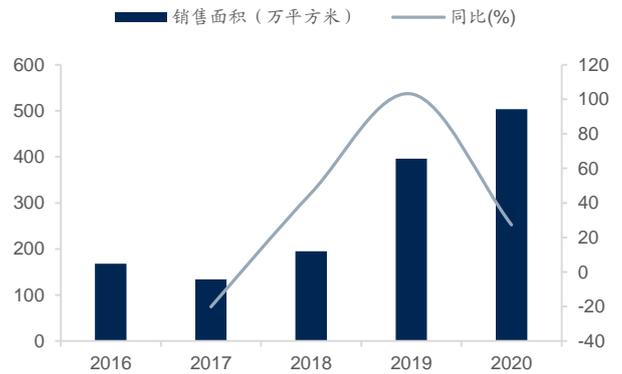
截止 2020 年末，公司拥有土地储备计容积率建筑面积 805.8 万平方米，其中在长三角区域及长江经济带的土地储备面积占比为 56.7%、粤港澳大湾区的土地储备面积占比为 41.6%，从土地储备的地理区域分布来看，公司对核心城市群的布局优势将进一步加强。

图 3: 公司销售金额



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司销售面积



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务状况有所改善，现金短债比显著提升

截至 2020 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 76.4%；净负债率（含永续债）为 163.4%，较上年下降 25.2 个百分点；货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.1 倍，较上年显著提升 60%。公司进一步强化总部对资金的统一管理和调配，确保资金的高效利用和优化配置；多渠道多方式加强销售回款力度，加大存量资产及沉淀资金的盘活力度，强化现金流回笼速度；积极建设高效智能的资金管理系统，实现资金使用效率和管理工作效率双提升的发展格局；积极创新融资模式，成功落地永续中票、长租公寓类 REITs、供应链 ABS、超短融、境外美元债、商业地产 CMBN 等创新产品业务，进一步改善资金资本结构，为公司可持续发展提供坚实保障。

“一核两翼”业务格局全面深化

近年来，公司积极践行“一核两翼”业务战略，以住宅业务为核心，持续优化商业地产的核心竞争力，积极打造“华发商都”等标杆商业品牌，成为独具竞争力的商业地产综合运营商。2020 年，公司商业地产业务新拓展城市及商业项目均创佳绩，以华发商都为代表的商业地产出租面积近 20 万平方米，租金收入超 2.1 亿元，商业运营管理效率全面提升。公司在大力发展商业地产的同时，公司上下游产业链业务不断发展，在营销、设计、文传、园林等职能公司全面提质增效的基础上，积极培育打造华发商都、阅潮书店等高端商业、文化品牌，并稳步开拓物业资管、大健康、长租公寓等业务领域，全力推动主业转型升级。目前公司已经形成以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局。

业绩稳增，布局优化，质量提升，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为珠海的区域龙头房企，业绩稳增，销售首破千亿，“立足珠海、面向全国”的战略优势凸显，财务状况改善，成长质量不断提升。预计公司 2021、2022 年公司归母净利润分别为 33.5 亿元、38.7 亿元，对应 EPS 分别为 1.58、1.83 元，对应 PE 为 4.1、3.5X，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

公司开发物业销售、结算不及预期或市场调控超预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	43642	111863	93969	67712	营业收入	51006	57127	64268	72623
应收款项	1133	1878	4226	4974	营业成本	38611	43417	48844	55193
存货净额	211375	183615	206474	233272	营业税金及附加	3397	4570	5141	5810
其他流动资产	36141	39989	44988	50836	销售费用	1450	1600	1800	2033
流动资产合计	292501	337346	349657	356794	管理费用	1454	1608	1808	2041
固定资产	1154	1481	1797	2081	财务费用	264	1175	850	528
无形资产及其他	201	193	185	177	投资收益	459	2000	2000	2000
投资性房地产	13690	13690	13690	13690	资产减值及公允价值变动	291	0	0	0
长期股权投资	14299	19299	24299	29299	其他收入	(223)	0	0	0
资产总计	321844	372008	389627	402041	营业利润	6358	6758	7826	9017
短期借款及交易性金融负债	39039	42000	43000	45000	营业外净收支	(105)	160	160	160
应付款项	28107	32788	29496	16662	利润总额	6253	6918	7986	9177
其他流动负债	88630	127676	143574	162211	所得税费用	1693	1730	1996	2294
流动负债合计	155777	202464	216071	223873	少数股东损益	1658	1834	2117	2433
长期借款及应付债券	98019	98019	98019	98019	归属于母公司净利润	2902	3354	3872	4449
其他长期负债	4703	4703	4703	4703					
长期负债合计	102722	102722	102722	102722					
负债合计	258499	305186	318793	326595					
少数股东权益	42392	43621	45040	46670					
股东权益	20953	23200	25795	28776					
负债和股东权益总计	321844	372008	389627	402041					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2902	3354	3872	4449
资产减值准备的增加(减少)	89	58	29	30
折旧摊销	67	124	162	194
公允价值变动损失	(291)	0	0	0
财务费用	264	1175	850	528
营运资本变动	(37660)	66951	(17569)	(27563)
其它	(4218)	1171	1389	1600
经营活动现金流	(39111)	71658	(12116)	(21289)
资本开支	(717)	(500)	(500)	(500)
其它投资现金流	1	210	0	0
投资活动现金流	(6690)	(5290)	(5500)	(5500)
权益性融资	16032	0	0	0
负债净变化	33675	0	0	0
支付股利、利息	(10130)	(1107)	(1278)	(1468)
其它融资现金流	238	2961	1000	2000
融资活动现金流	63362	1854	(278)	532
现金净变动	17561	68222	(17894)	(26257)
货币资金的期初余额	26080	43642	111863	93969
货币资金的期末余额	43642	111863	93969	67712
企业自由现金流	(33865)	71025	(12900)	(22210)
权益自由现金流	49	73104	(12537)	(20606)

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.37	1.58	1.83	2.10
每股红利	4.78	0.52	0.60	0.69
每股净资产	9.90	10.96	12.18	13.59
ROIC	3%	3%	4%	3%
ROE	14%	14%	15%	15%
毛利率	24%	24%	24%	24%
EBIT Margin	12%	10%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	11%	11%	11%
收入增长	54%	12%	13%	13%
净利润增长率	4%	16%	15%	15%
资产负债率	93%	94%	93%	93%
息率	73.9%	8.1%	9.3%	10.7%
P/E	4.7	4.1	3.5	3.1
P/B	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	44.2	52.6	48.6	44.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032