

“一核两翼”加速腾飞，经营业绩稳定增长

投资要点

- 经营业绩稳步提升，财务持续优化。**2021年公司营业收入512.4亿元，同比增长0.5%；归母净利润32.0亿元，同比增长10.1%。截至2021年末，“三道红线”转“绿”，有息债务规模稳中有降，同比下降10%；有息债务结构明显优化，短期债务大幅下降40%。2021公司全年回款金额为707.3亿元，同比增长32.3%，同时还新增50亿元小公募租赁债额度，跻身百亿规模住房租赁REITs产品发行行列，降低融资成本。
- 销售表现稳健，土地储备充足。**2021年在市场下行的情况下，公司实现销售总面积469万平方米，同比-7%；销售金额1219亿元，同比增加1.2%，销售榜较2020年提升2位至第32位。公司坚持“战略深耕、精准布局”的投资策略，聚焦一、二线核心重点城市。2021年公司开发投资项目119个，总建筑面积超2170万平方米，形成珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区、北京区域的“4+1”的新管控格局。同时首进徐州、义乌，城市更新项目，走出大本营斩获土地，实现从“0”到“1”的突破。目前，公司已进驻全国47个主要城市，一、二线城市土储占比超90%，土地储备计容建筑面积544万平方米，土储资源充足。
- 多元业务协同发展，“一核两翼”加速腾飞。**公司以住宅业务为核心，持续优化商业运营与上下游产业链两翼。珠海、太仓、威海、中山、武汉等城市的六大重点项目开业，全面打响华发商业品牌；阅潮、华商百货和华发奥特美康体中心三大自营业务线已逐步成型，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟。在保持主业稳步增长的基础上，商业运营、上下游产业链与主业形成良性互动与互补，旗下子公司不断取得突破，城市产业集群发展迈上新台阶，“一核两翼”加速布局。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润复合增速为9.7%，考虑到公司营业收入稳健增长且财务稳健，给予公司2022年6.5倍PE，目标价11.05元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**业绩结算不及预期、政策调控风险、多元业务拓展不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	51240.68	59544.83	66284.91	72398.88
增长率	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%
归属母公司净利润(百万元)	3194.75	3594.17	3922.06	4211.76
增长率	10.09%	12.50%	9.12%	7.39%
每股收益EPS(元)	1.51	1.70	1.85	1.99
净资产收益率ROE	4.88%	5.32%	5.50%	5.65%
PE	5.4	4.8	4.4	4.1
PB	0.18	0.17	0.16	0.16

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

联系人: 刘洋

电话: 18019200867

邮箱: ly21@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)	5.16-8.24
总市值(亿元)	173.40
总资产(亿元)	3,550.57
每股净资产(元)	8.00

相关研究

- 华发股份(600325): 销售呈现高增长，财务持续优化 (2021-08-21)
- 华发股份(600325): 销售规模首破千亿，多元发展效率提升 (2021-04-27)

目 录

1 珠海国企地产龙头，业绩稳定增长	1
2 销售表现稳健，土地储备充足	2
3 产品体系迭代升级，“一核两翼”加速布局	3
4 盈利预测与估值	4
4.1 盈利预测	4
4.2 相对估值	4
5 风险提示	5

图 目 录

图 1：华发股份股权结构图（截止 2021.12.31）	1
图 2：2021 年公司营业收入（亿元）	2
图 3：2021 年公司归母净利润（亿元）	2
图 4：2021 年销售面积（万平方米）	2
图 5：2021 年销售金额（亿元）	2
图 6：2021 销售区域分布.....	3
图 7：2021 区域销售额（亿元）	3
图 8：公司一体两翼业务战略.....	4

表 目 录

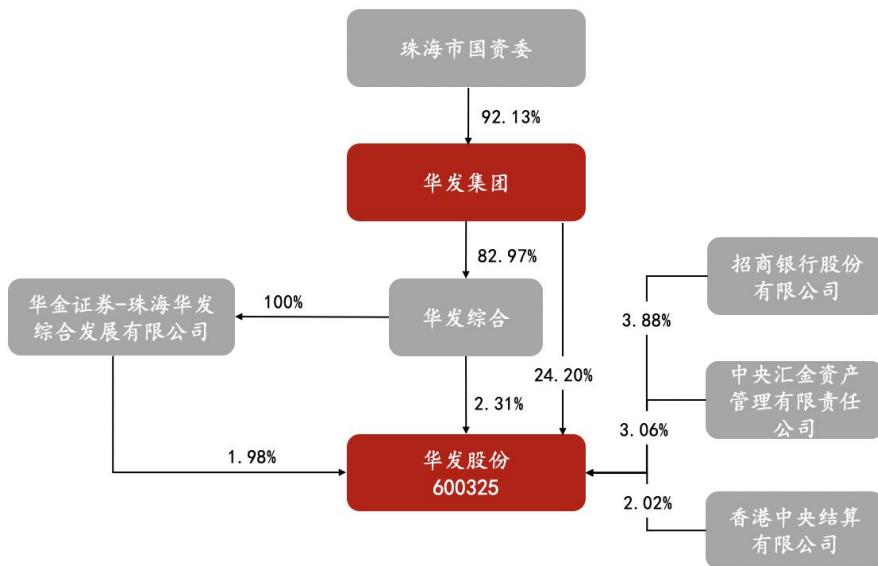
表 1：分业务收入及毛利率	4
表 2：可比公司估值.....	5
附表：财务预测与估值	6

1 珠海国企地产龙头，业绩稳定增长

珠海华发实业股份有限公司是承接华发集团房产开发板块的平台公司，组建于1992年。华发股份依托“优+产品”体系，打造宜居精品，形成TOP系、府系、四季系、城市系、未来系等五大产品系。华发股份积极响应国家产业政策，加快转型升级，致力推动产业多元化，打造上下游产业链，已经形成以住宅为主业，商业运营与上下游产业链同步发展的“一核两翼”业务新格局，实现了从区域性房地产企业到综合性地产企业的跨越。华发股份将紧跟华发集团“科技+城市+金融+实业”的“1+3”发展模式步伐，积极探索“科技+人居”战略，加快住宅及创新人居建设。

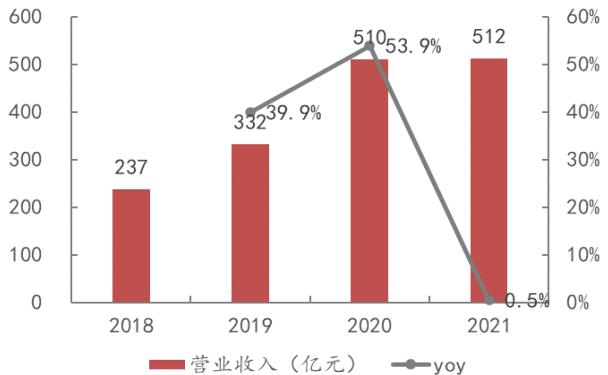
母公司珠海华发集团有限公司是珠海最大的综合型国有企业集团，丰富的资源及成熟的品牌优势助力公司发展。母公司华发集团直接持有公司24.2%股份，实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会。华发集团现控股“华发股份”“华金资本”“华发物业服务”等8家上市公司，以及“华冠科技”“华冠电容”2家新三板挂牌企业；打造了华发集团、华发股份、华发综合发展、华发投控4家“3A信用主体”。公司已经从单一的区域型房地产企业发展成为以城市运营、房产开发、金融产、实业投资为四大核心业务，以商贸服务、现代服务为两大配套业务（4+2）的新驱动型综合性企业集团，为华发股份的发展提供了有力支持。

图1：华发股份股权结构图（截止2021.12.31）

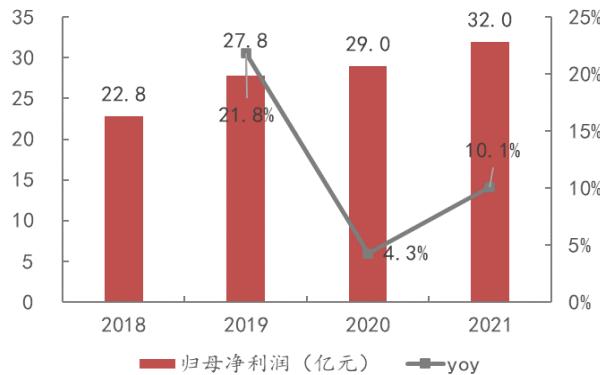


数据来源：公司公告，西南证券整理

经营业绩稳步提升，综合实力不断提升。2021年公司营业收入512.4亿元，同比增长0.5%；归母净利润32.0亿元，同比增长10.1%，业绩实现稳步增长。经营活动产生的现金流量净额360.6亿元，同比增长23.9%，为未来发展奠定良好现金流基础，减轻公司债务压力。2021年公司在中国财富跃升至228位，创10年来新高，发展态势强劲。

图 2：2021 年公司营业收入（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

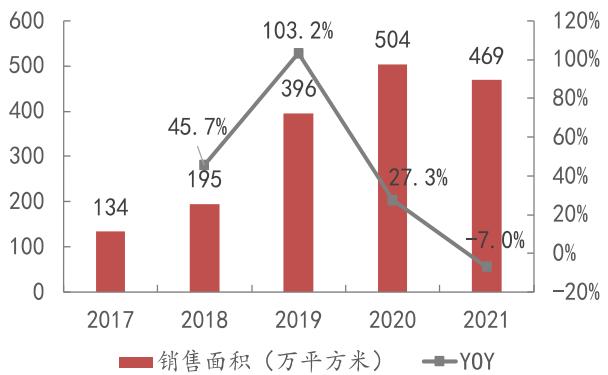
图 3：2021 年公司归母净利润（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

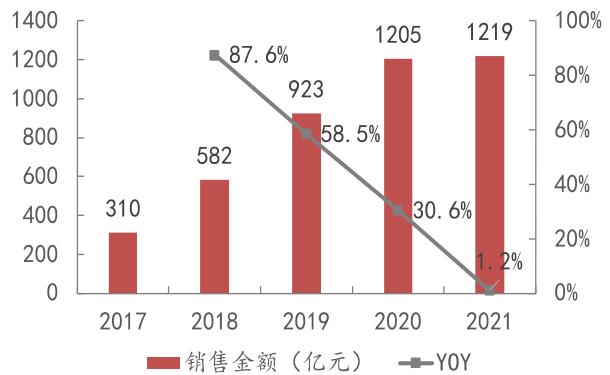
三道红线达标转绿，融资渠道不断拓宽。截至 2021 年末，公司“三道红线”转“绿”，有息债务规模稳中有降，同比下降 10%；有息债务结构明显优化，短期债务大幅下降 40%。2021 全年回款金额为 707.3 亿元，同比增长 32.3%；公司全面梳理低速资产，加快低速资产盘活，资金精细化管控水平不断增强。公司持续创新融资模式，融资结构不断优化。新增融资以长期低成本融资为主，融资结构持续优化，融资成本进一步降低；此外新增 50 亿元小公募租赁债额度，成功跻身百亿规模住房租赁 REITs 产品发行行列，融资渠道稳步拓宽。

2 销售表现稳健，土地储备充足

销售表现稳健，“中而美”发展态势持续保持。2021 年在市场下行的情况下，公司实现销售总面积 468.8 万平方米，同比 -6.98%；销售总金额 1218.9 亿元，同比增加 1.15%，位列克而瑞 2021 年中国房地产企业销售榜第 32 位，较 2020 年提升 2 位，行业地位稳中有升继续保持“中而美”良好发展态势。

图 4：2021 年销售面积（万平方米）


数据来源：公司公告，西南证券整理

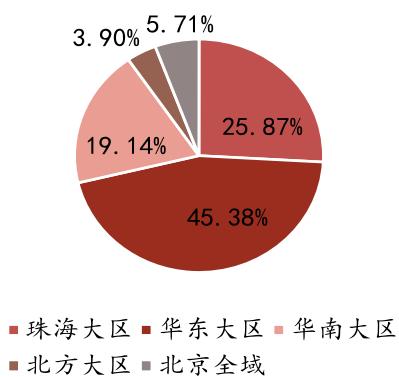
图 5：2021 年销售金额（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

布局五大区域实现全国化拓展，华东大区贡献突出。公司目前华东、珠海、华南协同发力的格局业已成型，其他区域表现稳定。2021 年，珠海大区全年完成销售 315.3 亿元，销售占比 25.9%，稳居珠海龙头地位；华东大区全年完成销售 530.9 亿元，销售占比 45.4%，贡献突出；华南大区全年完成销售 233.3 亿元，销售占比 19.1%；北方大区全年完成销售

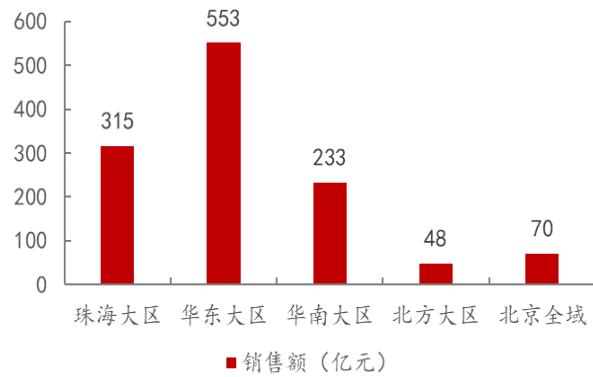
47.5亿元，销售占比3.9%；北京区域全年完成销售69.6亿元，销售占比5.7%，区域销售更加均衡。

图 6：2021 销售区域分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2021 区域销售额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

华东珠海华南格局成型，重视高质量土储布局。公司坚持“战略深耕、精准布局”的投资策略，聚焦一、二线核心重点城市。2021年，公司开发投资项目119个，总建筑面积超2170万平方米，公司持续优化在粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群的战略布局，形成珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区、北京区域的“4+1”的新管控格局。同时首进徐州、义乌，城市更新项目，走出大本营斩获土地，实现从“0”到“1”的突破。目前，公司已进驻全国47个主要城市，一、二线城市土储占比超90%，土地储备计容建筑面积544万平方米，土储资源充足。

3 产品体系迭代升级，“一核两翼”加速布局

产品体系迭代升级，打造品质有限核心竞争力。公司打造全新“6+1”优+产品体系，“6”涵盖规划、建筑、户型、景观、装修、配套在内6个方面，“1”指1个方面的服务。公司60多个项目斩获广厦奖、鲁班奖、詹天佑奖、亚洲不动产奖、德国设计奖、缪斯国际设计大奖、等国内外重要奖项和认证。在规划设计、园林景观、室内设计、标准研发、工程质量等方面都备受各界赞誉，品牌影响力持续巩固提高。

多元业务协同发展，积极践行“一核两翼”业务战略。公司以住宅业务为核心，持续优化商业运营与上下游产业链两翼，“一核两翼”战略加速布局。报告期内，珠海、太仓、威海、中山、武汉等城市的六大重点项目开业，全面打响华发商业品牌；阅潮、华商百货和华发奥特美康体中心三大自营业务线已逐步成型，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟。公司上下游产业链稳步拓展，多元产业格局持续深化，旗下子公司不断取得突破。报告期内，公司旗下设计公司完成专利申报130项；代理公司二手租售及外联成交能力稳步提升；更新公司在多个重点旧改项目上取得突破性进展；文传公司连续12年蝉联广东省广告十强单位。

图 8：公司一体两翼业务战略


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022-2024 年公司房地产销售金额增速为 16%/11%/9%，毛利率分别为 25.3%/25.0%/24.8%；

假设 2：2022-2024 年公司其他业务营收增速分别为 20%/17%/13%，毛利率分别为 29.3%/29.3%/29.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
房地产	收入	48599	56375	62576	68208
	增速	1.0%	16.0%	11.0%	9.0%
	毛利率	25.6%	25.3%	25.0%	24.8%
其他业务	收入	2641	3169	3708	4190
	增速	-8.70%	20.0%	17.0%	13.0%
	毛利率	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%
合计	收入	51240	59544	66284	72398
	增速	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%
	毛利率	25.82%	25.51%	25.24%	25.06%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

我们选取越秀地产、建发国际集团、华侨城 A、保利发展四家可比公司，2022 年四家公司平均 PE 为 6.52 倍，我们给予公司 2022 年 6.5 倍 PE，对应目标价 11.05 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
0123.HK	越秀地产	222.54	3,589	4,322	4,716	5,324	4.80	5.15	4.72	4.18
1908.HK	建发国际集团	215.50	3,517	4,477	5,577	6,675	5.27	4.81	3.86	3.23
000069.SZ	华侨城 A	630.72	3,799	7,057	8,104	6,756	15.20	8.94	7.78	9.34
600048.SH	保利发展	2,179.79	27,577	30,395	32,372	35,261	6.78	7.17	6.73	6.18
平均值							8.01	6.52	5.78	5.73

