

2021年05月06日

业绩稳步增长，销售首破千亿元

华发股份(600325)

事件概述

华发股份发布 2020 年年报，公司全年实现营业收入 510 亿元，同比+53.9%，归母净利润 29 亿元，同比+4.3%。

业绩稳步增长，盈利能力有所下降

2020 年公司实现营业收入 510 亿元，同比增加 53.9%，归母净利润 29 亿元，同比增加 4.3%。公司净资产收益率、毛利率及净利率分别为 13.9%、24.3%、8.94%，较上年同期下降 0.24pct、5.31pct 和 1.06pct，受疫情的持续影响，盈利水平有所下降。

销售首破千亿，深耕核心城市群

2020 年公司实现销售金额 1205 亿元，同比上升 30.6%，销售规模首次破千亿，行业地位进一步提升。截至 2020 年末，公司拥有土地储备计容积率建筑面积 805.81 万平方米。从土储区域分布来看，公司在长三角区域及长江经济带、粤港澳大湾区的土储面积占比分别为 56.69%、41.64%，深耕核心城市群。

杠杆有所下降，维持高分红率

截至 2020 年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为 63.98%，较去年同期增长 7.47pct，净负债率为 147.47%，较去年同期降低 12.98pct，杠杆率下降。此外，公司在手货币资金 436.4 亿元，现金短债比为 1.12，短债风险较低。2020 年公司年度分红总额为 9.5 亿元，股利支付率为 32.8%，维持高分红率。

投资建议

华发股份业绩与销售快速增长，土储优质，财务结构持续优化。我们预计公司 2021-2023 年收入为 592/700/814 亿元，EPS 为 1.64/1.90/2.20 元，对应 PE 为 3.8/3.3/2.9，首次覆盖，给予公司增持评级。

风险提示

销售不及预期；利润率下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	33,149	51,006	59,249	69,971	81,447
YoY (%)	39.9%	53.9%	16.2%	18.1%	16.4%
归母净利润(百万元)	2,783	2,902	3,470	4,021	4,652
YoY (%)	21.8%	4.3%	19.6%	15.9%	15.7%
毛利率 (%)	29.6%	24.3%	24.8%	25.1%	25.9%
每股收益 (元)	1.31	1.37	1.64	1.90	2.20
ROE	14.1%	13.9%	14.2%	14.1%	13.9%
市盈率	4.79	4.60	3.84	3.32	2.87

资料来源: wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	6.3
股票代码:	600325
52 周最高价/最低价:	8.32/5.88
总市值(亿)	133.38
自由流通市值(亿)	133.18
自由流通股数(百万)	2,114.00



分析师: 由于沛

邮箱: youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话:

研究助理: 侯希得

邮箱: houxd@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

研究助理: 肖峰

邮箱: xiaofeng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

相关研究

- 1.
- 2.
- 3.

正文目录

1. 业绩稳步增长，盈利能力有所下降.....	3
2. 销售首破千亿，深耕核心城市群.....	4
3. 杠杆有所下降，维持高分红率.....	5
4. 盈利预测与投资建议.....	7
5. 风险提示.....	7

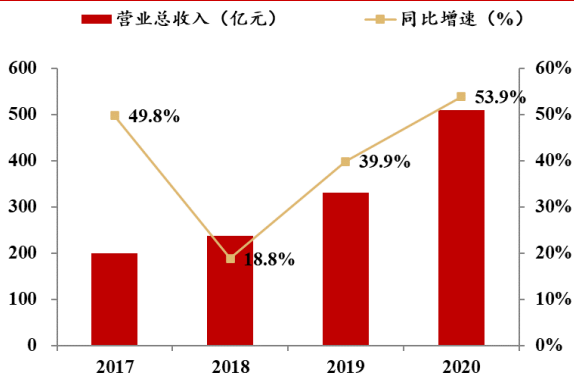
图表目录

图 1 公司历年营业收入及增速.....	3
图 2 公司历年归母净利润及增速.....	3
图 3 公司历年摊薄净资产收益率.....	3
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率.....	3
图 5 公司历年销售费用率和管理费用率.....	4
图 6 公司历年财务费用率.....	4
图 7 公司历年销售金额及增速.....	5
图 8 公司历年销售面积及增速.....	5
图 9 公司历年销售均价及增速.....	5
图 10 公司 2020 年土储区域分布.....	5
图 12 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债.....	6
图 13 公司历年现金短债比.....	6
图 14 公司历年货币资金及增速.....	6
图 15 公司历年经营性现金流净额及增速.....	6
图 16 公司历年分红总额和股利支付率.....	6
表 1 公司分项业务预测.....	7
表 2 可比公司估值表.....	7

1. 业绩稳步增长，盈利能力有所下降

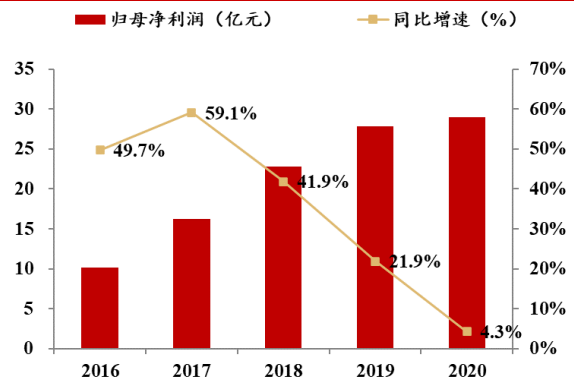
2020 年公司实现营业收入 510 亿元，同比增加 53.9%，归母净利润 29 亿元，同比增加 4.3%。报告期内，公司净利润增速低于营收增速主要系：1) 毛利率下滑 5.3pct 至 24.3%；2) 少数股东损益占比同比上升 20.33pct 至 36.36%。

图 1 公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

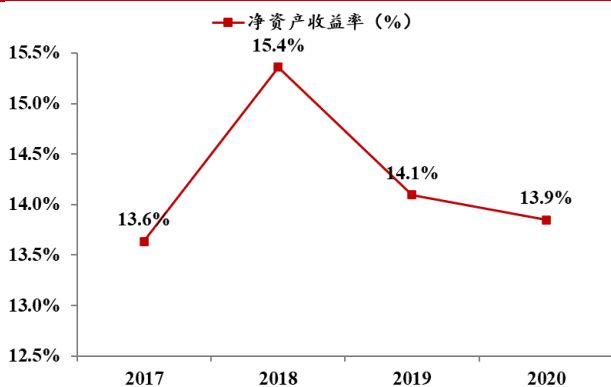
图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

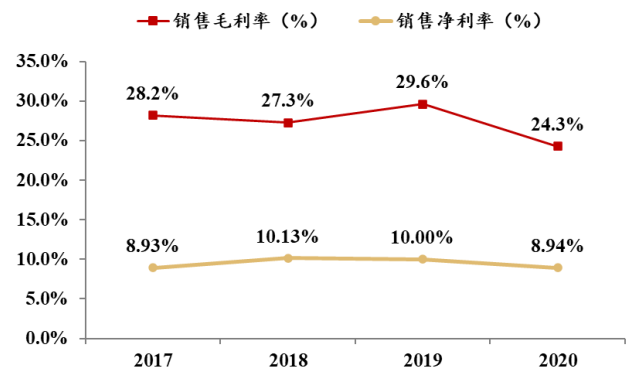
盈利能力方面，公司净资产收益率、销售毛利率及销售净利率分别为 13.9%、24.3%、8.94%，较上年同期分别下降 0.24pct、5.31pct 和 1.06pct，受疫情的持续影响，公司的生产经营计划受到冲击，盈利水平有所回落。

图 3 公司历年摊薄净资产收益率



资料来源：Wind，华西证券研究所

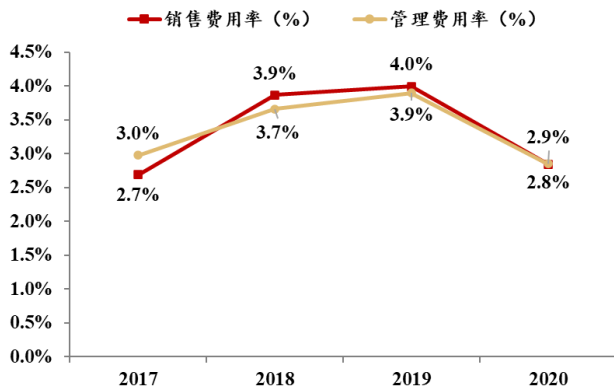
图 4 公司历年销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

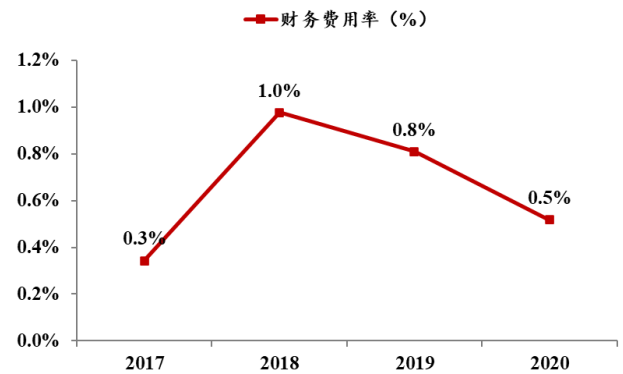
费用率方面，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 2.80%、2.90% 和 0.50%，分别较上年同期下降 1.15pct、1.05pct 和 0.29pct。公司期间费用率大幅下降，成本管控水平提质增效。公司继续强化精细化管理，不断完善成本管控体系，充分发挥战略集采作用，三级管控架构进一步优化，产品品质和竞争力不断提升。

图 5 公司历年销售费用率和管理费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 公司历年财务费用率



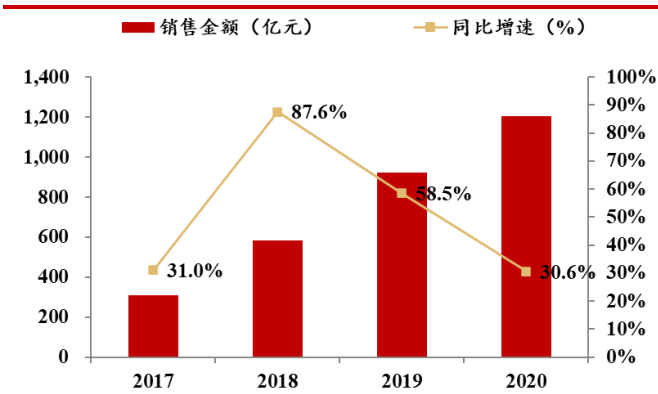
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2. 销售首破千亿，深耕核心城市群

2020 年公司实现销售金额 1205 亿元，同比上升 30.6%，实现销售面积 504 万平方米，同比上升 27.3%，销售均价 23909 元/平方米，同比上升 2.6%，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。从销售布局来看，珠海大区全年完成销售 288 亿元，占比 24%，稳居珠海龙头地位；华东大区全年完成销售 591 亿元，占比 49%；华南大区全年完成销售 205 亿元，占比 17%；北方大区全年完成销售 90 亿元，占比 7%；北京区域全年完成销售 31 亿元，占比 3%，形成华东、珠海和华南大区协同发力的销售格局。

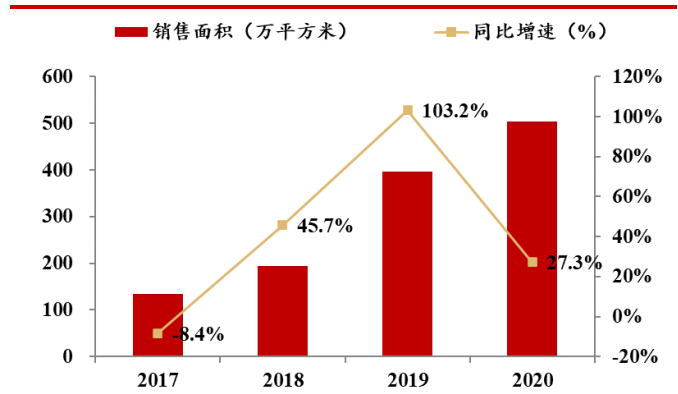
拿地方面，公司通过综合运用多元化项目拓展方式，成功获取大量新项目，其中逾九成位于深耕城市，土地储备资源充足且较为优质。截至 2020 年末，公司拥有土地储备计容积率建筑面积 805.81 万平方米。从土储区域分布来看，公司在长三角区域及长江经济带、粤港澳大湾区的土储面积占比分别为 56.69%、41.64%，公司对核心城市群的布局优势将进一步加强。

图7 公司历年销售金额及增速



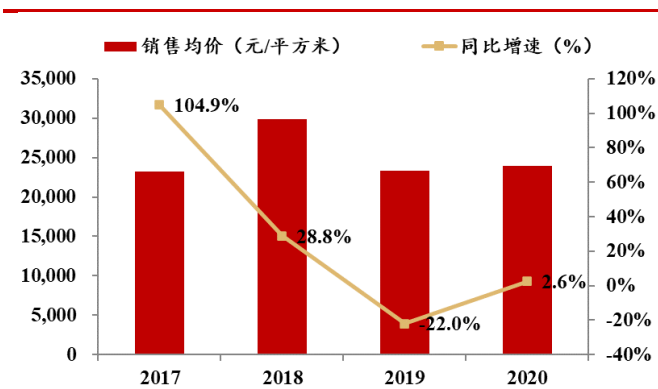
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图8 公司历年销售面积及增速



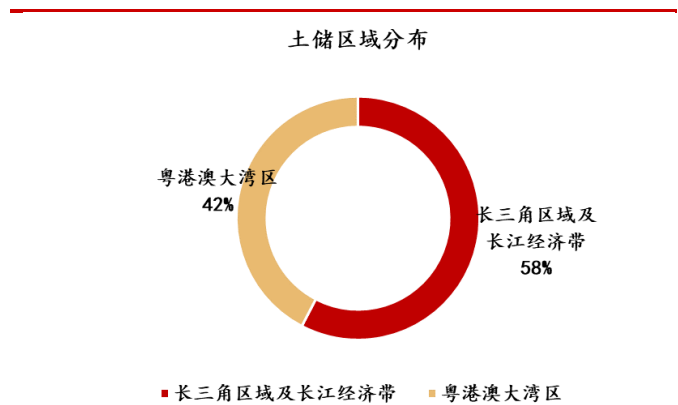
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图9 公司历年销售均价及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图10 公司2020年土储区域分布

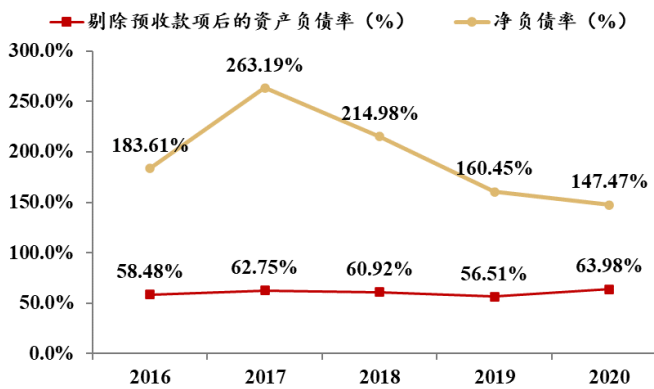


资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 杠杆有所下降，维持高分红率

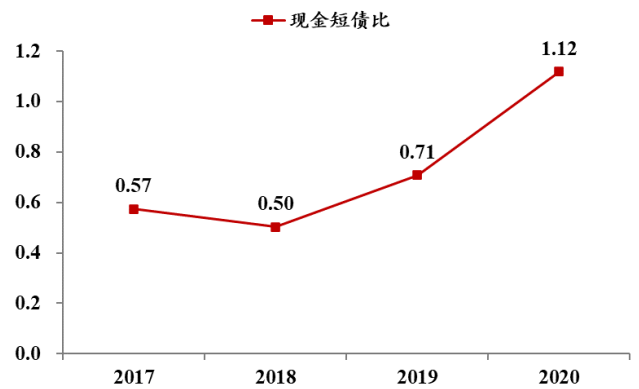
截至2020年末，公司剔除预收账款后的资产负债率为63.98%，较去年同期增长7.47pct，净负债率为147.47%，较去年同期降低12.98pct，杠杆率下降。此外，公司在手货币资金436.4亿元，同比增加67.3%，现金短债比为1.12，较去年同期上升0.41，短债风险较低；公司实现经营性现金净流入291.1亿元，同比上升3.8%，经营性现金流持续为正。2020年公司年度分红总额为9.5亿元，股利支付率为32.8%，维持高分红率。

图 11 公司历年剔除预收款后的资产负债率和净负债



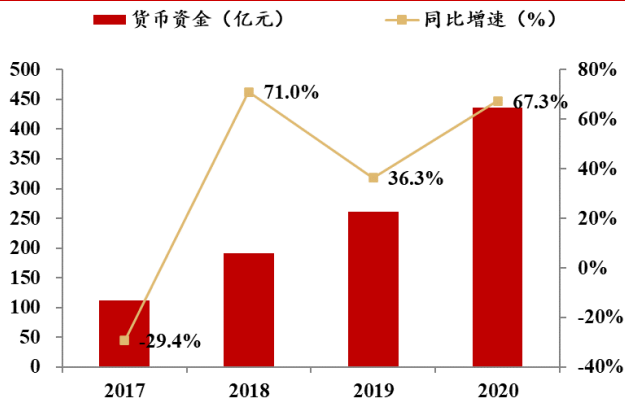
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 公司历年现金短债比



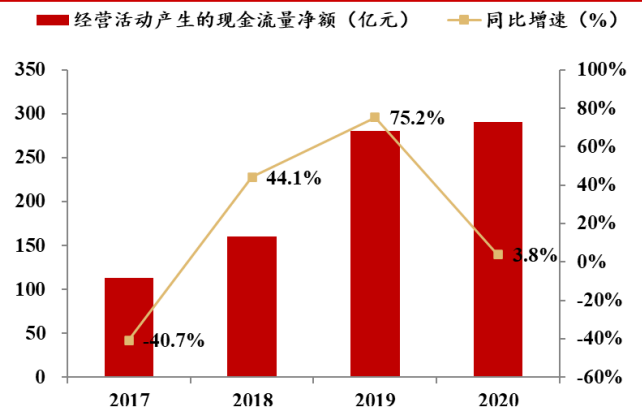
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 公司历年货币资金及增速



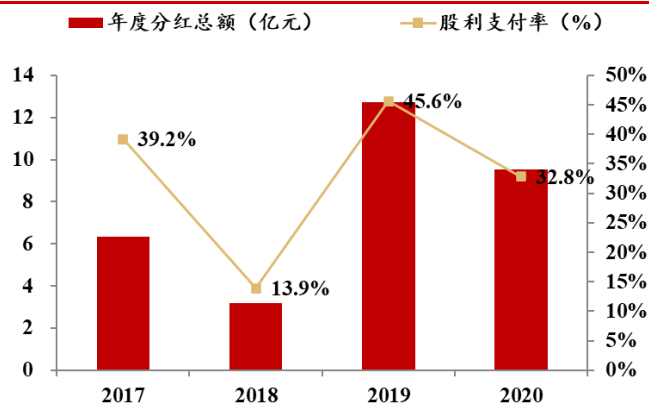
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 公司历年经营性现金流净额及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 公司历年分红总额和股利支付率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

2020 年华发股份房地产业销售收入为 48112 百万元，同比增长 51.6%；总收入 51006 百万元，同比增 53.9%。公司作为珠海的区域龙头房企，销售规模稳步增长，销售首破千亿，财务状况改善，成长性不断提高。综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 592.5 亿元、699.7 亿元、814.5 亿元，对应收入增速分别为 16.2%、18.1%、16.4%。随着疫情影响逐渐退出，经济逐步复苏，预计未来公司的毛利率将小幅提升，2021-2023 年分别提升至 24.8%、25.1%及 25.9%。

表 1 公司分项业务预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
房地产业销售				
收入 (百万元)	48112	55714	65581	76025
同比增长/减少 (YoY%)	51.6%	15.8%	17.8%	16.0%
其他业务				
收入 (百万元)	2895	3535	4390	5422
同比增长/减少 (YoY%)	104.7%	22.1%	24.2%	23.5%
总收入				
总收入 (百万元)	51006	59249	69971	81447
同比增长/减少 (YoY%)	53.9%	16.2%	18.1%	16.4%
毛利率 (%)	24.3%	24.8%	25.1%	25.9%

资料来源：WIND，华西证券研究所

华发股份业绩与销售快速增长，土储优质，财务结构持续优化。我们预计公司 2021-2023 年收入为 592/700/814 亿元，EPS 为 1.64/1.90/2.20 元，对应 PE 为 3.8/3.3/2.9，首次覆盖，给予公司增持评级。

表 2 可比公司估值表

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E			
			2019A	2020	2021E	2022E	2019A	2020	2021E	2022E
000002.SZ	万科 A	28.17	3.47	3.62	4.45	5.08	8.12	7.78	6.33	5.55
601155.SH	新城控股	45.04	5.61	6.78	8.10	9.59	8.03	6.64	5.56	4.70
0884.HK	旭辉控股集团	5.88	0.81	0.99	1.14	1.36	7.26	5.94	5.16	4.33
600325.SH	华发股份	6.30	1.31	1.37	1.64	1.90	4.79	4.60	3.84	3.32

资料来源：WIND，华西证券研究所

5. 风险提示

销售不及预期:行业销售规模下降，房地产公司间竞争加剧，导致公司销售增速有所下降。

利润率下滑:地产调控政策力度加大，部分城市房价出现较大下降，导致公司利润率下降。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	51,006	59,249	69,971	81,447	净利润	4,560	4,702	5,852	7,049
YoY (%)	53.9%	16.2%	18.1%	16.4%	折旧和摊销	120	84	71	78
营业成本	38,611	44,555	52,408	60,352	营运资金变动	24,954	-35,101	-15,980	-30,406
营业税金及附加	3,397	4,785	5,155	6,289	经营活动现金流	29,109	-30,744	-10,210	-23,592
销售费用	1,450	2,026	2,191	2,667	资本开支	-44,964	-508	-589	-562
管理费用	1,454	2,001	2,179	2,643	投资	-16,989	0	0	0
财务费用	264	350	525	595	投资活动现金流	-61,012	492	341	625
资产减值损失	-90	-101	-121	-141	股权募资	16,032	0	0	0
投资收益	459	911	852	1,122	债务募资	124,215	33,489	13,524	26,040
营业利润	6,358	6,306	8,372	10,066	筹资活动现金流	48,786	33,138	12,999	25,445
营业外收支	-105	-119	-130	-138	现金净流量	16,824	2,886	3,130	2,477
利润总额	6,253	6,187	8,242	9,928	主要财务指标				
所得税	1,693	1,485	2,390	2,879	成长能力	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	4,560	4,702	5,852	7,049	营业收入增长率	53.9%	16.2%	18.1%	16.4%
归属于母公司净利润	2,902	3,470	4,021	4,652	净利润增长率	4.3%	19.6%	15.9%	15.7%
YoY (%)	4.3%	19.6%	15.9%	15.7%	盈利能力				
每股收益	1.37	1.64	1.90	2.20	毛利率	24.3%	24.8%	25.1%	25.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	8.9%	7.9%	8.4%	8.7%
货币资金	43,642	46,528	49,658	52,135	总资产收益率 ROA	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
预付款项	5,517	8,950	9,008	11,249	净资产收益率 ROE	13.9%	14.2%	14.1%	13.9%
存货	211,375	273,823	304,499	360,780	偿债能力				
其他流动资产	31,967	34,135	33,817	35,089	流动比率	1.88	1.83	1.83	1.85
流动资产合计	292,501	363,436	396,982	459,253	速动比率	0.48	0.40	0.38	0.35
长期股权投资	14,299	14,299	14,299	14,299	现金比率	0.28	0.23	0.23	0.21
固定资产	830	969	1,122	1,311	资产负债率	80.3%	82.7%	82.7%	83.4%
无形资产	201	281	415	523	经营效率				
非流动资产合计	29,344	29,721	30,211	30,687	总资产周转率	0.16	0.15	0.16	0.17
资产合计	321,844	393,157	427,192	489,940	每股指标 (元)				
短期借款	9,266	18,755	23,279	24,319	每股收益	1.37	1.64	1.90	2.20
应付账款及票据	28,107	26,084	34,416	37,482	每股净资产	9.90	11.57	13.52	15.78
其他流动负债	118,404	153,477	159,701	186,163	每股经营现金流	13.75	-14.52	-4.82	-11.14
流动负债合计	155,777	198,315	217,396	247,965	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	79,411	103,411	112,411	137,411	估值分析				
其他长期负债	23,311	23,311	23,311	23,311	PE	4.60	3.84	3.32	2.87
非流动负债合计	102,722	126,722	135,722	160,722	PB	0.63	0.54	0.47	0.40
负债合计	258,499	325,037	353,118	408,687					
股本	2,117	2,117	2,117	2,117					
少数股东权益	42,392	43,624	45,455	47,851					
股东权益合计	63,345	68,120	74,075	81,253					
负债和股东权益合计	321,844	393,157	427,192	489,940					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名，第八届Wind“金牌分析师”房地产行业第一名。

侯希得：悉尼大学硕士学位，曾就职于民生证券，2019年加入华西证券任房地产行业分析师。

肖峰：同济大学土木工程专业学士，上海财经大学金融硕士，2020年加入华西证券任房地产行业助理分析师。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。