



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

布局核心深耕区域，地方龙头水暖先知

— 华发股份（600325.SH）深度报告

2022 年 4 月 17 日

证券研究报告

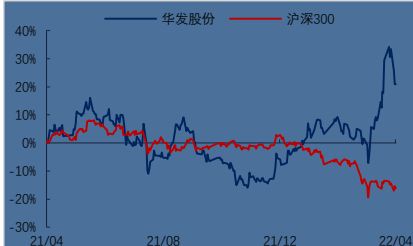
公司研究

深度报告

华发股份(600325.SH)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.67
52周内股价	8.44-5.13
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	6.09
总股本(亿股)	21.17
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	162.39

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

布局核心深耕区域，地方龙头水暖先知

2022年4月17日

本期内容提要：

- ◆ **国资背景禀赋优异，资源协同潜力巨大。**公司第一大股东为珠海国资委控股的华发集团，持股 26.51%，除此之外前十大股东合计持股 14.87%，股权较为分散，控制权稳定。大股东凭借国资背景，深度参与珠海城市发展，土储丰厚，且公开承诺未来手中土地资源将交由上市公司开发，丰富资源可与上市公司协同。
- ◆ **多年深耕出成效，销售再上新台阶。**公司坚持城市深耕战略，以点扩面，大本营珠海龙头地位稳固，华东大区 2021 年全年完成销售 553.20 亿元，销售占比 45.38%；华南大区全年完成销售 233.30 亿元，销售占比 19.14%，深耕区域业绩贡献持续增长。同时多年深耕铸就独特优势，从供给端和需求端，公司均处于优势地位，未来中小房企及出险房企退出，将给公司带来极大业绩提升。
- ◆ **拿地聚焦重点区域，多元化手段帮助盈利改善。**公司坚持战略聚焦，近两年来拿地均围绕深耕城市群，加大一二线城市拿地比例；以销定产，保证供货节奏。结合公开市场招拍挂及非公开市场收并购、旧改及通过大股东获取优质地块等手段，公司土储来源丰富。且非公开拿地在当下可以避免竞争，有利于公司以更好对价获取优质土储，确保项目利润。同时并购贷等政策工具与公司诉求契合，将极大助力公司弯道超车。
- ◆ **匠心品质树立长期优势，融资渠道筑独特护城河。**公司“优+”产品体系已经迭代至 4.0，未来系、城市系、四季系、府系、TOP 系五大产品线满足不同需求的购房人群，树立公司产品力竞争优势。融资方面公司通过中期票据，长租公寓类 REITS、供应链 ABS 等手段融资，充分利用国资背景，渠道通畅且手段多元化。融资成本由 2014 年 9.55% 降至 2021 年的 5.80%，下降明显，未来仍有进一步下降空间。
- ◆ **管理提升带来盈利能力改善，一核两翼打开未来空间。**公司通过成本管控，数字化治理等手段，打通公司管理全流程，2014-2021 年，合约销售金额口径的销售费用率和管理费用率分别由 2.8%、3.99% 下降至 1.30%、1.25%，存货周转率由 0.12 提升至 0.18，预收款/销售收入保障倍数由 0.72 提升至 1.24，管理效果持续释放，带动未来业绩提升。同时公司坚持推进相关多元化，目前已取得良好成果，未来将成为新的增长极。
- ◆ **预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.66/1.81/2.03 元/股。**随着公司此前销售项目陆续进入结算周期，其他业务保持稳定，公司营收规模有望提升。首次覆盖，给予公司买入评级，目标价 12.79 元/股。
- ◆ **风险因素：**房地产调控政策收紧或放松不及预期，地产行业销售下行幅度超预期，公司地产开发业务和其他业务拓展不及预期

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	51,006	51,241	60,068	65,884	71,015
增长率 YoY %	53.9%	0.5%	17.2%	9.7%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,902	3,195	3,513	3,838	4,290
增长率 YoY%	4.3%	10.1%	9.9%	9.3%	11.8%
毛利率%	24.3%	25.8%	24.5%	24.0%	24.3%
净资产收益率 ROE%	13.8%	15.3%	14.4%	13.6%	13.2%
EPS(摊薄)(元)	1.16	1.34	1.66	1.81	2.03
市盈率 P/E(倍)	6.61	5.72	4.62	4.24	3.78
市净率 P/B(倍)	0.77	0.78	0.67	0.58	0.50

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 14 日收盘价

目 录

投资聚焦	5
1 背靠集团，厚积薄发	6
1.1 三十年砥砺前行，风雨后再起征程	6
1.2 背靠珠海国资委，控股股东资源协同	6
1.3 长效激励效果明显，业绩持续释放	9
1.4 长期保持深耕战略，平稳风格筑就坚实基础	10
2 业绩稳步上台阶，销售保持“中而美”	11
2.1 业绩稳定增长，利润率底部企稳	11
2.2 销售保持“中而美”，多年深耕出回报	12
3 拿地审时度势，集中区域聚焦	16
3.1 拿地节奏逐渐加快，集中拓展核心区域	16
3.2 拿地渠道多元，拿地利润率触底回升	18
4 品质凸显公司匠心 融资优势筑就独特护城河	19
4.1 塑造高端房企品质，奠定长期竞争优势	19
4.2 资金状况持续改善，三条红线全面转绿	20
5 管理优化释放红利 多元业务稳定发展	23
5.1 管理优化释放业绩红利，财务表现持续改善	23
5.2 坚持“一核两翼”战略，持续推进相关多元化	23
预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.66/1.81/2.03 元/股，给予“买入”评级	25
风险因素	27

图 表 目 录

图表 1：华发股份发展历程	6
图表 2：华发股份股权结构	7
图表 3：华发集团业务板块	7
图表 4：华发集团横琴土地示意图	8
图表 5：股权激励授予情况	9
图表 6：股权激励条件达成情况	9
图表 7：商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局	10
图表 8：2016-2021 年营业收入及增速	11
图表 9：2016-2021 年归母净利润及增速	11
图表 10：2016-2021 年竣工面积及同比增速	11
图表 11：2016-2021 年结算毛利及结算毛利率	11
图表 12：2016-2021 年归母净利润及净利润率	12
图表 13：2016-2021 年少数股东损益及占比	12
图表 14：2013-2021 合约销售金额及同比增速	12
图表 15：2013-2021 合约销售面积及同比增速	12
图表 16：公司销售结构图（%）	13
图表 17：2022Q1 房企全口径销售额（亿元）	13
图表 18：公司重点城市布局	13
图表 19：华发股份城市扩张进程及各城市销售面积（万平方米）	14
图表 20：珠海区域销售金额及占比	15
图表 21：各区域销售占比(%)	15
图表 22：集中供地 22 城国企与民企成交对比	15
图表 23：集中供地 22 城 TOP100 房企成交占比	15
图表 24：公司主要城市销售额及排名	16
图表 25：公司主要城市市占率	16
图表 26：公司历年拿地总额	16
图表 27：公司历年楼面价/销售均价	16
图表 28：新增土储按城市能级分布占比（%）	17
图表 29：新增土储按区域分布占比（%）	17
图表 30：公司历年土储面积	17
图表 31：公司 2021 年土储情况分布（%）	17
图表 32：存量土储与当期销售面积倍数（倍）	18
图表 33：新开工面积+存量土储与当期销售面积倍数（倍）	18
图表 34：货值排名前十城市（亿元）	19
图表 35：公司 2021 年货值分布情况(%)	19
图表 36：华发“优+”4.0 产品体系	19
图表 37：未来系产品：武汉华发未来荟	19

图表 38: 城市系产品: 珠海华发新城.....	20
图表 39: 四季系产品: 上海华发四季.....	20
图表 40: 府系产品: 上海华发静安府.....	20
图表 41: TOP 系产品: 珠海华发广场 II 横琴湾	20
图表 42: 2014-2021 公司平均融资成本	21
图表 43: 2014-2021 净负债率 (%)	21
图表 44: 2014-2021 现金短债比 (倍)	21
图表 45: 2014-2021 剔除预收款的资产负债率 (%)	21
图表 46: 2021Q4 以来并购贷领域政策.....	22
图表 47: 公司销售费用及占比	23
图表 48: 公司管理费用及占比	23
图表 49: 2014-2021 年公司存货及存货周转率	23
图表 50: 2014-2021 年公司预收账款及收入倍数.....	23
图表 51: 珠海华发商都.....	24
图表 52: 华发阅潮书店.....	24
图表 53: 华商百货.....	24
图表 54: 华发 5A 级写字楼.....	24
图表 55: 公司各项业务盈利预测.....	25
图表 56: 公司 NAV 测算	26
图表 57: 可比公司估值	26

投资聚焦

报告亮点：

结合公司背景分析其资源协同优势，同时从销售、土地、产品、融资等层面详细阐述公司情况及业绩潜力。

在盈利预测层面，采取 NAV 和可比公司估值分别对公司进行绝对估值和相对估值。

投资逻辑：

背靠华发集团，土储资源丰富。华发股份成立于 1992 年，其母公司为珠海本地龙头国企华发集团。华发集团深度参与珠海城市运营，全面负责十字门商务区、珠海保税区及富山工业园区等珠海多地的总体规划设计、土地一级开发、市政基础设施、重点项目建设和招商引资工作，土储丰厚。受限于对上市公司承诺，华发集团所持有的土地均将交由或托管于华发股份进行开发，协同资源优势明显。

业绩稳步再上台阶，城市深耕业绩长期看好。2021 年公司全年实现销售金额 1218.9 亿元，同比增长 1.2%，实现销售面积 468.8 万平方米，同比下降 7.0%，对应销售均价 26000 元/平方米，同比增长 8.7%，创下近年来的新高。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。公司持续布局核心城市，在行业下行情况下业绩表现优于大市，未来市场从供给端看中小型房企拿地愈发困难，后期供货不足，从销售端看出险房企退出进一步腾出市场，公司在保持现有竞争力的情况下未来业绩有望再次提升。

拿地集中于核心区域，未来率先受益于市场复苏。公司 2020 年以来拿地转变布局思路，战略聚焦深耕区域，集中于一二线城市，三线城市占比回落，当年拿地金额占比已不到 10%，同时新增土储集中布局之前已经进入的核心城市群，受益于华东区域去化顺畅，公司在长三角区域土储增加明显。从在手货值看，货值排名前五的城市分别为珠海、上海、武汉、绍兴、南京，前五大城市公司合计货值 2300 亿元，占比 58%。占比超过公司总货值的 50%。上述城市中除绍兴外均为一线或强二线城市，人口长期保持净流入，对房地产市场形成强力支撑。在行情回暖过程中，核心城市需求更为旺盛，将率先回暖。而公司亦将受益于土储布局，率先受益于市场复苏。

产品凸显匠心，融资优势铸造独特护城河。公司建立具有竞争力的“优+”产品体系，并已迭代至 4.0。长期以来华发产品力铸造良好口碑，荣膺亚洲不动产奖、广厦奖、鲁班奖等国际国内多项大奖，而在地产行业竞争愈发激烈的情况下，华发优秀的产品力奠定其长期竞争优势。在融资层面公司改善亮眼，平均融资成本从 2020 年 6.17%下降至 2021 年 5.80%，“三道红线”全面转绿，同时依托集团层面多元化的融资手段，公司融资渠道通畅，百亿中票发行在途，在行业融资收紧的背景下更显独特优势。

财务状况：管理提效，两费费率持续下探，未来业绩保障增强。公司持续推进精细化管理，自 2014-2021 年，合约销售金额口径的销售费用率和管理费用率分别由 2.8%、3.99%下降至 1.30%、1.25%，精细化管理成效已显。虽因房地产市场下行，项目去化难度加大，21 年两费费率有所提升，但随着市场企稳，预计未来仍将保持较低的费用率水平。存货周转率由 0.12 提升至 0.18，周转速度稳步加快。预收款/销售收入保障倍数在 2014-2021 年由 0.72 提升至 1.24，伴随公司结算稳步推进，未来业绩有较强的确定性。

1 背靠集团，厚积薄发

1.1 三十年砥砺前行，风雨后再起征程

公司成立于 1992 年 8 月，脱胎于 1980 年，与珠海经济特区同时成立珠海华发集团，作为珠海国资委旗下最重要的地产开发平台，华发股份的发展经历了三个阶段：

珠海起步，踔厉奋发（1992 年-2003 年）：1994 年公司获得国家一级开发资质，开发鸿景花园、美景山庄、九洲花园等项目，积累了项目开发经验。代表楼盘获得“全国优秀示范小区”等奖项，奠定了在珠海的良好口碑。

资本加持，异地开发（2004 年-2011 年）：2004 年，华发股份在上海证券交易所挂牌上市，同年开始着手打造中山华发生态园，迈出异地开发第一步。公司在资本市场的表现也具有典型意义，2006 年华发股份发行 4.3 亿元可转债，是实施股权分置改革以来首个可转债再融资项目和首个房地产上市公司公开再融资项目。在资本加持下，公司业务迅速扩张，广泛收购广东省内地块，迈出珠海，面向省内。

立足珠海，布局全国（2012 年-2019 年）：2012 年开始，公司实施“立足珠海，面向全国，开拓海外”战略，加快全国化布局，截止 2019 年底，已扩展至全国 40 余主要城市，形成珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 个大区及北京公司的“6+1”区域布局，实现了从珠海华发到中国华发的转身。

聚焦发展，一核两翼（2020 年至今）：公司战略再升级，紧密围绕“立足珠海、面向全国”的发展思路，聚焦大湾区、长三角、京津冀及长江经济带，形成珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区及北京区域的“4+1”战略布局。同时公司提出“一核两翼”战略，以住宅业务为核心，商业地产和上下游产业链协同发展。

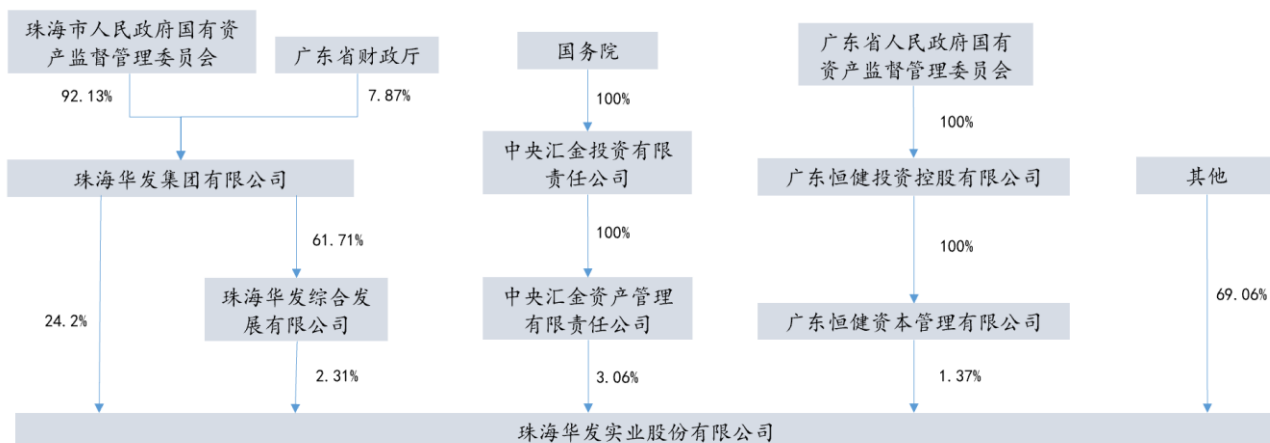
图表 1：华发股份发展历程



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 背靠珠海国资委，控股股东资源协同

股权结构明细，大股东控制权稳定。截止 2021 年末，珠海华发集团有限公司直接持有公司 24.2% 股权，通过珠海华发综合发展有限公司持股 2.31%，合计 26.51%，为公司控股股东。股权结构相对简单，虽然集团持股比例不高，但公司股权较为分散，大股东控制权相对稳定。

图表 2：华发股份股权结构（2021 年）


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

控股股东实力雄厚，丰富资源带来大量协同效应。珠海华发集团有限公司成立于 1980 年，是珠海最大的综合型国有企业集团和全国知名的领先企业。其控股华发股份（600325.SH）、华金资本（000532.SZ）、华发物业服务（0982.HK）、庄臣控股（1955.HK）、维业股份（300621.SZ）、华灿光电（300323.SZ）、光库科技（300620.SZ）、迪信通（6188.HK）8 家上市公司。其业务覆盖城市运营、房产开发、金融产业、实业投资、商贸服务、现代服务等方面。

图表 3：华发集团业务板块

城市运营	业务涵盖城市片区及产业园综合开发运营、公共服务设施开发建设、城市更新、公建物业开发等城市运营全领域，项目遍布珠海市所有的行政区和功能区分，成功发展为国内排名前 10 的产业新城运营商。
房产开发	以华发股份为平台，积极推动主业转型升级，形成了以住宅为主业，商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局。
金融产业	主体为珠海华发投资控股集团有限公司，在短短八年间迅速发展壮大，成功晋升 AAA 主体信用评级，成为中国地级市中牌照最齐全的综合型运营企业。
实业投资	以华金资本、英飞尼迪、珠海科创投等投资平台为主体，重点布局高端制造、医疗健康、互联网与新兴科技、新能源、新材料等新兴产业领域。
商贸服务	以金属材料、矿产品、建材产品、石化产品、农副产品等大宗商品贸易和汽车贸易为主，并不断向全产业链拓展。
现代服务	致力于打造高端高质量现代服务运营平台，拥有生产型服务业、城市生活型服务业与综合型服务业三大类。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

华发集团 2020 年收入和毛利构成中，房地产业务收入 478 亿元，占比 44.6%，毛利 154 亿元，占比 78.7%。地产业务为公司收入和利润的主要贡献来源。集团房地产业务分为城市运营和房产开发两个板块，其中房产开发以上市公司华发股份为主要平台。为了避免与上市公司同业竞争，集团于 2004 年做出承诺：如本集团在华发股份经营区域以外的其他地域涉及与华发股份经营范围相同或相类似的业务或项目，在华发股份明确表示不进入该市场的前提下，可由本集团继续经营；如华发股份明确表示进入该市场，则应将业务或项目转让给华发股份或以合作方式由华发股份为主开发。

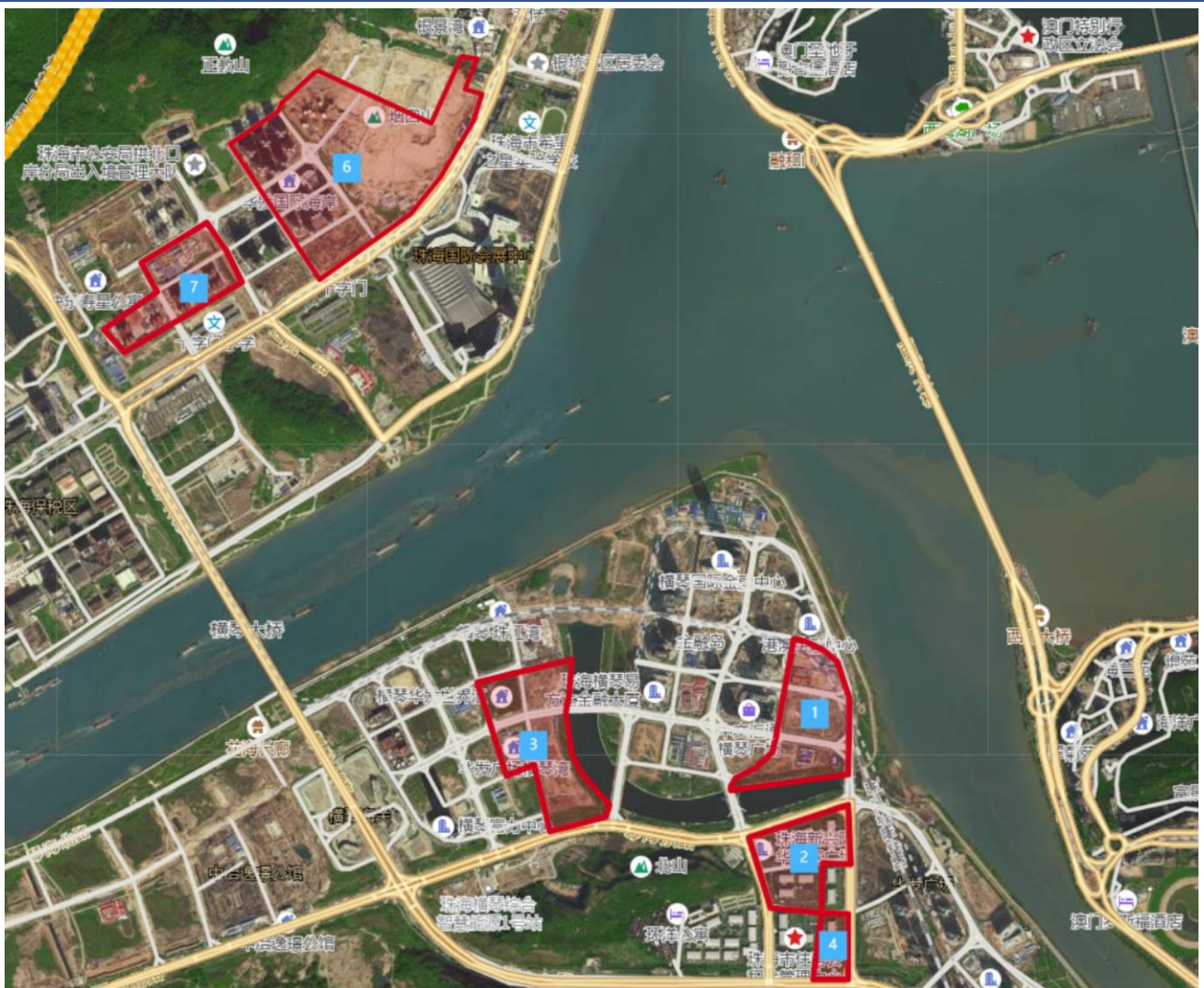
2009 年 5 月，珠海市政府授权华发集团子公司珠海十字门中央商务区建设控股有限公司负责 5.77 平方公里的横琴十字门中央商务区的总体规划、土地一级开发等工作。十字门

控股又下设珠海十字门城建有限公司负责其中 13#、18#、19#、25#、29#地块，该项目总占地面积为 16.93 万平，计容建筑面积 59.01 万平。2018 年 12 月，华发股份以 35.15 亿现金增资形式取得十字门城建 50%股权，主导对该项目开发。

此外从 2019 年 7 月到 2020 年 7 月，集团陆续以托管形式委托华发股份开发珠海横琴国际金融中心打发项目住宅部分及非住宅部分、珠海国际会展中心二期项目公建部分、华发国际海岸花园项目（9#、10-a#、10-b#、14#、15-a#、15-b#、20#、21#、26#地块）、富山产业服务中心项目、富山科创中心项目、富山智造小镇生活中心项目、富源公司名下住宅用地项目、阳江高新区 A3 地块项目、阳江阳东创意湖地块项目、珠海市工人文化宫及市方志馆项目 S1、S3 及 S5 区域、十字门控股名下 17 宗用地项目。托管内容包括注册商标许可使用、工程全流程管理及营销管理等。托管条件类似，均为商标使用费 0.5%，营销管理费 2%（若使用营销渠道为 2.5%），除国际金融中心大厦及会展中心项目外，其余项目还包括 2.5%的工程顾问费，上述费用均以实际回款金额为基数计算，非销售部分按照建安成本 8%提取工程顾问及营销管理费，华发股份可取得上述项目总货值 5%左右收益。

根据珠海市自然资源局数据，截止 2021 年末，全市存量宅地中仍有 28.83 万平方米归属于华发集团，且未来仍有可能依托城市运营获取更多土地，依照华发集团承诺，未来这部分资源有望通过托管或者收并购等形式交由上市公司开发管理，公司将依托集团的资源优势，在珠海区域的相关开发业务上获取更多利益。

图表 4：华发集团横琴土地示意图



资料来源：公司公告，珠海市自然资源局，信达证券研发中心

1.3 长效激励效果明显，业绩持续释放

灵活运用市场化激励手段，实现长效激励。不同于一般国企对激励手段较为保守的态度，公司采取多种激励手段激发管理层积极性。2017 年公司发布股权激励计划，向 181 名激励对象合计授予 817 万股股票，占当时股本总额的 0.7%。激励对象包括公司董事、高级管理人员及中层管理人员。

图表 5：股权激励授予情况

姓名	职务	授予限制性股票额度 (万股)	获授权益占授予总量 比例 (%)	标的股票占总股本 比例 (%)
刘亚非	董事局副主席	30	3.67%	0.03%
刘克	董事局副主席	30	3.67%	0.03%
陈茵	董事、总裁	30	3.67%	0.03%
俞卫国	董事、常务执行副总裁、财务总监	27	3.33%	0.02%
郭凌勇	执行副总裁	25	3.06%	0.02%
张延	党委书记、执行副总裁	25	3.06%	0.02%
侯贵明	董事局秘书	25	3.06%	0.02%
中层管理人员 (合计 174 人)		625	76.50%	0.53%
限制性股票合计授予 181 人		817	100%	0.70%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

同时设置限制性股票解锁条件，以 2015 年为基准年，2017-2020 年净利润增长率分别不低于 20%、30%、40%、50%；净资产收益率不低于 8.5%、8.8%、9%、9.5%；主营业务比率不低于 97%。至 2020 年，全部考核条件均超额完成，业绩表现亮眼。

图表 6：股权激励条件达成情况

年份	扣非后归母净利润 增长率 (考核)	扣非后归母净利润 增长率 (实际)	净资产收益率 (考核)	净资产收益 率 (实际)	主营业务收入 占比 (考核)	主营业务收入 占比 (实际)
2017	20%	146.78%	8.5%	12.47%	97%	101.36%
2018	30%	251.63%	8.8%	18.40%	97%	100.39%
2019	40%	330.58%	9%	20.10%	97%	99.15%
2020	50%	332.46%	9.5%	13.75%	97%	99.93%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

除此以外，公司还积极实施项目跟投激励、投拓奖励制度和董事局奖励基金等手段完善激励机制，激发公司活力。1) **项目跟投制度**要求项目核心成员强制跟投，允许股份本部、区域公司、城市公司其他成员资源跟投，跟投总金额不超过资金峰值 5%，未设跟投亏损下限。2) **投拓奖励机制**对为公司获取优质土地项目的员工施行激励，为未来公司发展战略提供足够土地储备。3) **董事局专项奖励基金**对公司经营业绩提升、管理提升、产品创新有突出贡献的人员进行奖励。结合上述政策，公司建立起长效激励机制与专项激励制度相结合的激励体系。自 2017-2021 年公司销售额复合增速 40.8%、销售面积复合增速 36.8%，激励手段取得良好成果。

公司虽为国企，但积极探索实施市场化的激励手段，将员工个人利益和公司利益结合，充分调动主观能动性，同时降低代理成本，帮助管理层平衡长期目标和短期利益，提高组织

整体运行效率。在管理效率上可与市场化的民营企业相媲美。

1.4 长期保持深耕战略，平稳风格筑就坚实基础

公司管理层长期供职华发，管理风格平稳。目前李光宁先生任华发股份董事局主席、陈茵、郭凌勇、汤建军任董事局副局长，谢伟、俞卫国、许继莉、郭瑾、张延任非独立董事。上述高管团队均长期供职于华发，对公司价值观及长期战略认可度较高，能够保证管理风格和战略方向平稳，保证长期战略的一致性。

着力精品战略与区域深耕，探索“一核两翼”发展模式。公司推行精品战略，着力于产品力的提升，持续增强研发能力和创新水平。结合优+产品体系 4.0，推动产品品质和竞争力不断提升；在区域拓展上，确保珠海的龙头地位，持续聚焦粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域一级长江经济带等核心城市群，主要拓展核心城市、核心地段的城区盘，开拓多元化拿地手段，强化合作开发、项目并购、城市更新等多种非公开市场拿地手段；同时稳步推进以住宅开发为主业，商业地产、上下游产业链同步前行的“一核两翼”业务发展格局。

图表 7：商业地产与上下游产业链同步发展的“一核两翼”格局



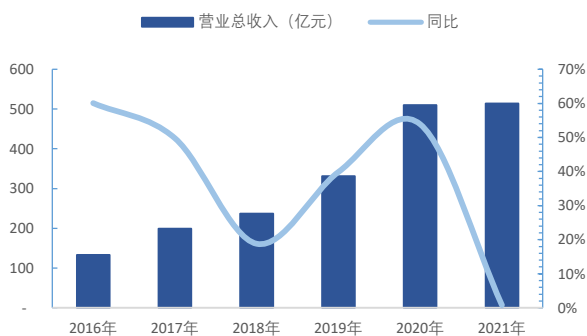
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2 业绩稳步上台阶，销售保持“中而美”

2.1 业绩稳定增长，利润率底部企稳

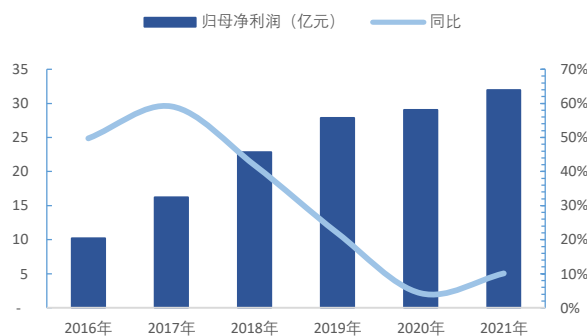
公司此前发布 2021 年年报，全年实现营业收入 512.41 亿元，同比增长 0.46%，实现归属于上市公司股东净利润 31.95 亿元，同比增长 10.09%。在 2021 年地产企业业绩普遍下滑的情况下，公司业绩仍能保持稳定增长，实属难能可贵，体现了公司一直以来的业绩稳定性，自 2016 年到 2021 年，公司营业收入，规模净利润 CAGR 分别达到 31% 和 26%，规模业绩持续保持稳步提升。

图表 8：2016-2021 年营业收入及增速



资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 9：2016-2021 年归母净利润及增速

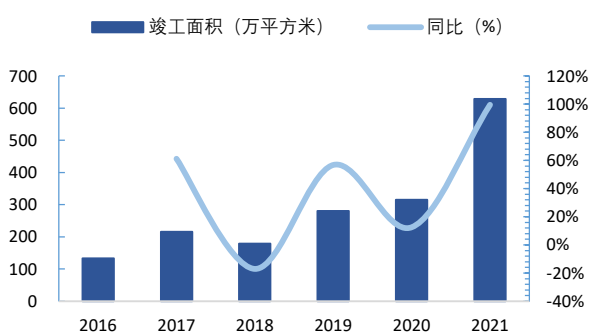


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

公司 2021 年实现竣工面积 628.40 万平方米，同比增长 99.5%，虽然竣工面积大幅增长，但结算收入没有明显增加，主要因 2021 年公司结算项目中区域结构调整所致，但公司归母净利增速仍然高于公司收入增长主要在于：

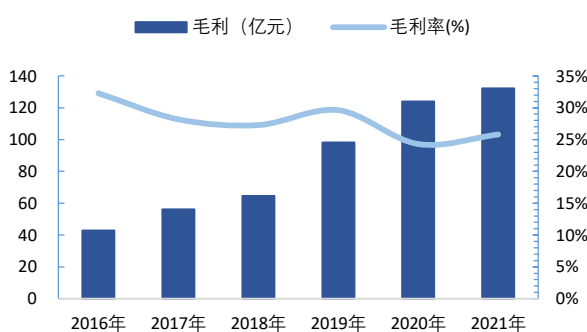
1、公司结算项目毛利率有所提升，在今年行业毛利普遍下滑的情况下，公司结算毛利率较去年提升了 1.5 个百分点至 25.8%，且除 2020 年之外，公司此前毛利一直维持在 27% 以上，在行业内处于较高水平。但随着未来 2020 年和 2021 年低毛利项目逐步进入结算期，预计公司在今明两年内结算毛利率可能会有一定的下降压力。

图表 10：2016-2021 年竣工面积及同比增速



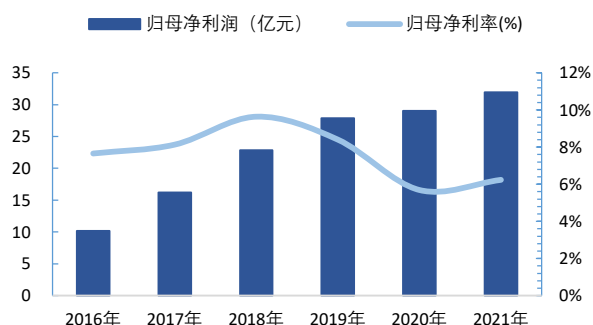
资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 11：2016-2021 年结算毛利及结算毛利率

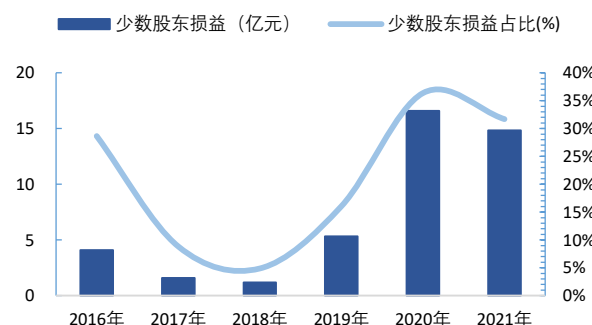


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

2、公司结算项目中，合作项目占比有所下降，同时高权益类项目占比提升，带动公司少数股东损益占净利润比较当期有所下降。因而公司归母净利润率较 2020 年提升 0.5 个百分点至 6.2%。过去公司少数损益占比一直保持在较低水平，随着近年来公司规模不断提升，合作开发、收并购等拿地手段越发丰富，我们预计未来少数股东损益占比将维持在这一水平。

图表 12：2016-2021 年归母净利润及净利润率


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

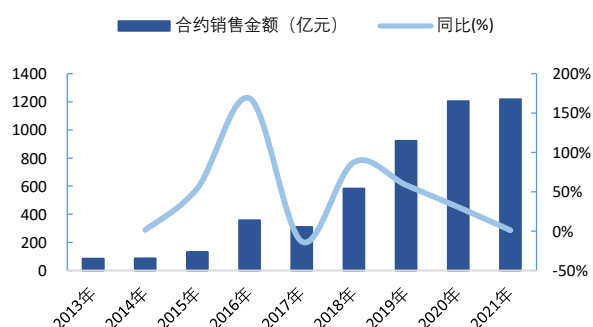
图表 13：2016-2021 年少数股东损益及占比


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

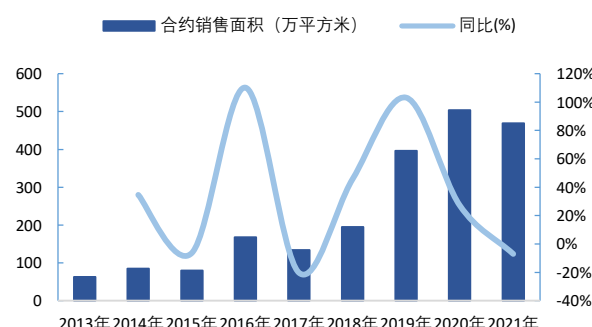
2.2 销售保持“中而美”，多年深耕出回报

全国化布局初步成型，销售保持“中而美”趋势。2021 年公司全年实现销售金额 1218.9 亿元，同比增长 1.2%，实现销售面积 468.8 万平方米，同比下降 7.0%，对应销售均价 26000 元/平方米，同比增长 8.7%，创下近年来的新高。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。

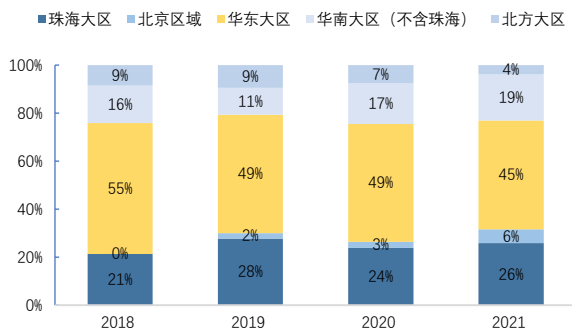
得益于公司良好的战略布局，华东、珠海、华南协同发力的格局已成型，其他区域表现稳定。2021 年，珠海大区全年完成销售 315.28 亿元，销售占比 25.87%，稳居珠海龙头地位；华东大区全年完成销售 553.20 亿元，销售占比 45.38%；华南大区全年完成销售 233.30 亿元，销售占比 19.14%；北方大区全年完成销售 47.51 亿元，销售占比 3.90%；北京区域全年完成销售 69.61 亿元，销售占比 5.71%。

图表 14：2013-2021 年合约销售金额及同比增速


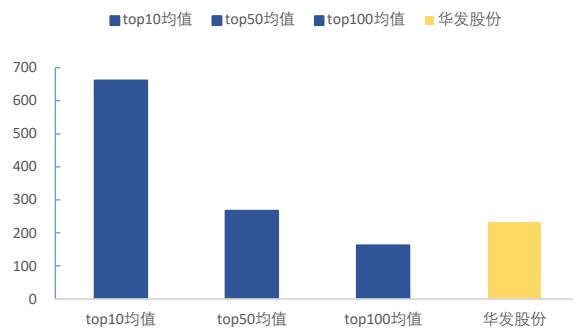
资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 15：2013-2021 年合约销售面积及同比增速


资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 16：公司销售结构图（%）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 17：2022Q1 房企全口径销售额（亿元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

以点拓面，深耕城市多点开花。公司销售表现以 2017 年为界，在此之前的 2013-2016 年，主要深耕珠海及周边城市，通过对珠海本地市场的深入挖掘，2013-2016 年销售金额从 84.59 亿元提升至 357.25 亿元，CAGR 为 61.8%。公司坚持“战略深耕，精准布局”，对已布局城市追求精耕细作，通过首先进入单点城市后外拓至周边城市群的方式有序扩张。公司首先于 2013 年进入武汉，取得王家墩 CBD 项目，在深耕武汉的基础上，2019 年公司通过梧桐湖项目进入鄂州市场，形成华中城市群布局；2014 年公司拿下上海张江及杨浦地块，然后在 2016、2017 年进入苏州、南京、嘉兴市场，布局华东城市群。至 2018 年，公司已拓展至全国三十余城市，形成以珠海为大本营，上海、广州、武汉、北京为核心城市，环渤海、长江经济带、粤港澳大湾区为重点发展区域的布局。

自 2013 年以来，布局城市次第开花结果。2013-2016 年，早期深耕的珠海及华南区域取得良好增长态势，带动公司销售金额、面积复合增速分别达 61.8%，38.4%；

图表 18：公司重点城市布局


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2017 年以后，随着“3-6-9”高周转战略的提出，及前期拓展城市逐渐开始发力，公司开始新一轮增长，2016-2021 年，公司销售金额从 357.3 亿元提升至 1218.9 亿元，CAGR 为 27.8%。2016-2021 年在保持珠海大本营龙头地位的基础上，早先布局的武汉、上海等

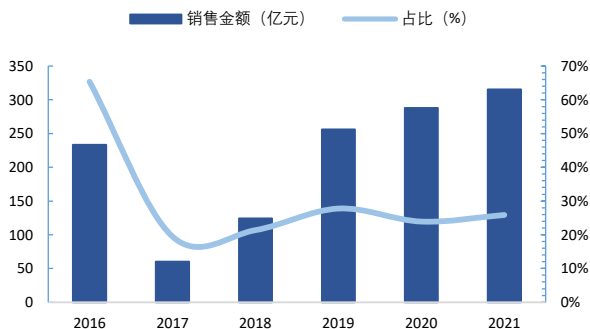
城市开始发力。从在售项目分布城市看，由 11 城提升至 38 城，更多城市开始贡献销售业绩。从销售金额看，珠海由 233.5 亿元提升至 315.13 亿元，21 年在珠海市占率达 22.6%，远超第二名 67.43 亿的销售业绩，牢牢把握龙头地位，但销售金额占公司整体比重由 65.37% 下降至 25.87%。越来越多的城市销售占比提升，华东大区从无到有，2021 年销售占比达 45.39%，除珠海外华南其他城市销售占比 19.14%，北方区域及北京合计占比 9.61%。公司业绩不再单独依赖珠海市场，区域间发展日趋均衡，降低了单一区域市场波动带来的影响，综合实力进一步增强。

进入到 2022 年，受行业下行影响，2022Q1 公司实现销售金额 231.9 亿元，较去年同期 280.7 亿元下降 17.4%，虽然公司销售有所下行，但百强房企 1 季度销售平均降幅 47.2%，公司下行幅度明显较百强房企更小，销售表现明显优于大市。

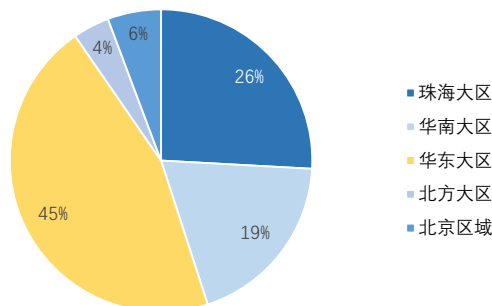
图表 19：华发股份城市扩张进程及各城市销售面积（万平方米）

城市	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
珠海	34.65	47.36	29.10	93.84	11.28	41.21	74.17	61.54	103.26
中山	0.98	6.50	10.95	18.63	19.95	18.91	15.81	27.12	12.64
包头	4.36	5.38	6.53	2.43	0.62	1.47	1.56	0.74	0.35
大连	5.88	2.73	4.33	6.39	5.22	8.66	9.19	6.57	4.76
沈阳	13.36	15.90	15.34	2.20	2.58	21.70	42.53	39.56	12.26
南宁	4.00	6.32	2.57	2.48	11.14	14.96	8.95	4.95	1.00
盘锦	-	0.95	0.89	1.11	0.18	-	-	-	-
广州	-	-	1.85	2.71	7.31	9.13	8.32	3.01	9.40
威海	-	-	8.21	14.45	15.70	14.09	18.98	12.79	5.38
上海	-	-	-	8.85	6.09	9.77	7.58	26.88	22.12
武汉	-	-	-	8.59	34.71	34.52	54.33	37.81	24.30
苏州	-	-	-	-	2.24	10.10	7.62	11.07	16.01
嘉兴	-	-	-	-	-	4.48	9.49	-	-
天津	-	-	-	-	-	2.97	4.51	1.46	4.22
温州	-	-	-	-	-	1.89	4.73	1.89	1.32
无锡	-	-	-	-	-	1.01	6.27	12.17	12.96
清远	-	-	-	-	-	-	0.96	5.67	1.79
江门	-	-	-	-	-	-	2.42	7.87	3.22
杭州	-	-	-	-	-	-	1.54	45.99	17.73
南京	-	-	-	-	-	-	2.45	19.19	34.47
太仓	-	-	-	-	-	-	9.82	-	-
青岛	-	-	-	-	-	-	3.46	1.43	2.44
北京	-	-	-	-	-	-	2.45	5.45	3.69
重庆	-	-	-	-	-	-	-	2.53	4.28
湛江	-	-	-	-	-	-	-	12.29	10.24
惠州	-	-	-	-	-	-	-	11.71	20.71
深圳	-	-	-	-	-	-	-	3.16	7.20
汕尾	-	-	-	-	-	-	-	0.25	0.31
郑州	-	-	-	-	-	-	-	1.98	3.24
烟台	-	-	-	-	-	-	-	2.29	3.75
宜昌	-	-	-	-	-	-	-	-	5.39
宁波	-	-	-	-	-	-	-	-	0.05
肇庆	-	-	-	-	-	-	-	-	1.54
长沙	-	-	-	-	-	-	-	-	28.42
南通	-	-	-	-	-	-	-	-	16.62
成都	-	-	-	-	-	-	-	-	6.86
昆明	-	-	-	-	-	-	-	-	10.90
绍兴	-	-	-	-	-	-	-	-	24.13
义乌	-	-	-	-	-	-	-	-	0.50
鄂州	-	-	-	-	-	-	-	-	6.83
西安	-	-	-	-	-	-	-	-	24.54

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

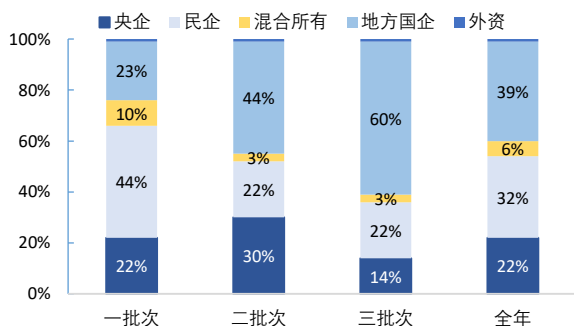
图表 20：2016-2021 年珠海区域销售金额及占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

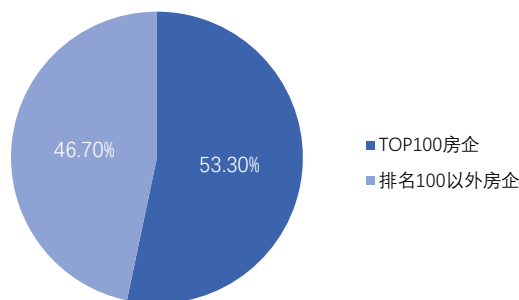
图表 21：2021 年各区域销售占比(%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

依托重点城市群深耕战略，或更加受益供给端出清过程。2020H2 以来，房地产市场承压，从供需两端发生变化。供给端表现为中小房企拿地难度明显加大，后续库存难以保障。以集中供地 22 城为例，从企业性质看，央企和地方国企拿地占比合计 61%，从企业规模看，TOP100 房企拿地金额合计 1.2 万亿元，占比 53.3%。中小房企在拿地中处于劣势，无法产生足够可售货值，后续竞争中地位更加劣势。而华发凭借国企背景及多元化拿地手段，保证足够土储可供开发。

图表 22：2021 年集中供地 22 城国企与民企成交对比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 23：2021 年集中供地 22 城 TOP100 房企成交占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

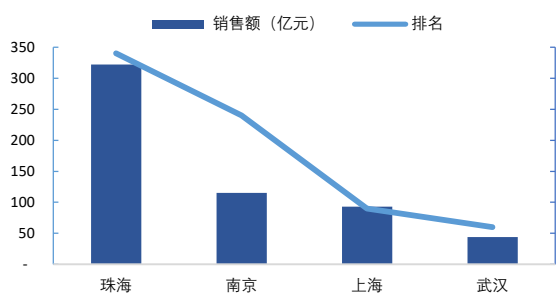
需求端则表现为购房者对出险房企项目信任程度降低。我们结合公司待售货值，对珠海、上海、武汉、南京四个城市情况进行分析。上述四城占公司截止 2021 年末未售货值 50%，能够反映公司未来经营情况。根据克而瑞数据，2021 年已出险房企在上述四城中销售金额占比分别为 12%，4%，12%，9%。当前华发股份在上述城市中销售占比分别为 22.6%，1.3%，1.0%，1.9%。未来出险房企逐步退出市场后，我们预计华发的销售占比可取得进一步增长。

而通过城市深耕，华发进一步强化其在核心城市的竞争能力。例如通过多年深耕大本营珠海，在业界盛传“一城珠海，半壁华发”。能够构建此核心竞争力的主要原因在于通过长期深耕，在公司层面，更深入地了解当地市场，包括监管及市场需求，从而指导其产品开发和销售过程。在购房者层面，对于公司口碑和产品力认识更为直观，帮助购房者更好决策，也有利于公司项目去化。因此深耕城市能够给公司带来更大的竞争优势。

通过供需两端分析我们认为在当前的市场环境下，华发可以凭借自身的优势，保持丰富的一二线土储，同时在销售端扩充自身市占比，在竞争中取得优势。结合上文中 2022Q1 的销售情况可以对上述逻辑进行验证。华发股份业绩增速优于 TOP100 房企平均水平，按销售金额排名由 21Q1 的 34 名提升至 22Q1 的 17 名，竞争优势凸显。而根据市场情况，

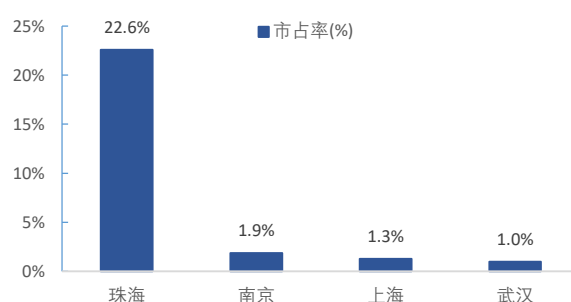
预计该竞争优势可持续保持。

图表 24：2021 年公司主要城市销售额及排名



资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

图表 25：2021 年公司主要城市市占率



资料来源：克而瑞，信达证券研发中心

3 拿地审时度势，集中区域聚焦

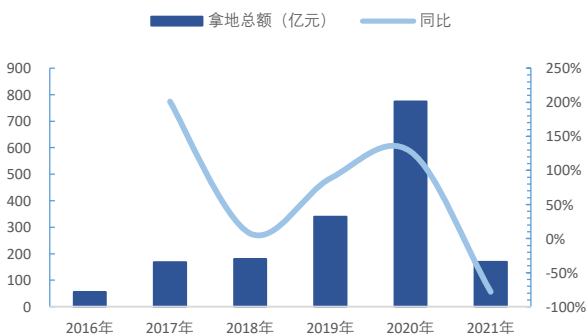
3.1 拿地节奏逐渐加快，集中拓展核心区域

投拓方面，公司 2021 年顺应国家稳地价、稳房价、稳预期的政策导向，坚持审慎稳健的投资策略，科学铺排，精准把握投拓节奏，合理控制投拓规模，科学统筹调配资金，先后成功在成都、珠海、西安、南京等核心城市获取多个优质项目，持续夯实发展后劲。根据中指院数据公司 2021 年全年新增拿地金额 169.5 亿元，同比下降 78.1%，占销售金额比重达到 13.9%，较 2020 年下降了 50.4 个百分点。虽然公司 2021 年拿地力度有所下降，但公司在 2021 年之前拓展相对积极，尤其是 2020 年，公司全年拿地金额达到 774.4 亿元，为历史以来新高，因而公司当前货值储备相对充裕。

回顾公司历年以来的拿地情况。2016-2021 年，受高周转战略及公司布局外扩，公司拿地规模逐年高增，对应销售金额快速提升，整体策略回归以销定产。除 2016 年和 2021 年外，公司拿地金额占销售金额比重基本上维持在 30% 以上，考虑到公司所布局的核心城市地货比情况，拿地货值都基本覆盖销售货值。

从楼面价来看，公司 2020 年之前楼面价占销售均价比例整体降低，基本上维持在 40% 以下，能够对利润形成支持。近两年来随着公司重新聚焦核心城市，叠加行业在核心城市布局共识下，竞争愈发激烈，拿地均价有所上升，2020 年和 2021 年公司拿地补货，平均拿地楼面价占销售均价比重都超过 50%，但公司坚持核心城市的布局思路也在 2022 年带来了丰厚回报，在行业下行趋势下，核心城市率先回暖，公司获取的一二线优质地块，也将为公司带来更稳定的销售和利润贡献。

图表 26：公司历年拿地总额



资料来源：wind，中指研究院，信达证券研发中心

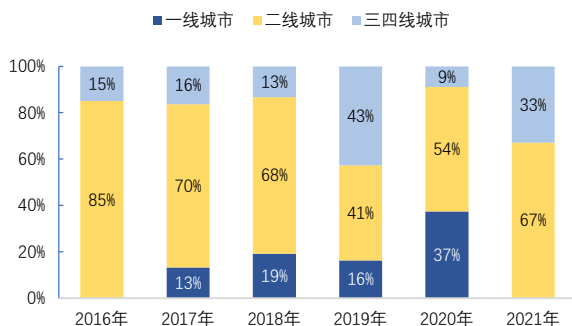
图表 27：公司历年楼面价/销售均价



资料来源：wind，中指研究院，信达证券研发中心

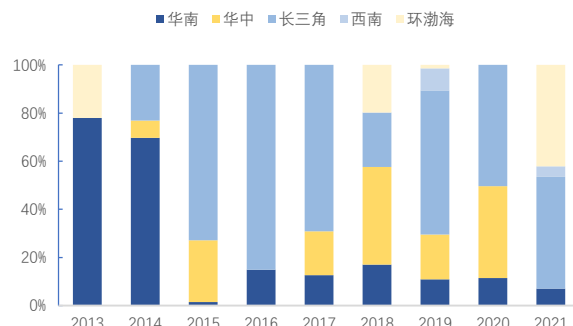
从城市能级看，2016 年以前公司集中布局一二线城市，三四线城市布局基本上以珠海大本营为主，如 2016 年，公司一二线城市拿地金额占比高达 85%，凸显公司布局核心城市的思路。从 2017 年开始，公司加快周转，布局城市持续外拓，三线城市占比逐渐提高。2017 年公司三四线城市拿地金额占比就提升至 16.3%，到 2019 年进一步提升至 42.7%，虽然公司加大三四线城市的外拓力度，但基本上围绕公司深耕的核心城市周边卫星城展开布局。且 2020 年以来，公司转变布局思路，战略聚焦深耕区域，三线城市占比回落，当年拿地金额占比已不到 10%。从布局区域看，受益于华东区域去化顺畅，公司在长三角区域土储增加明显。

图表 28：新增土储按城市能级分布占比（%）



资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

图表 29：新增土储按区域分布占比（%）

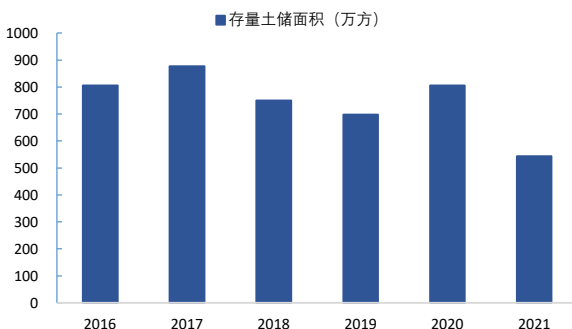


资料来源：中指研究院，信达证券研发中心

高周转逻辑传导通顺，以销定产保障土储。公司 2018 年报中首次提出“3-6-9”高周转战略，实际从“拿地-开工-销售”的传导路径看，2017 年即开始高举高打的快周转模式。2017-2020 年，每年新增土储面积从 292.4 万平方米提升至 848.04 万平方米，远超 2016 年 68.91 万平方米的水平。新开工面积从 220.47 万平方米提升至 739.71 万平方米，带动销售业绩从 133.76 万平方米增长至 504 万平方米，年化复合增速 56%，高周转逻辑传导通顺，销售高增长带动次年更积极的拿地态度。

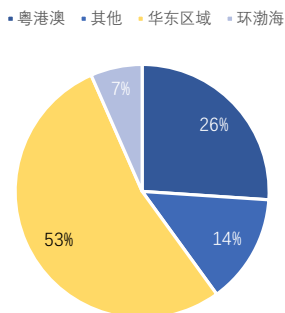
2021 年，公司对“三道红线”降档需求迫切，减少了土地投入和新开项目，新增土储、新开工面积分别下降 72%，33%至 236.89 万平方米、494.93 万平方米。而 21 年销售面积同比仅减少 7%，为 468.8 万平方米。我们用新开工面积+存量土储与当年销售面积的比值来衡量公司土储的丰富程度，这一比值由 2016 年 6.21 下降至 2021 年 2.22，处于历史低位。因此 2022 年由于销售推动，公司对补充土储的需求较为迫切。

图表 30：公司历年土储面积

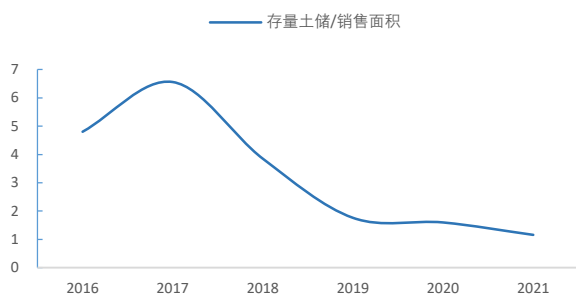


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 31：公司 2021 年土储情况分布（%）



资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 32：存量土储与当期销售面积倍数（倍）


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 33：新开工面积+存量土储与当期销售面积倍数（倍）


资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

3.2 拿地渠道多元，拿地利润率触底回升

拿地利润率下行见底，预计未来将迎改善。对公司 2019-2021 年新增项目进行测算发现其毛利率分别为 43.5%，38.6%，21.2%，呈下滑态势。而结合测算，2022 年华发通过招拍挂新获取土地 1 块，位于斗门区湖心西路，毛利率约 31%，同时以收并购形式取得联安村旧改及昆明融创文旅城项目，毛利率均高于 30%，预计相较 21 年毛利情况将有所改善。

拿地渠道多元化，政策助力公司弯道超车。公司结合自身财务优势及国资股东禀赋，除公开市场拿地外，积极拓展合作开发、项目收并购、城市更新等多元化拓展方式，力争以低成本获取更多优质项目。目前来看公司非招拍挂方式拿地主要有以下几种手段：

1) 大股东资源协同。大股东华发集团参与珠海城市更新获取大量土地储备，受限于同业竞争承诺，将委托或交由华发股份进行开发。通过此种方式华发取得华发城建四季半岛等项目。

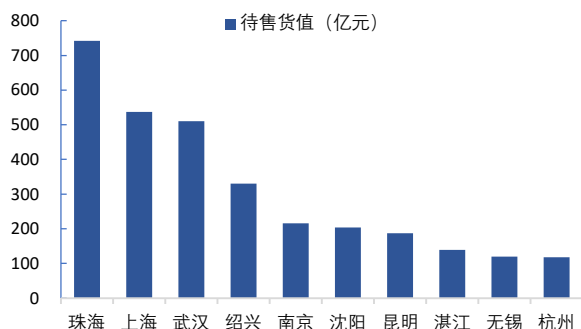
2) 发力城市更新。2020 年开始，公司专门组建“旧改”项目拓展团队，全面发力旧改工作。目前已经取得鸡咀村 18 万平方米，月堂村 19 万平方米，斜尾村 5.7 万平方米，联安村 26.81 万平方米等项目。

3) 合作项目收并购。2022 年公司 14 亿元收购合作项目昆明融创文旅城二期项目 40% 股权，完成此项交易后，华发对该项目持股比例由 40% 上升至 80%。

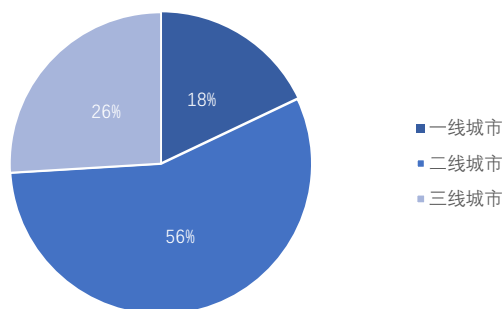
4) TOD 项目。2013 年公司联合珠海市城建集团共同承接珠海首个 TOD 小镇华发城建未来荟项目。占地 8 万多平方米，总投资 12 亿元，项目于 2016 年开售，一经推出创下珠海楼市销售记录。

持续布局核心城市，率先受益市场复苏。通过对“战略深耕、精准布局”投拓策略的精准执行，公司不断优化土储结构，项目进一步向核心城市集中。从存量数据看，截止 2021 年末，公司剩余可售储备面积约 2050 万平方米，货值 4030 亿元，其中公司存量土储约 53% 位于华东区域，26% 位于粤港澳区域。从新增数据看，37% 位于华东区域，37% 位于环渤海，22% 位于粤港澳，均为长期深耕城市群，在核心城市群的布局能力持续加强。

从城市能级上看，2021 年末公司货值在一、二、三线城市占比分别为 18%、56%、26%。货值排名前五的城市分别为珠海、上海、武汉、绍兴、南京，合计占比 58%。珠海区域货值超 700 亿元，上海、武汉区域货值超 500 亿元，前五大城市公司共计货值 2300 亿元，占比超过公司总货值的 50%。上述城市中除绍兴外均为一线或强二线城市，人口长期保持净流入，对房地产市场形成强力支撑。在行情回暖过程中，核心城市需求更为旺盛，将率先回暖。而公司亦将受益于土储布局，率先受益于市场复苏。

图表 34：2021 年末货值排名前十城市（亿元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 35：公司 2021 年货值分布情况(%)


资料来源：wind，信达证券研发中心

4 品质凸显公司匠心 融资优势筑就独特护城河

4.1 塑造高端房企品质，奠定长期竞争优势

竞争转向凸显产品力重要性。随着行业竞争格局的变化，由之前追求规模扩张转变为对公司产品和内在管理的比拼，因此产品力的重要性凸显。而华发的产品体系自 2015 年首次提出“优+”产品体系概念以来，经过多年建设，目前已迭代至“优+”4.0。

优+1.0 (2015 年)：首提创新建筑、生态规划、星级配套、定制精装、智慧家居和互联网社区六大体系。

优+2.0 (2017 年)：升级为“优+建筑”、“优+规划”、“优+户型”、“优+景观”、“优+科技”、“优+装修”、“优+配套”、“优+服务”八大体系、52 项技术细节，打造 360° 全优生活体系。

优+3.0 (2018 年)：再次升级，引入绿色建筑、智能控制系统、净水系统、抗霾监控等智慧健康元素。

优+4.0 (2020 年)：提炼四大价值观，升级为“6+1”产品体系并在四大维度上增值赋能。

相较于以往的产品体系，“优+”4.0 不再局限于产品设计层面，而是关注“6+1 产品体系”及“增值赋能四大维度”，打通规划、建筑、户型、景观、装修、配套、服务等多个层面，实现绿色健康、科技智能、人文情怀和匠心精工四个维度的增值赋能，形成涵盖刚需到高端的未来系、城市系、四季系、府系以及 TOP 系五大具有“华发印记”的产品系。

图表 36：华发“优+”4.0 产品体系


资料来源：华发优生活公众号，信达证券研发中心

图表 37：未来系产品：天津华发未来荟


华发入门级产品线，主要面向刚需客户

资料来源：华发优生活公众号，信达证券研发中心

图表 38：城市系产品：珠海华发琴澳新城

华发升级产品线，定位高于未来系产品，面向刚改用户



资料来源：华发优生活公众号，信达证券研发中心

图表 39：四季系产品：上海华发四季

华发成熟主力产品线，定位高端，次于府系产品，主要面向改善需求用户



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 40：府系产品：上海华发静安府

主要面向城市富裕阶层，除了配套高端以外，还通过赋予其更多的文化内涵表达对精神的追求



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 41：TOP 系产品：珠海华发山庄

主要面向城市高净值人群，定位国际化一流水准，核心是稀缺性和不可复制性



资料来源：华发优生活公众号，信达证券研发中心

自华发“优+”产品系列发布以来，荣膺亚洲不动产奖、广厦奖、鲁班奖等国际国内多项大奖，备受业界赞誉，影响力与日俱增，华发品质的良好口碑广泛传播。而在地产行业竞争愈发激烈的情况下，项目之间的竞争除了地段、圈层、配套外，产品力比拼的重要性更加凸显，华发优秀的产品力奠定其长期竞争优势。

4.2 资金状况持续改善，三条红线全面转绿

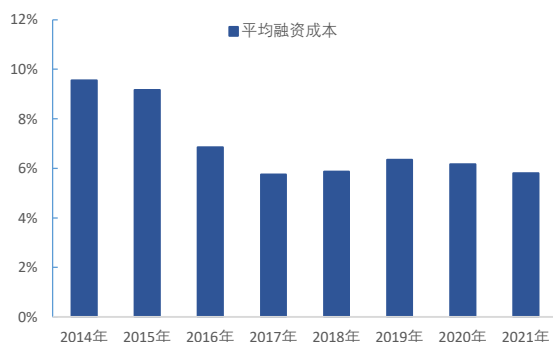
2021 年，公司坚决贯彻落实国家监管政策要求，通过全面提速回款、优化融资结构、把控投拓节奏等方式，降负债、去杠杆成效显著，有息债务规模稳中有降，同比下降 10%；有息债务结构明显优化，短期债务大幅下降约 40%。报告期内，公司全面实现“三道红线”达标转绿，短期负债+一年内到期的非流动负债占货币资金比重进一步降至 46.5%，较 2020 年下降 42.9 个百分点，公司净负债率也大幅改善，首次降至 100% 以下，达到 76.3%，同比下降 71.2 个百分点。充分体现了公司财务管理安全稳健，为公司高质量发展打下了更加坚实的基础。

融资成本持续下降，已与市场平均成本持平。公司在发展前期杠杆率较高，导致公司融资成本处于高位。近年来得益于杠杆水平下降，公司融资成本持续改善。其中净负债率由 2014 年 256% 下降至 2021 的 76%，现金短债比由 0.35 上升至 2.15，短债压力显著减轻。

剔除预收账款的资产负债率从 79.2%下降至 67.1%。杠杆情况改善的同时，平均融资成本从 2014 年的 9.55%下降至 2021 年平均融资成本 5.80%。近年来融资成本均维持在 6%上下。处于上市公司平均水平。后续仍有下降空间。

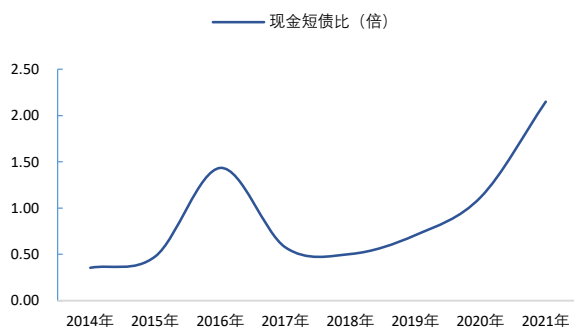
公司作为地方龙头国企，融资手段丰富，融资空间较大，侧面反应公司较强的融资能力。而针对公司存续债券情况，公司无美元债兑付压力，现存境内债券累计 41 笔，存量规模 343.71 亿元，2022 年内待偿还 9 笔，年利率 3.72%-5.78%，余额 89.4 亿元，偿债压力较小。

图表 42：2014-2021 公司平均融资成本



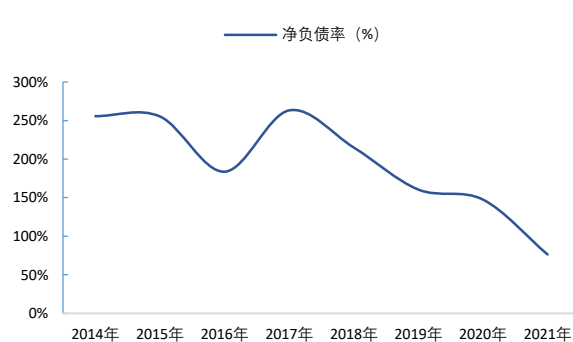
资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 44：2014-2021 现金短债比（倍）



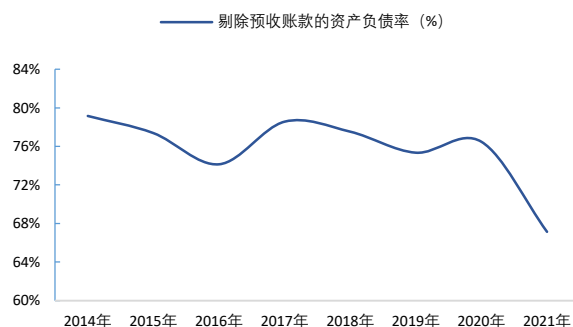
资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 43：2014-2021 净负债率 (%)



资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

图表 45：2014-2021 剔除预收款的资产负债率 (%)



资料来源：wind，公司公告，信达证券研发中心

国资背景助力多元化融资，市场收紧阶段优势显著。融资方面，公司持续创新融资模式，融资结构不断优化。2021 年公司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；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。

此外公司充分利用国资背景优势和集团丰富的业务资源优化自身资金情况，通过多种手段满足自身资金需求：

1) 购房尾款融资。2021 年 3 月、6 月、12 月及 22 年 1 月，通过关联方华金国际商业保理（珠海）有限公司展开多次购房尾款融资保理业务，合计融资 19.18 亿元，利率不超过 7%；

2) 融资租赁。2022 年 3 月，通过关联方横琴华通金融租赁有限公司以不超过 6.5% 的利率展开 6 亿元融资租赁业务；

3) 应收款 ABS。仅 2021 年公司披露 6 笔应收款融资交易，总规模达 31.41 亿元，质

押方珠海港瑞、华金证券等都为珠海国资委背景或华发集团成员企业；

4) 股东低息借款。2020 年 6 月，华发股份通过子公司，向香港华发申请不超过 3 亿美元的借款，期限不超过 2 年，利率不高于 7.0%。

背靠国资背景，充分利用关联方资源进行融资，体现出公司在融资端的优势。即使在融资收紧的大环境下，公司融资渠道仍然保持通畅，中期票据，长租公寓类 REITS、供应链 ABS 等融资方式畅通。3 月 8 日，公司再次发行公告，拟发行不超过人民币 100 亿元（含）中期票据，是今年开年以来内房股注册发行中期票据的最高金额。

政策支持并购贷，助力公司拓宽融资渠道。2021 年 Q4 以来，政策利好频出，支持优质企业收购出险房企的优质项目，鼓励各银行开展并购贷业务，并明确并购贷不纳入三道红线指标。政策意图通过对优质房企授信，解决出险房企项目问题，控制整体风险。而华发股份本身有迫切的土地储备需求，并且积极参与项目收并购，契合监管意图。

图表 46：2021Q4 以来并购贷领域政策

时间	政策详情
2021. 12. 20	央行、银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，支持优质房企兼并出险房企的优质项目
2022. 01. 06	部分大型优质房企接到银行告知，针对出险企业项目的承载式收购，相关并购贷款不再计入“三道红线”相关指标
2022. 01. 12	招商蛇口获得注册地产行业首笔 30 亿元并购票据
2022. 01. 21	浦发银行发行 50 亿元房地产并购主题债券
2022. 01. 24	建发集团发行四笔并购类债券，总金额 25.3 亿元
2022. 01. 25	招商银行分别授予华润置地、华润万象并购融资额度 200 亿元、50 亿元
2022. 01. 27	广发银行发行 50 亿元房地产并购主题债券
2022. 02. 15	平安银行发行 50 亿元房地产并购主题债券
2022. 02. 17	兴业银行发行 100 亿元房地产并购主题债券
2022. 02. 18	大悦城控股获得招商银行、浦发银行各自授予并购融资额度 100 亿元
2022. 02. 21	五矿地产获得交通银行北京分行提供意向性并购贷融资额度 100 亿元
2022. 03. 03	招商银行分别授予碧桂园、美的置业并购融资额度 150 亿元、60 亿元
2022. 03. 03	兴业银行授予福州万科并购贷额度 30 亿元
2022. 03. 08	东方资产发行首笔 AMC 地产纾困金融债，发行规模 100 亿元
2022. 03. 09	美的置业获得交通银行广东省分行授予并购贷额度 90 亿元，旭辉获得平安银行授予并购额度 50 亿元
2022. 03. 13	长城资产在全国银行间债券市场发行 100 亿金融债券，用于重点房地产企业优质项目的风险化解及处置等
2022. 03. 21	美地置业获建行授信 100 亿元，上海金茂、铁建地产发行并购主题公司债券，规模分别为 15 亿元、3 亿元
2022. 03. 23	众安集团获农行授予并购融资额度 70 亿元
2022. 03. 25	农业银行广东省分行分别授予碧桂园、美的置业并购贷融资额度 200 亿元、100 亿元
2022. 03. 30	旭辉获得交通银行授予并购融资额度 100 亿元

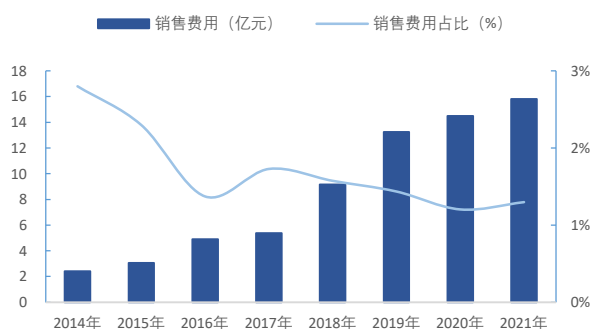
资料来源：各公司公告，银保监会，央行，信达证券研发中心

5 管理优化释放红利 多元业务稳定发展

5.1 管理优化释放业绩红利，财务表现持续改善

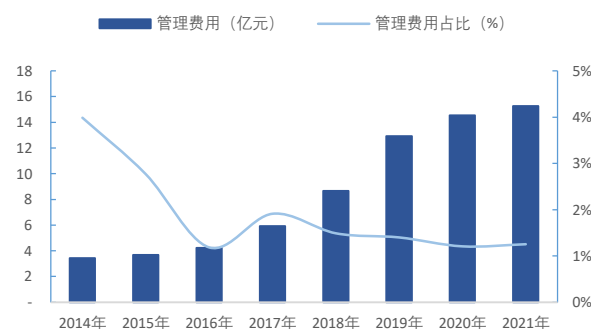
精细化管理能力提升，两费水平持续下探。公司持续深化全链条的精细化管理工作，不断提升经营效益。持续推进“科技+”战略，数字化产品不断落地，加强内部管控，在 ERP 系统、经营分析系统、资金管理系统、商业租赁管理系统、实物资产管理系统等方面实现了系统集成和数据互通，有效提高管理效率。自 2014-2021 年，合约销售金额口径的销售费用率和管理费用率分别由 2.8%、3.99% 下降至 1.30%、1.25%，精细化管理成效已显。虽然公司 2021 年销售管理费用率较 2020 年有所提升，但主要因房地产市场下行，项目销售去化难度加大所致，随着 2022 年房地产市场逐步企稳，预计公司将继续保持在较低的费用率水平。

图表 47：公司销售费用及占比



资料来源：wind，信达证券研发中心

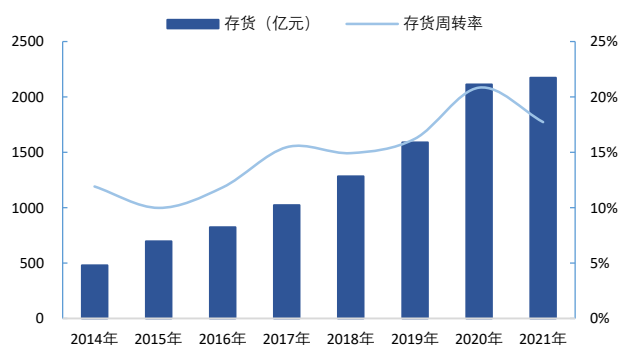
图表 48：公司管理费用及占比



资料来源：wind，信达证券研发中心

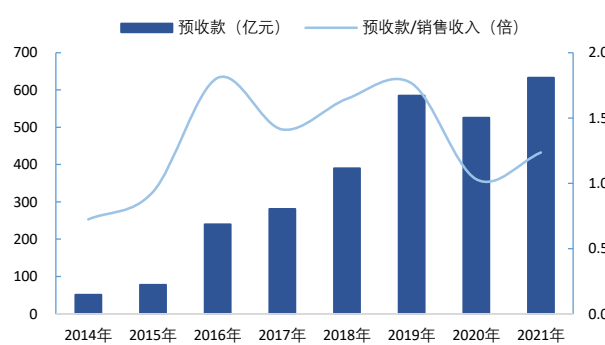
管理提效，去化速度加快。高周转战略下，公司持续优化存货水平，努力实现以销定产。自 2014-2021 年，存货水平由 480.27 亿元提升至 2173.78 亿元，存货周转率由 0.12 提升至 0.18，周转速度稳步加快。从预收款角度看，预收款/销售收入保障倍数在 2014-2021 年由 0.72 提升至 1.24，伴随公司结算稳步推进，未来业绩有较强的确定性。

图表 49：2014-2021 年公司存货及存货周转率



资料来源：wind，信达证券研发中心

图表 50：2014-2021 年公司预收账款及收入倍数



资料来源：wind，信达证券研发中心

5.2 坚持“一核两翼”战略，持续推进相关多元化

公司在坚持做大做强住宅业务的基础上，通过商业地产和上下游产业链的深入挖掘，多元化业务与主业形成良性互动与互补，城市产业集群发展迈上新台阶。

在商业板块，截止 2021 年，珠海、太仓、威海、中山、武汉等城市的六大重点项目开业；以华发商都、华发新天地、阅·潮书店、华商百货、5A 级写字楼、奥特美康体中心六

大产品线为主，形成以珠海为核心，辐射全国多城市、多区域的发展布局，实现集团业务互补和板块联动。

图表 51：珠海华发商都



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 53：华商百货



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 52：华发阅潮书店



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图表 54：华发 5A 级写字楼



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

同时公司稳步推进上下游产业链发展，涉及营销、设计、代理、文传、资管、建筑等各个方面。公司多元化业务不仅广泛涉猎，同时足够深入，在专业领域取得良好成果，如文传公司连续 12 年蝉联广东省广告十强单位，华实中建取得澳门土木工程实验室（LECM）正式认证证书，设计公司完成专利申报 130 项等。在上述相关领域的拓展不仅为公司发展增加新的发展方向，同时也增强其开发主业的优势。营销公司助力公司销售业务稳中有进，更新公司在多个重点旧改项目取得突破性进展。

预计公司 2022-2024 年 EPS 为 1.66/1.81/2.03 元/股，给予“买入”评级

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

随着公司此前销售项目陆续进入结算周期，我们预计公司 2022 年-2024 年房地产业务结算收入增速分别为 18%、10%和 8%。考虑到公司 2020 年和 2021 年所获取的高价项目即将进入结算期，预计公司 2022 年-2024 年房地产业务毛利率分别为 24.5%、24%和 24.3%。

公司其他业务收入主要是与房产开发相关的装修、代理、设计、广告、工程管理、物业服务、房屋租赁收入等。我们预计其他业务将保持稳定，2022 年-2024 年收入增速维持在 3%的水平，其毛利率维持在 25%的稳定水平。

图表 55：公司各项业务盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
房地产					
收入（亿元）	481.12	485.99	573.47	630.82	681.28
成本（亿元）	359.92	361.52	432.97	479.42	515.73
毛利（亿元）	121.20	124.47	140.50	151.40	165.55
毛利率（%）	25.19	25.61	24.50	24.00	24.30
其他业务					
收入（亿元）	28.95	26.42	27.21	28.03	28.87
成本（亿元）	26.19	18.68	20.41	21.02	21.65
毛利（亿元）	2.76	7.74	6.80	7.01	7.22
毛利率（%）	9.53	29.30	25.00	25.00	25.00
综合收入（亿元）	510.07	512.41	600.68	658.84	710.15
综合成本（亿元）	386.11	380.20	453.38	500.44	537.38
综合毛利率（%）	24.30	25.80	24.52	24.04	24.33

资料来源：wind，信达证券研发中心

绝对估值方面：

我们采用 NAV 估值法对公司的股权价值进行分析。关键假设如下：

1) 综合考虑股权资本成本、债务资本成本和资本结构，假定无风险利率为十年期国债收益率 2.77%，假定市场收益率为十年上证综指平均收益率 6.93%，债务成本为 21 年公司加权平均融资成本 5.8%，得到 WACC 为 8.60%；

2) 剔除非并表项目；

3) 未开工项目根据周边市场均价确定销售价格；

4) 假定截止 2021 年末土储均能在未来四年内结算。

图表 56：公司 NAV 测算

估值假设	数值	单位
WACC	8.60%	%
出售物业增值额	91.64	亿元
总股本	21.17	亿股
每股增值	4.33	元
账面每股净资产	9.83	元
每股 RANV	14.16	元

资料来源：wind，信达证券研发中心

公司每股 RANV 在 14.16 元/股，4 月 14 日收盘价较 NAV 折让 46%，考虑到 20%的安全边际折让，公司潜在修复空间为 32%

相对估值方面：

我们选取同类型国企央企保利发展、招商蛇口、首开股份、金地集团等为可比公司，根据可比公司 2022 年平均 7.7x 的 PE 估值，我们给予公司 2022 年 7.7x 的 PE 估值，对应目标价 12.79 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 57：可比公司估值（根据 2022 年 4 月 14 日收盘价）

		EPS					PE			
	收盘价(元)	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
600376 首开股份	6.75	1.1	1.34	1.56	-	6.1	5.0	4.3	-	-
600048 保利发展	18.93	2.3	2.54	2.7	2.95	8.2	7.5	7.0	6.4	6.4
001979 招商蛇口	16.67	1.31	1.41	1.55	1.64	12.7	11.8	10.8	10.2	10.2
600383 金地集团	14.95	2.1	2.3	2.49	2.44	7.1	6.5	6.0	6.1	6.1
平均						8.6	7.7	7.0	7.6	7.6
600325 华发股份*	7.67	1.34	1.66	1.81	2.03	5.7	4.6	4.2	3.8	3.8

资料来源：wind，信达证券研发中心 注：*为信达证券预期，其余为 wind 一致预期

风险因素

政策风险：房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险：地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险：公司地产开发业务和其他业务拓展不及预期

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	292,501	312,687	370,116	411,288	458,170	营业总收入	51,006	51,241	60,068	65,884	71,015
货币资金	43,642	49,994	75,561	90,301	116,416	营业成本	38,611	38,020	45,338	50,044	53,738
应收票据	6	0	7	7	8	营业税金及附加	3,397	3,361	3,940	4,322	4,659
应收账款	95	328	385	422	455	销售费用	1,450	1,582	1,855	2,034	2,193
预付账款	5,517	3,720	4,436	4,896	5,258	管理费用	1,454	1,527	1,790	1,964	2,117
存货	211,375	217,378	248,204	273,969	294,192	研发费用	37	79	93	102	109
其他	31,866	41,267	41,523	41,692	41,841	财务费用	264	235	586	356	275
非流动资产	29,377	42,370	42,201	42,030	41,858	减值损失合计	-90	-1	0	0	0
长期股权投资	14,333	21,475	21,475	21,475	21,475	投资净收益	459	575	674	740	797
固定资产(合计)	830	2,795	2,700	2,581	2,445	其他	195	-48	28	30	33
无形资产	201	469	469	469	469	营业利润	6,358	6,962	7,168	7,832	8,754
其他	14,014	17,631	17,557	17,506	17,469	营业外收支	-105	-133	0	0	0
资产总计	321,878	355,057	412,317	453,318	500,028	利润总额	6,253	6,829	7,168	7,832	8,754
流动负债	155,777	152,807	184,478	208,786	233,478	所得税	1,693	2,152	2,151	2,350	2,626
短期借款	9,266	1,030	6,179	11,842	20,595	净利润	4,560	4,677	5,018	5,483	6,128
应付票据	378	1,321	1,576	1,739	1,868	少数股东损益	1,658	1,482	1,505	1,645	1,838
应付账款	27,729	31,283	37,303	41,176	44,215	归属母公司净利润	2,902	3,195	3,513	3,838	4,290
其他	118,404	119,172	139,421	154,029	166,800	EBITDA	6,082	6,937	7,221	7,590	8,371
非流动负债	102,722	106,359	126,929	138,140	154,030	EPS(当年)(元)	1.16	1.34	1.66	1.81	2.03
长期借款	79,411	77,170	92,887	99,626	110,853						
其他	23,311	29,189	34,042	38,514	43,177						
负债合计	258,499	259,166	311,408	346,926	387,508						
少数股东权益	42,392	75,073	76,578	78,223	80,061						
归属母公司股东权益	20,987	20,819	24,331	28,169	32,459						
负债和股东权益	321,878	355,057	412,317	453,318	500,028						

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成成分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。