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

业绩结算不及预期、政策调控风险、多元业务拓展不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51240.68	59544.83	66284.91	72398.88	净利润	4676.65	5384.04	5829.90	6276.65
营业成本	38020.49	44353.85	49554.98	54256.24	折旧与摊销	151.45	148.29	148.29	148.29
营业税金及附加	3361.39	3925.80	4362.88	4767.95	财务费用	234.97	285.82	318.17	347.51
销售费用	1582.08	1789.81	2010.46	2189.33	资产减值损失	-0.97	-30.40	-20.27	-23.65
管理费用	1527.36	1749.10	1956.66	2133.65	经营营运资本变动	-823.64	-16918.14	-19142.97	-16560.21
财务费用	234.97	285.82	318.17	347.51	其他	31822.26	-389.19	-459.87	-462.97
资产减值损失	-0.97	-30.40	-20.27	-23.65	经营活动现金流净额	36060.71	-11519.59	-13326.74	-10274.37
投资收益	575.14	350.00	370.00	390.00	资本支出	-1895.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	19.60	100.00	100.00	100.00	其他	-42090.11	3247.47	-1337.42	-395.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43985.55	3247.47	-1337.42	-395.31
营业利润	6962.00	7920.86	8572.03	9217.83	短期借款	-8235.88	-1030.41	7428.32	14504.49
其他非经营损益	-132.91	-117.90	-122.90	-121.24	长期借款	-2240.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	6829.09	7802.95	8449.13	9096.60	股权融资	253.09	0.00	0.00	0.00
所得税	2152.44	2418.92	2619.23	2819.94	支付股利	0.00	-1043.35	-1051.03	-1124.63
净利润	4676.65	5384.04	5829.90	6276.65	其他	25250.04	4413.66	681.83	652.49
少数股东损益	1481.90	1789.87	1907.84	2064.90	筹资活动现金流净额	15026.51	2339.91	7059.13	14032.35
归属母公司股东净利润	3194.75	3594.17	3922.06	4211.76	现金流量净额	7106.17	-5932.21	-7605.03	3362.68
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	49993.95	44061.74	36456.70	39819.38	成长能力	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%
应收和预付款项	5331.00	6694.43	7292.57	8045.04	销售收入增长率	9.50%	13.77%	8.22%	7.53%
存货	217377.95	246133.47	272532.14	295672.87	营业利润增长率	2.56%	15.13%	8.28%	7.66%
其他流动资产	39984.20	42567.26	48803.68	52777.11	净利润增长率	9.00%	13.70%	8.18%	7.47%
长期股权投资	21474.90	21524.90	21594.90	21684.90	EBITDA 增长率				
投资性房地产	12039.34	8659.83	9916.00	10205.05	获利能力	25.80%	25.51%	25.24%	25.06%
固定资产和在建工程	3041.50	2929.68	2817.87	2706.06	毛利率	6.53%	6.42%	6.46%	6.45%
无形资产和开发支出	468.60	447.52	426.43	405.34	三费率	9.13%	9.04%	8.80%	8.67%
其他非流动资产	5345.60	5830.20	6314.81	6799.42	净利率	4.88%	5.32%	5.50%	5.65%
资产总计	355057.03	378849.03	406155.09	438115.17	ROE	1.32%	1.42%	1.44%	1.43%
短期借款	1030.41	0.00	7428.32	21932.82	ROA	3.12%	3.36%	3.23%	3.14%
应付和预收款项	35242.00	43316.06	50407.82	56794.23	ROIC	14.34%	14.03%	13.64%	13.42%
长期借款	77169.92	77169.92	77169.92	77169.92	EBITDA/销售收入				
其他负债	145723.44	157202.65	165209.76	171126.90	营运能力	0.15	0.16	0.17	0.17
负债合计	259165.78	277688.64	300215.82	327023.87	总资产周转率	28.27	21.74	25.23	28.78
股本	2117.16	2117.16	2117.16	2117.16	固定资产周转率	241.91	192.11	204.14	196.55
资本公积	926.42	926.42	926.42	926.42	应收账款周转率	0.18	0.19	0.19	0.19
留存收益	13713.14	16263.97	19135.00	22222.13	存货周转率	138.04%	—	—	—
归属母公司股东权益	20818.70	24297.98	27169.01	30256.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	75072.55	76862.42	78770.26	80835.15	资本结构	72.99%	73.30%	73.92%	74.64%
股东权益合计	95891.25	101160.40	105939.27	111091.30	资产负债率	38.93%	35.96%	35.74%	37.25%
负债和股东权益合计	355057.03	378849.03	406155.09	438115.17	带息债务/总负债	2.05	1.99	1.90	1.82
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	流动比率	0.62	0.55	0.48	0.46
EBITDA	7348.42	8354.96	9038.50	9713.64	速动比率	0.00%	29.03%	26.80%	26.70%
PE	5.43	4.82	4.42	4.12	股利支付率				
PB	0.18	0.17	0.16	0.16	每股指标	1.51	1.70	1.85	1.99
PS	0.34	0.29	0.26	0.24	每股收益	45.29	47.78	50.04	52.47
EV/EBITDA	6.68	7.94	8.54	8.95	每股净资产	17.03	-5.44	-6.29	-4.85
股息率	0.00%	6.02%	6.06%	6.49%	每股经营现金	0.00	0.49	0.50	0.53
					每股股利	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn