

销售呈现高增长，财务持续优化

投资要点

- 业绩总结：**2021H1 公司实现营业收入 207.7 亿元 (-9.2%)，实现归母净利润 16.9 亿元 (+15.0%)，业绩稳步增长。公司毛利率逆势提升，较 2020 年同期提升 5.0pp 至 29.6%，归母净利率较 2020 年同期提升 1.7pp 至 8.1%，盈利能力增强。
- 销售呈现高增长，销售单价稳步提升。**2021H1 公司实现销售面积 247.1 万平方米，同比增长 40.1%，实现合同销售额 640.9 亿元，同比增长 45.4%，销售均价 25932 元每平方米，同比增长 3.8%，呈现稳步提升。截至报告期末，公司预收楼款 642.6 亿元，较年初增长 23.5%，结算资源充足，为未来业绩提供充分保障。
- 深耕核心城市，土储资源充足。**公司坚持“战略深耕、精准布局”的投资策略，综合采用产业合作、股权收购等多元化拓展方式获取优质项目，有效控制土地拓展成本。公司聚焦一二线核心重点城市，持续优化核心城市群的战略布局，上半年公司共获得 8 个新增项目，主要位于珠海、成都、南京、北京等重点城市，总计容建面 77.3 万平方米。截至报告期末，公司已进驻全国 47 个主要城市，在建面积 1,746.8 万平方米，待开发土地计容建筑面积 583.1 万平方米，土储资源充足为未来发展奠定坚实基础。
- 财务持续优化，融资成本进一步下降。**截至报告期末，公司净负债率下降 28.8pp 至 118.8%，现金短债比提升至 1.84，剔除预收账款的资产负债率下降 1.2pp 至 75.3%，三项指标均有所改善，“三道红线”处于“黄档”。公司的长期信用评级及各项融资工具的信用评级均维持在 AAA，融资渠道，平均融资成本持续下降。现金流方面，公司自 2016 年到报告期末一直维持正向经营性现金流，而投资性现金流均处于较为稳定的水准。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 16.4%，考虑到公司安全性提升、营业收入增长且拿地力度不减，我们维持公司“买入”投资评级。
- 风险提示：**年度业绩结算不及预期、融资政策超预期收紧等。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	51006.30	60534.41	70938.14	81578.86
增长率	53.87%	18.68%	17.19%	15.00%
归属母公司净利润（百万元）	2902.02	3452.20	4064.69	4580.32
增长率	4.21%	18.96%	17.74%	12.69%
每股收益 EPS（元）	1.37	1.63	1.92	2.16
净资产收益率 ROE	7.20%	8.15%	8.79%	9.09%
PE	4	3.7	3.2	2.8
PB	0.20	0.19	0.18	0.17

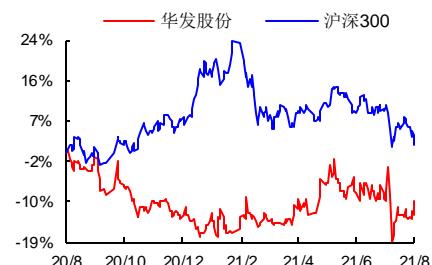
数据来源：Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛
执业证号：S1250519080004
电话：021-58351679
邮箱：smg@swsc.com.cn

联系人：池天惠
电话：13003109597
邮箱：cth@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)	21.17
流通 A 股(亿股)	21.14
52 周内股价区间(元)	5.47-7.26
总市值(亿元)	128.51
总资产(亿元)	3,473.53
每股净资产(元)	7.73

相关研究

- 华发股份(600325)：销售规模首破千亿，多元发展效率提升 (2021-04-27)
- 华发股份(600325)：营收爆发式增长，拿地力度有所增强 (2020-11-03)

盈利预测

关键假设：

假设 1：2021-2023 年公司房地产销售金额增速为 18%/17%/15%；

假设 2：2021-2023 年公司其他业务营收增速分别为 30%/20%/15%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
房地产	收入	48111.6	56771.7	66422.9	76386.3
	增速	51.6%	18.0%	17.0%	15.0%
其他业务	收入	2894.4	3762.7	4515.3	5192.5
	增速	104.7%	30.0%	20.0%	15.0%
合计	收入	51006.0	60534.4	70938.1	81578.9
	增速	53.9%	18.7%	17.2%	15.0%
	毛利率	24.3%	25.0%	24.5%	24.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预测与评级：

预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增速为 16.4%，考虑到公司安全性提升、营业收入增长且拿地力度不减，维持“买入”评级。

风险提示：

年度业绩结算不及预期、融资政策超预期收紧等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	51006.30	60534.41	70938.14	81578.86	净利润	4559.88	5394.06	6253.38	6939.87
营业成本	38610.50	45397.76	53549.09	61963.39	折旧与摊销	119.68	123.86	130.99	138.59
营业税金及附加	3396.53	4602.70	5170.43	6031.60	财务费用	264.32	304.63	298.20	287.72
销售费用	1449.79	1816.04	2057.22	2284.22	资产减值损失	-89.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	1454.11	1725.24	1986.28	2243.43	经营营运资本变动	-37591.84	23208.38	12404.57	20424.13
财务费用	264.32	304.63	298.20	287.72	其他	61846.49	-3671.65	-705.64	-730.92
资产减值损失	-89.99	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	29108.54	25359.29	18381.50	27059.39
投资收益	458.63	481.56	505.64	530.92	资本支出	-360.34	-100.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	201.11	200.00	200.00	200.00	其他	-60651.83	-20723.33	-20789.74	-20863.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-61012.17	-20823.33	-20919.74	-20993.99
营业利润	6357.79	7369.94	8582.97	9499.90	短期借款	-3041.88	-590.18	802.07	-302.67
其他非经营损益	-105.14	-57.64	-73.47	-68.20	长期借款	33675.42	11742.46	11392.69	9133.84
利润总额	6252.64	7312.30	8509.50	9431.70	股权融资	-468.12	-0.03	0.00	0.00
所得税	1692.76	1918.25	2256.12	2491.83	支付股利	-3159.54	-870.61	-1035.66	-1219.41
净利润	4559.88	5394.06	6253.38	6939.87	其他	21780.39	1118.97	2672.42	2537.22
少数股东损益	1657.87	1941.86	2188.68	2359.56	筹资活动现金流净额	48786.27	11400.62	13831.52	10148.98
归属母公司股东净利润	2902.02	3452.20	4064.69	4580.32	现金流量净额	16824.43	15936.58	11293.29	16214.38
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
货币资金	43641.76	59578.34	70871.63	87086.02	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
应收和预付款项	6649.54	7830.93	9226.66	10665.23	成长能力				
存货	211375.31	293814.61	340727.35	389058.89	销售收入增长率	53.87%	18.68%	17.19%	15.00%
其他流动资产	30833.97	35452.47	41509.47	47704.45	营业利润增长率	45.88%	15.92%	16.46%	10.68%
长期股权投资	14299.01	14299.01	14299.01	14299.01	净利润增长率	37.50%	18.29%	15.93%	10.98%
投资性房地产	9048.83	9953.71	10949.08	12043.99	EBITDA 增长率	42.36%	15.67%	15.56%	10.14%
固定资产和在建工程	1154.00	1176.64	1215.01	1248.63	获利能力				
无形资产和开发支出	201.00	195.25	196.64	195.19	毛利率	24.30%	25.01%	24.51%	24.05%
其他非流动资产	4640.84	5100.08	5559.32	6018.56	三费率	6.21%	6.35%	6.12%	5.90%
资产总计	321844.23	427401.04	494554.18	568319.97	净利润率	8.94%	8.91%	8.82%	8.51%
短期借款	9266.30	8676.12	9478.19	9175.51	ROE	7.20%	8.15%	8.79%	9.09%
应付和预收款项	30447.08	89001.51	104543.01	120500.48	ROA	1.42%	1.26%	1.26%	1.22%
长期借款	79410.66	91153.12	102545.81	111679.65	ROIC	4.15%	4.57%	6.06%	7.89%
其他负债	139374.83	192362.03	246820.57	310638.43	EBITDA/销售收入	13.22%	12.88%	12.70%	12.17%
负债合计	258498.86	381192.77	463387.58	551994.07	营运能力				
股本	2117.22	2117.19	2117.19	2117.19	总资产周转率	0.18	0.16	0.15	0.15
资本公积	673.27	673.27	673.27	673.27	固定资产周转率	62.76	71.96	81.38	89.87
留存收益	11833.30	14414.89	17443.93	20804.84	应收账款周转率	782.61	581.42	578.05	573.04
归属母公司股东权益	20953.11	21874.15	24643.79	27443.53	存货周转率	0.21	0.18	0.17	0.17
少数股东权益	42392.27	44334.13	46522.81	48882.37	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.82%	—	—	—
股东权益合计	63345.37	66208.28	71166.60	76325.89	资本结构				
负债和股东权益合计	321844.23	447401.04	534554.18	628319.97	资产负债率	80.32%	89.19%	93.70%	97.13%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	带息债务/总负债	41.50%	31.07%	28.19%	25.27%
EBITDA	6741.78	7798.44	9012.16	9926.20	流动比率	1.88	1.49	1.38	1.29
PE	4.43	3.72	3.16	2.81	速动比率	0.52	0.39	0.36	0.35
PB	0.20	0.19	0.18	0.17	股利支付率	29.18%	25.22%	25.48%	26.62%
PS	0.25	0.21	0.18	0.16	每股指标				
EV/EBITDA	11.08	8.82	7.59	6.01	每股收益	1.37	1.63	1.92	2.16
股息率	6.59%	6.77%	8.06%	9.49%	每股净资产	29.92	31.27	33.61	36.05
					每股经营现金	13.75	11.98	8.68	12.78
					每股股利	0.40	0.41	0.49	0.58

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

持有：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指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下

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

行业评级

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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn