

## 珠海龙头业绩强劲，产品赋能销售稳健

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 销售规模稳中有进, 21Q1排名逆势提升至第17位, 优质产品提升溢价, 销售均价位于行业前列; 2) 财务持续优化, 三道红线达标转绿, 融资成本持续降至5.8%; 3) 两翼业务加速拓展, 涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟, 上下游产业链实现协同发展。
- **经营业绩逆势上扬, 财务持续优化。** 2021年公司营业收入514亿元, 同比增长0.8%; 归母净利润31.9亿元, 同比增长10.1%。2022Q1营业收入81亿元, 同比增长27.0%, 归母净利润7.1%, 同比高增28.4%, 表现亮眼。截至2021年末, “三道红线转绿”, 净资产负债率降为67.1%, 扣预资产负债率降为80.3%, 现金短债比提升至1.84; 有息债务总额1368亿元, 结构明显优化, 短期负债275亿, 大幅下降约40%。2021公司全年回款金额为707亿元, 同比增长32.3%; 融资渠道不断创新, 2021年融资成本降至5.8%。
- **销售稳健增长, 土地储备充足, 优质产品提升溢价。** 2021年在市场下行的情况下, 公司实现销售总面积469万平, 同比-7%; 销售金额1219亿元, 同比增加1.2%, 2022年Q1销售金额232亿, 排名逆势提升至第17位。公司优+产品体系迭代升级, 提升品牌溢价, 销售均价27000元/平方米位于行业前列。2021年末土地储备计容建筑面积544万平方米, 在建面积1542万平方米, 可满足中长期发展需要。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%, 土储资源优质。
- **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, 持续拓展商业运营与上下游产业链两翼业务。2021年珠海、太仓、威海、中山、武汉等城市的6个重点项目开业, 商业地产加速布局; 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。在保持主业稳步增长的基础上, 上下游产业链与主业实现协同发展, 旗下子公司不断实现经营突破。
- **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7倍PE, 对应目标价11.90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	4.8	4.2	3.9	3.6
PB	0.16	0.15	0.14	0.14

数据来源: Wind, 西南证券

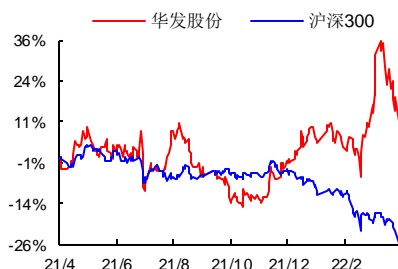
### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@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)	21.17
52周内股价区间(元)	5.16-8.24
总市值(亿元)	152.65
总资产(亿元)	3,550.57
每股净资产(元)	8.00

### 相关研究

1. 华发股份(600325): “一核两翼”加速腾飞, 经营业绩稳定增长 (2022-04-11)
2. 华发股份(600325): 销售呈现高增长, 财务持续优化 (2021-08-21)

## 目 录

<b>1 珠海国企地产龙头，业绩逆势增长 .....</b>	<b>1</b>
1.1 立足珠海放眼全国，母公司资源雄厚赋能发展 .....	1
1.2 “三道红线”转绿，融资成本下降 .....	3
1.3 管理优化提质，盈利能力保持平稳 .....	4
<b>2 销售排名逆势提升，优质产品提升品牌溢价 .....</b>	<b>6</b>
2.1 销售排名逆势提升，五大区域实现全国拓展 .....	6
2.2 产品体系迭代升级，提升品牌溢价 .....	8
2.3 投资节奏稳健，土地储备充足 .....	10
<b>3 多元业务协同发展，“一核两翼”加速布局 .....</b>	<b>12</b>
<b>4 盈利预测与估值 .....</b>	<b>14</b>
4.1 盈利预测 .....	14
4.2 相对估值 .....	15
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>15</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构图 (截止 2022.04.27) .....	2
图 3: 华发集团产业集群.....	2
图 4: 2017-2022Q1 年公司营业收入.....	3
图 5: 2017-2022Q1 年公司归母净利润.....	3
图 6: 2021 年公司“三道红线”指标达标 .....	3
图 7: 2021 年公司有息负债减少 13.7%.....	3
图 8: 2021 年回款总额高达 707 亿元(+32%).....	4
图 9: 公司经营活动现金流量净额对比(亿元).....	4
图 10: 2021 年融资成本降至 5.8%.....	4
图 11: 2021 年公司毛利率逆势提升至 25.8%.....	5
图 12: 2021 年公司净利率逆势提升至 9.1%.....	5
图 13: 近两年管理费用率有所下降, 维持在 3%左右.....	5
图 14: 近两年销售费用率有所下降, 维持在 3%左右.....	5
图 15: 2021 年销售面积.....	6
图 16: 2021 年销售金额.....	6
图 17: 近年来华发销售排名稳步上升 .....	6
图 18: 公司城市布局实现全国化拓展 .....	8
图 19: 公司五大区域销售金额占比.....	8
图 20: 公司五大区域销售金额 (亿元) .....	8
图 21: 公司“6+1”产品体系 .....	9
图 22: 华发府系——中山华发首府效果图 .....	9
图 23: 华发四季系——青岛华发四季效果图 .....	9
图 24: 2021 年公司销售均价同比增长 8.7%至 2.6 万元/平 .....	10
图 25: 2022Q1 华发销售均价排名行业前列 .....	10
图 26: 青岛华发四季项目较所在地二手房均价溢价 16%.....	10
图 27: 珠海华发首府项目较所在地区二手房均价溢价 31%.....	10
图 28: 2021 年拿地强度 (金额口径) 减少为 11.6%.....	11
图 29: 2017-2021 年百强房企拿地销售比逐步降低 .....	11
图 30: 一二线城市新增土储占比高.....	11
图 31: 昆明文旅城二期项目地块示意图 .....	12
图 32: 珠海联安村旧改项目地块示意图 .....	12
图 33: 公司储备及在建建筑面积 .....	12
图 34: 公司土储面积区域占比.....	12
图 35: 公司“一核两翼”业务战略.....	13
图 36: 金湾华发商都示意图 .....	13
图 37: 中山华发商都示意图 .....	13
图 38: 珠海华发商都阅潮书店示意图 .....	14
图 39: 珠海华发奥特美康体中心示意图 .....	14

## 表 目 录

表 1：2022 年 1-3 月销售金额前 20 房企排名.....	7
表 2：公司“优+”产品体系的升级历程.....	9
表 3：公司上下游产业链布局.....	14
表 4：分业务收入及毛利率 .....	15
表 5：可比公司估值.....	15
附表：财务预测与估值 .....	16

# 1 珠海国企地产龙头，业绩逆势增长

## 1.1 立足珠海放眼全国，母公司资源雄厚赋能发展

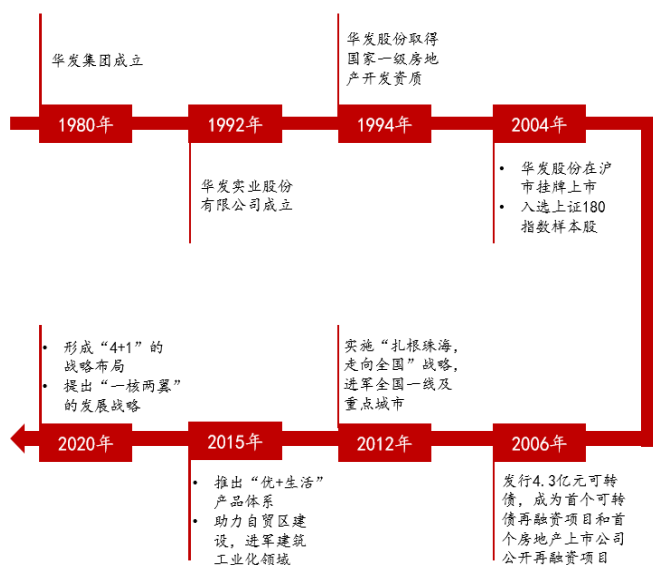
华发股份是华发集团旗下房地产开发平台，成立于 1992 年。公司加快转型升级，致力推动产业多元化，打通上下游产业链，已经形成以住宅为主业，商业运营与上下游产业链同步发展的“一核两翼”业务新格局，实现了从区域性房地产企业到综合性地产企业的跨越。公司发展历程主要经历了以下三个阶段：

**1) 珠海起步，蓬勃发展（1992 年-2003 年）：**1980 年珠海经济特区成立，同年华发集团顺应改革潮流应运而生。1992 年公司成立，1994 年取得国家一级房地产开发资质。2002 年，公司获评为“广东地产资信 20 强”；

**2) 挂牌上市，注入资本（2004 年-2011 年）：**2004 年公司正式在上交所挂牌上市，同年以突出业绩荣膺“年度中国房地产上市公司 20 强”第五。2006 年公司发行 4.3 亿元可转债，是首个房地产上市公司公开再融资项目。在资本的加持之下，公司业务实现快速发展。

**3) 转型升级、跨越发展（2012 年至今）：**2012 年公司实行“扎根珠海，走向全国”战略，加快全国布局。2015 年公司开创性地推出“优+生活”产品体系，此后产品不断迭代升级。2020 年提出“一核两翼”战略，以住宅为主业，商业运营与上下游产业链同步发展。

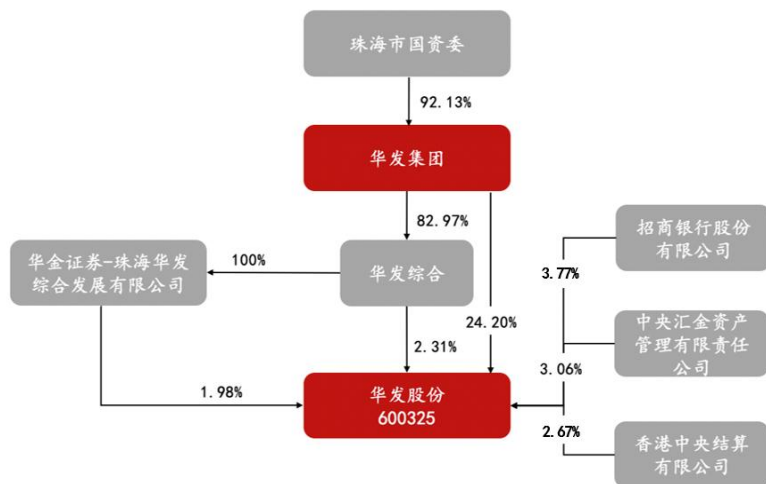
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

母公司华发集团是珠海最大的国企，资源雄厚为公司发展赋能。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；拥有华发集团、华发股份、华发综合发展、华发投控 4 家“3A 信用主体”。华发集团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，为公司的发展提供了有力支持。

图 2：公司股权结构图（截止 2022.04.27）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：华发集团产业集群

## 转型升级 跨越发展 “4+2” 业务板块齐头并进 精彩纷呈



数据来源：公司官网，西南证券整理

经营业绩逆势增长,综合实力不断增强。2021 年公司营业收入 512 亿元,同比增长 0.5%,近 5 年 CAGR 增长率为 26.6%;实现归母净利润 31.9 亿元,同比增长 10.1%,近 5 年 CAGR 增长率为 18.5%。在 2021 年房地产行业整体业绩承压的情况下,业绩表现稳健。2022Q1 公司营业收入 81 亿元,同比增长 27.0%,归母净利润 7.1 亿元,同比增长 28.4%,表现亮眼。2021 年公司在《财富》中国 500 强跃升至 228 位,创 10 年来新高,发展态势强劲。

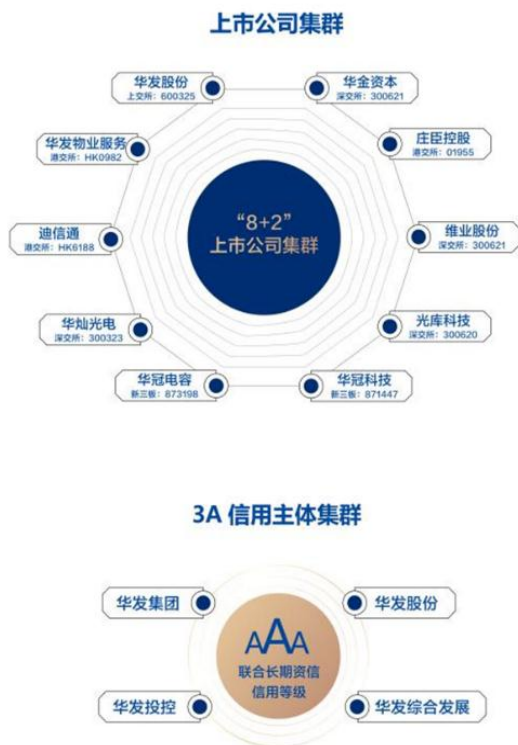
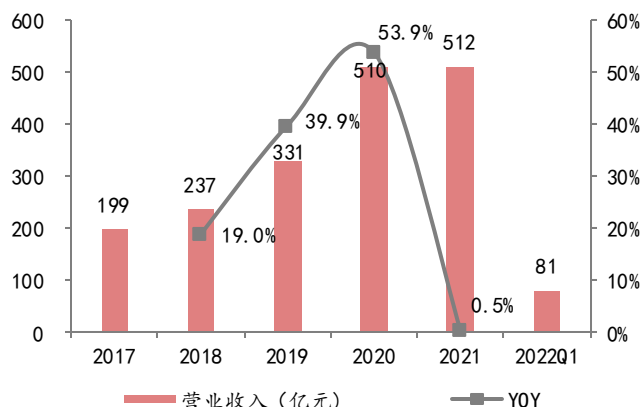
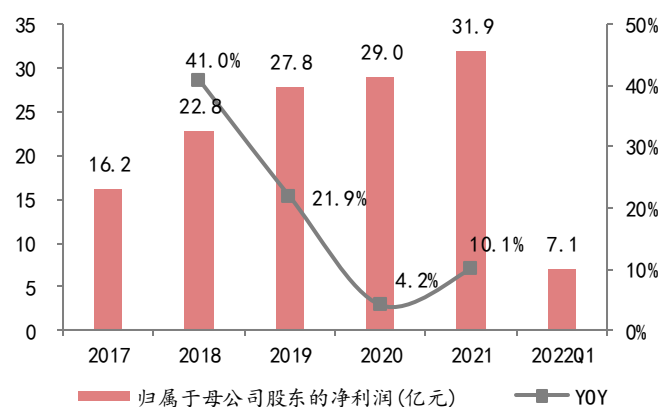


图 4：2017-2022Q1 年公司营业收入



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2017-2022Q1 年公司归母净利润

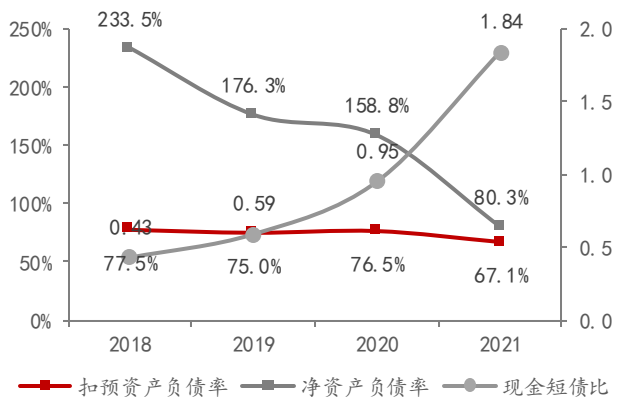


数据来源：Wind, 西南证券整理

## 1.2 “三道红线”转绿，融资成本下降

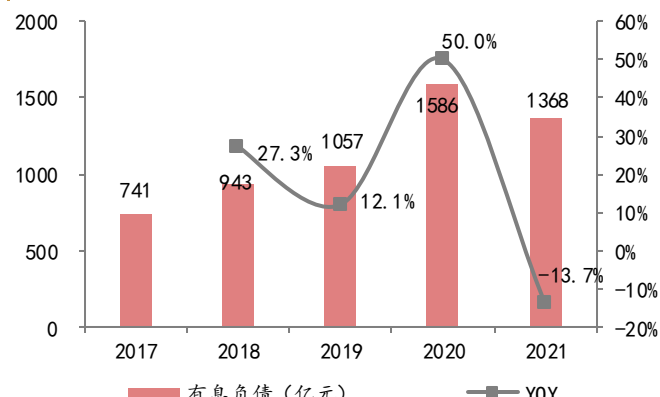
“三道红线”达标转绿，负债结构持续优化。公司全面梳理低速资产，加快低速资产盘活，资金精细化管理水平不断增强。截至 2021 年末，公司“三道红线”转“绿”，剔除预收款资产负债率下降到 67.1%，净资产负债率下降到 80.3%，现金短债比从 2020 年末 0.95 提升到 2021 年末 1.84，“三道红线”达标转绿。公司控制有息负债规模增长，2021 年末有息负债共 1368 亿元，同比下降 13.7%；债务结构持续优化，长期负债占比从 2020 年 71.2% 提升至 2021 年 79.9%；短期债务从 2020 年末的 456 亿元降至 275 亿元，大幅下降 39.7%，新增负债多以长期低息负债为主。

图 6：2021 年公司“三道红线”指标达标



数据来源：公司公告, 西南证券整理

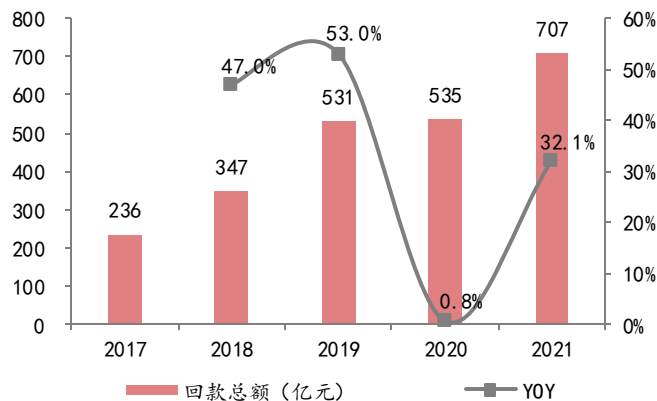
图 7：2021 年公司有息负债减少 13.7%



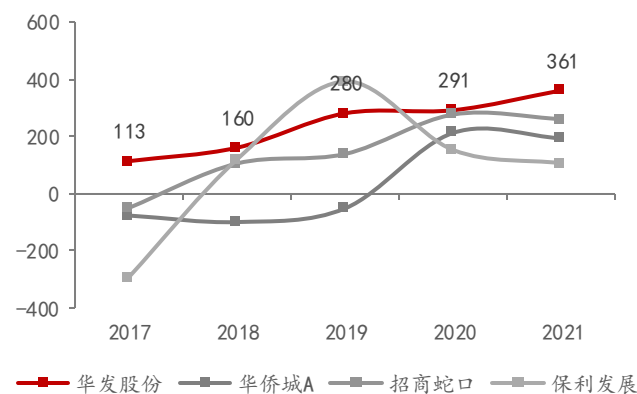
数据来源：公司公告, 西南证券整理

销售回款显著提升，经营活动现金流逐年增长。2021 年公司强化自身经营能力，多措并举加速销售回款，2021 年回款金额高达 707 亿元，同比增长 32.1%，创历史新高。2017 年-2021 年公司经营活动现金流量净额呈现上升趋势，2021 年为 361 亿元，同比增长 23.9%。



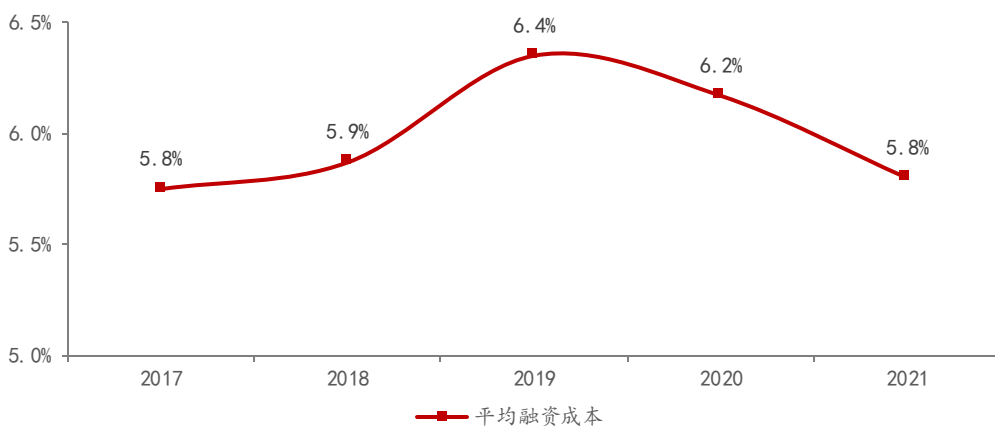
**图 8：2021 年回款总额高达 707 亿元(+32%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 9：公司经营活动现金流量净额对比(亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**融资成本稳步下降，持续融资模式创新。**背靠国企为公司带来了一定融资优势，且自 2019 年起平均融资成本逐步下降，2021 年公司期末融资总额为 1368 亿元，平均融资成本为 5.8%。公司持续融资模式创新，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。

**图 10：2021 年融资成本降至 5.8%**


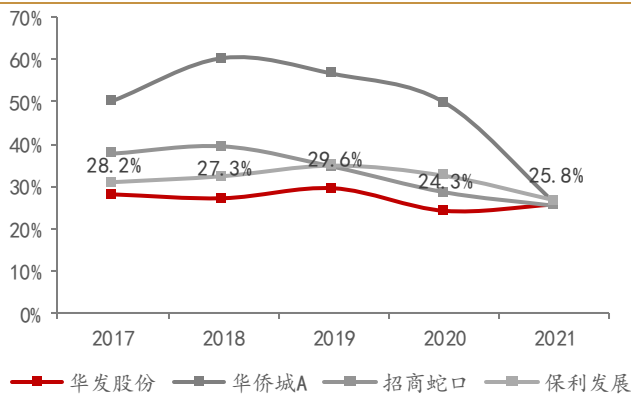
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.3 管理优化提质，盈利能力保持平稳

**行业利润率下行压力下公司盈利能力仍保持平稳。**随着 2021 年房地产行业监管趋严，销售遇冷，房企整体毛利润率与净利润率有所下降。公司 2021 年毛利润率为 25.8%，净利润率为 9.1%，与同行相比，公司毛利润率保持平稳。

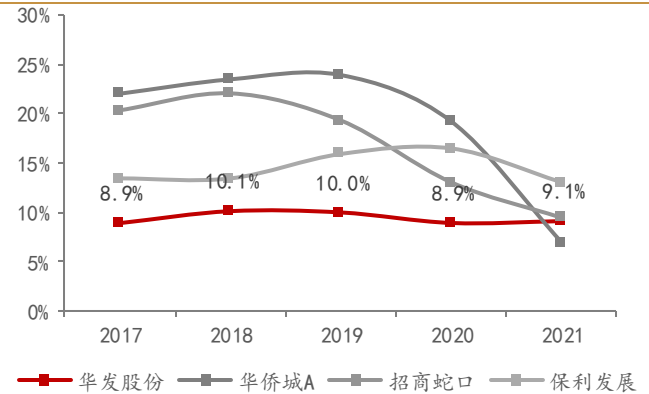


图 11：2021 年公司毛利率逆势提升至 25.8%



数据来源：公司公告，西南证券整理

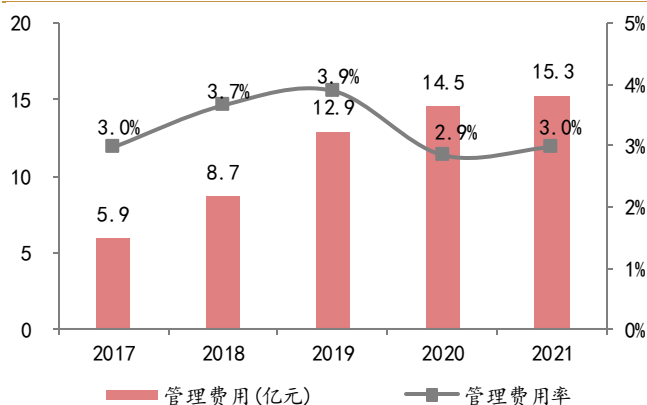
图 12：2021 年公司净利率逆势提升至 9.1%



数据来源：公司公告，西南证券整理

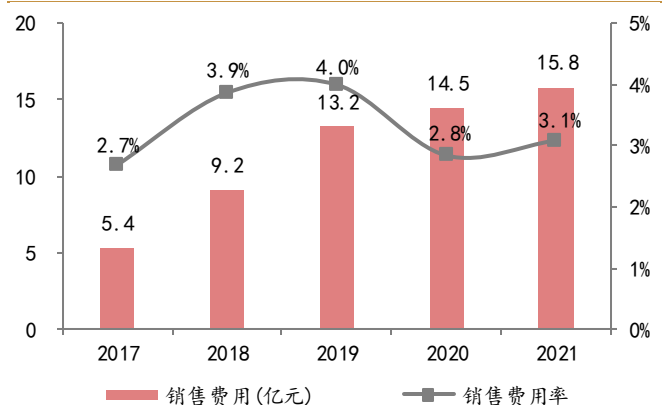
**持续推进精细化管理，费用率稳步下行。**公司通过内部挖潜、降费创效等方式，借助数字化、智能化加强精细化管理能力，近两年费用率呈现下降。管理费用率从 2019 年 3.9% 降到 3.0%，销售费用率由 4.0% 降到 3.1%，管理优化成效显著。

图 13：近两年管理费用率有所下降，维持在 3% 左右



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：近两年销售费用率有所下降，维持在 3% 左右



数据来源：公司公告，西南证券整理

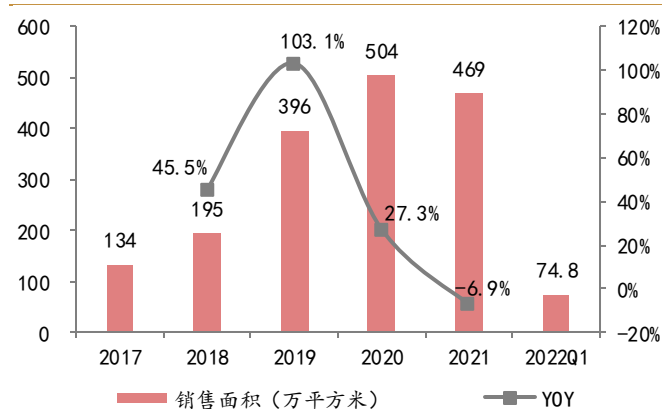
**良好的激励机制释放管理层活力。**公司虽为国企背景，但积极利用市场化机制激发管理层积极性。2017 年公司实施股权激励计划，向董事、高级管理人员及中层管理人员共 181 人合计授予 817 万股股票，占总股本的 0.7%。公司以 2015 年为基准设置限制性股票解锁条件，2017-2020 年净利润增长率分别不低于 20%、30%、40%、50%，净资产收益率不低于 8.5%、8.8%、9%、9.5%，考核条件已全部超额完成。

## 2 销售排名逆势提升，优质产品提升品牌溢价

### 2.1 销售排名逆势提升，五大区域实现全国拓展

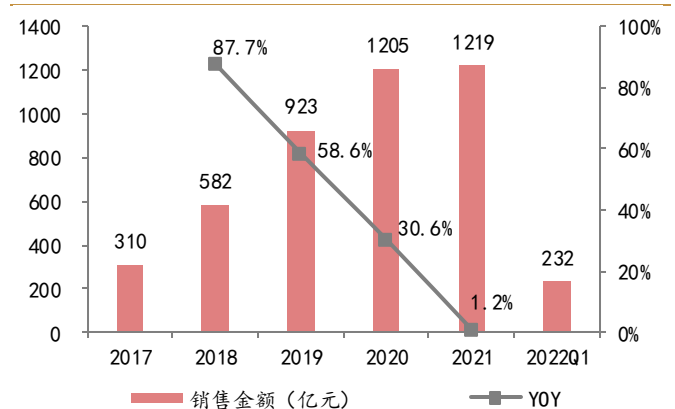
2022 年一季度销售实现“开门红”，“中而美”发展态势持续保持。2021 年在市场下行的情况下，公司实现销售总面积 469 万平方米，同比-7.0%；销售总金额 1219 亿元，同比增加 1.2%。2022Q1 公司累计销售金额为 232 亿元，同比-17%，为前 20 强房企中降幅最小。公司在克尔瑞房地产销售排行榜中位于第 17 名，较 2021 年末上升 15 个名次，呈现逆势提升。

图 15：2021 年销售面积



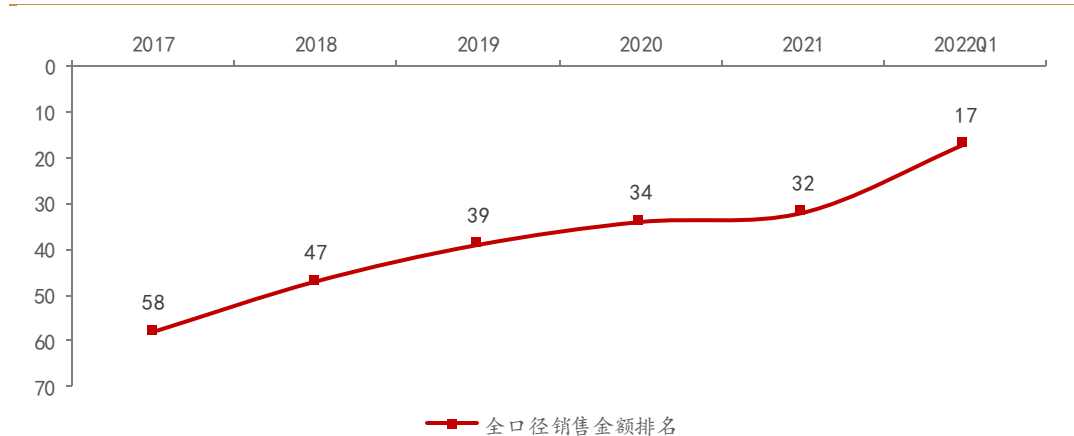
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：2021 年销售金额



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 17：近年来华发销售排名稳步上升



数据来源：克尔瑞，西南证券整理

表 1：2022 年 1-3 月销售金额前 20 房企排名

销售排名	企业简称	2022 年 1-3 月累计销售金额 (亿元)	2022 年 3 月单月金额 (亿元)	累计同比	单月同比	单月环比
1	碧桂园	1329	406	-33%	-46%	-5%
2	万科地产	1045	395	-42%	-37%	34%
3	保利发展	907	384	-27%	-22%	60%
4	融创中国	723	220	-38%	-54%	-2%
5	中海地产	480	224	-46%	-42%	107%
6	招商蛇口	474	221	-35%	-27%	120%
7	华润置地	459	208	-32%	-20%	112%
8	金地集团	455	209	-34%	-23%	117%
9	绿城中国	373	162	-31%	-21%	41%
10	龙湖集团	370	170	-39%	-32%	82%
11	中国金茂	317	147	-50%	-35%	102%
12	绿地控股	308	108	-56%	-70%	34%
13	新城控股	308	117	-38%	-43%	4%
14	建发地产	302	107	-27%	-35%	-4%
15	旭辉集团	287	120	-49%	-54%	45%
16	滨江集团	250	77	-47%	-24%	12%
17	华发股份	232	97	-17%	-22%	199%
18	世茂集团	221	73	-67%	-76%	1%
19	金科集团	217	69	-56%	-65%	7%
20	中梁控股	216	68	-55%	-60%	6%

数据来源：克尔瑞，西南证券整理

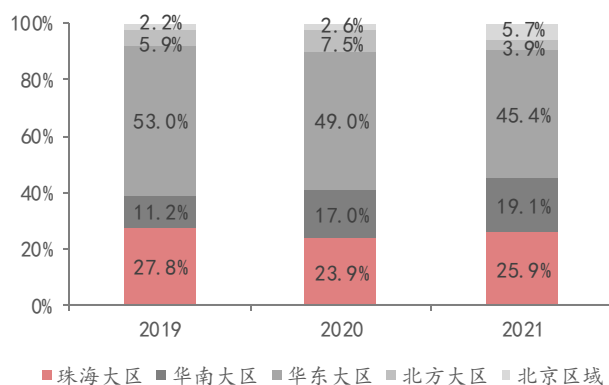
**布局五大区域实现全国化拓展，华东领跑，珠海稳居龙头。**公司华东、珠海、华南销售贡献占比高，其他区域表现稳定。2021 年，珠海大区全年完成销售 315 亿元，销售占比 25.9%，且自 2019 年来销售金额仍保持高增长，稳居珠海龙头地位；华东大区全年完成销售 553 亿元，销售占比 45.4%，多年领跑各大区域，贡献突出；华南大区近 3 年销售占比逐步提高，2021 年销售占比为 19.1%，全年完成销售 233 亿元；北方大区和北京区域 2021 年分别完成销售 48 亿元、70 亿元，销售占比 3.9%、5.7%，表现相对稳定。近年来华发各区域销售更加均衡，避免了局部区域销售下滑引起的风险。

图 18：公司城市布局实现全国化拓展



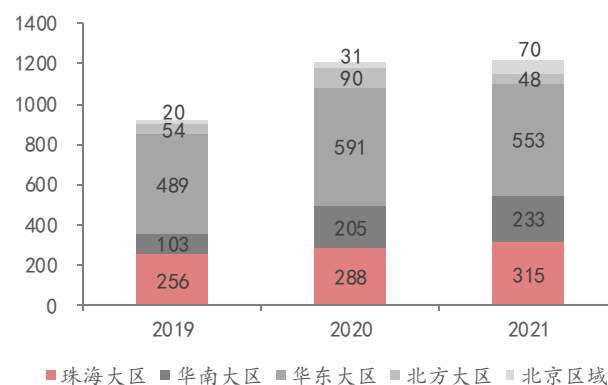
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：公司五大区域销售金额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理。注：因统计区域调整统一使用 2020 标准

图 20：公司五大区域销售金额（亿元）



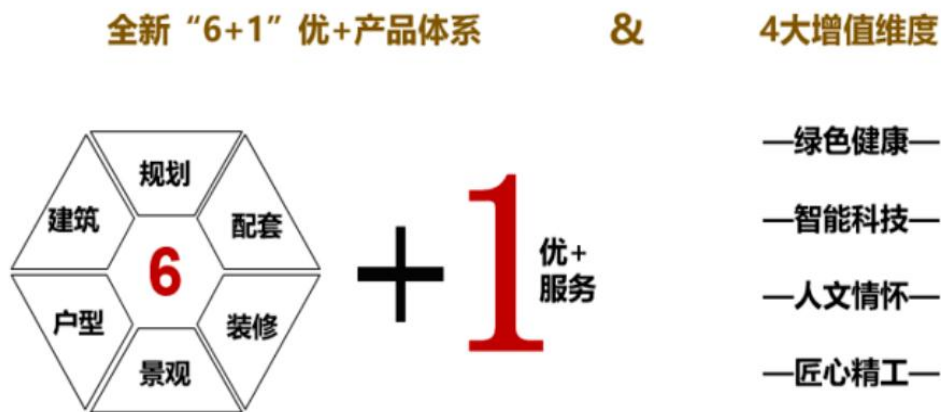
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 产品体系迭代升级，提升品牌溢价

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，“规划、建筑、户型、景观、装修、配套”六位一体的产品理念，搭配优质服务，打造了精美住宅典范。公司已形成 TOP 系、府系、四季系、城市系、未来系等五大产品系，有 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。

图 21：公司“6+1”产品体系



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 2：公司“优+”产品体系的升级历程

“优+”体系版本	发布时间	具体内容
1.0	2015 年	华发顺应“互联网+”和全球顶尖科技发展趋势，在全国首次推出“优+生活”人居产品概念，包括智能家居、生态规划互联网社区等 6 大体系
2.0	2017 年	“优+产品”升级为 8 大体系及 52 项细节标准，打造华发 360 度全优生活体系
3.0	2018 年	引入了互联网社区、“优生活 APP”、绿色建筑、智能控制、新风系统、抗霾检测、净水系统等智慧健康元素
4.0	2020 年	推出全新产品体系及价值观——“6+1”优+产品体系并在四大维度上增值赋能，在后疫情时代为客户打造更美好的人居生活

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：华发府系——中山华发首府效果图



数据来源：公开资料，西南证券整理

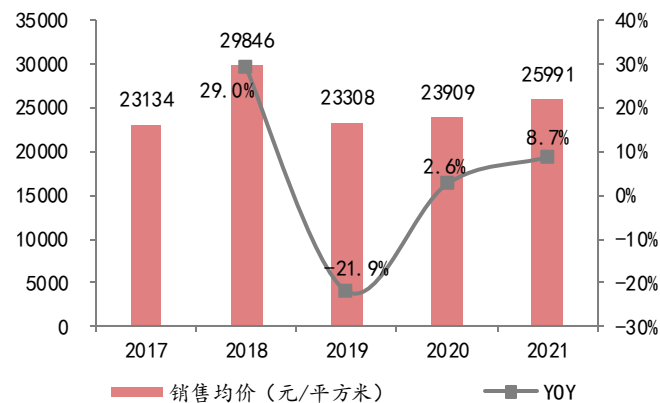
图 23：华发四季系——青岛华发四季效果图



数据来源：公开资料，西南证券整理

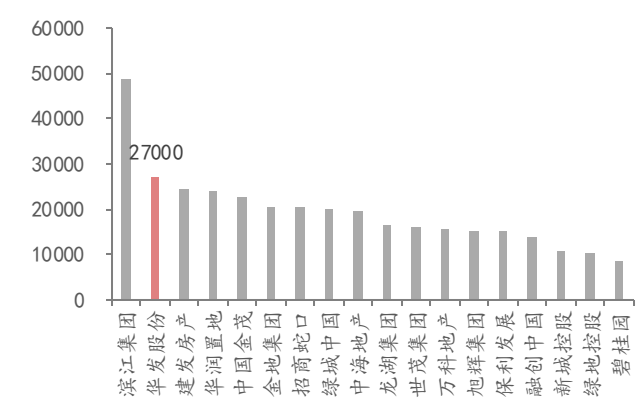
匠心积累口碑, 品牌产生溢价。公司以优质产品积累良好口碑, 产品得到了消费者认可, 品牌带来了溢价。2021 年华发销售均价为 25991 元/平方米, 同比提升 8.7%, 2022 年 3 月公司销售均价为 27000 元/平方米, 在头部房企中排名第二, 仅次于滨江集团。公司项目较所在区域二手房销售均价存在明显溢价, 品牌认可度高。

图 24: 2021 年公司销售均价同比增长 8.7% 至 2.6 万元/平



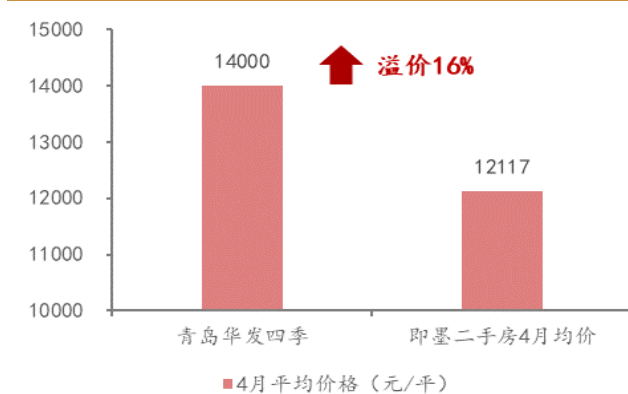
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 2022Q1 华发销售均价排名行业前列



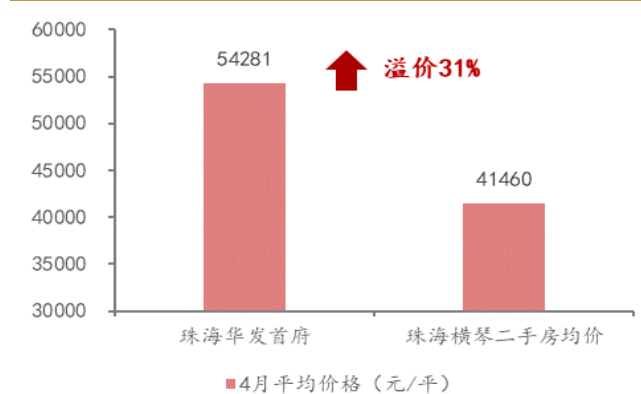
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26: 青岛华发四季项目较所在地二手房均价溢价 16%



数据来源: 房天下, 西南证券整理

图 27: 珠海华发首府项目较所在地区二手房均价溢价 31%

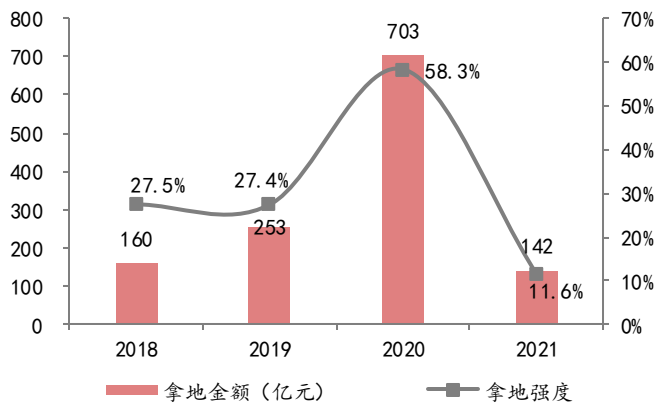


数据来源: 房天下, 西南证券整理

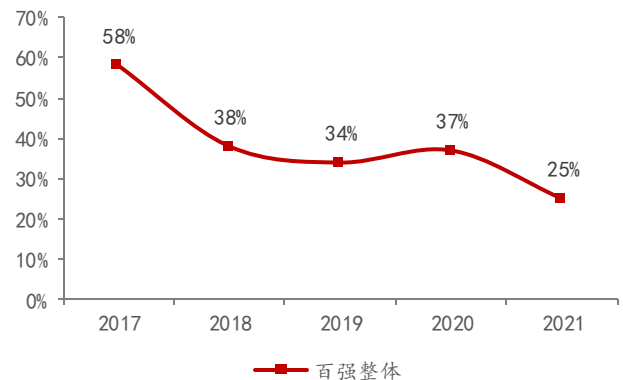
## 2.3 投资节奏稳健, 土地储备充足

公司投资节奏稳健, 坚持战略深耕。公司在 2020 年迎来拿地高峰, 拿地金额为 703 亿元, 拿地销售比 (拿地金额/销售金额) 为 58.3%, 积累了大量土地储备。在行业去杠杆和销售下滑等因素影响下, 房地产土地投资在 2021 年下半年以来出现明显下滑, 2021 年百强房企拿地销售比降低到 0.25, 为 5 年来的新低。为优化财务结构, 2021 年公司拿地金额降至 142 亿元, 力度有所放缓, 下行周期中保持稳健的投资节奏。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, 近年来新增土储一二线城市占比均保持在较高水平。

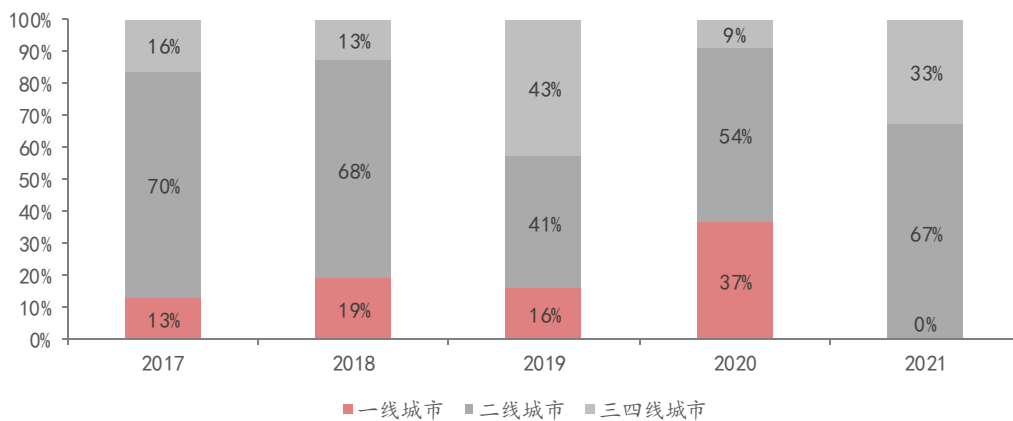


**图 28：2021 年拿地强度（金额口径）减少为 11.6%**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 29：2017-2021 年百强房企拿地销售比逐步降低**


数据来源：克而瑞，西南证券整理

**图 30：一二线城市新增土储占比高**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**拿地方式多元化，旧改、收并购齐发力。**近年来积极探索多元化拿地渠道除传统“招拍挂”的方式外，积极运用合作开发、收并购、城市更新等多元化项目拓展模式，加大对非公开市场项目拓展力度。

**1) 收并购：**2022 年公司以 14 亿收购昆明文旅城二期项目的 40% 股权，收购后华发对该项目权益占比达 80%。

**2) 旧改：**2022 年 2 月公司正式接手了中国奥园位于珠海连安村的旧改项目，总用地面积约 6.27 万平方米，总计容建筑面积约 26.81 万平方米。



图 31：昆明文旅城二期项目地块示意图



数据来源：公开资料，西南证券整理

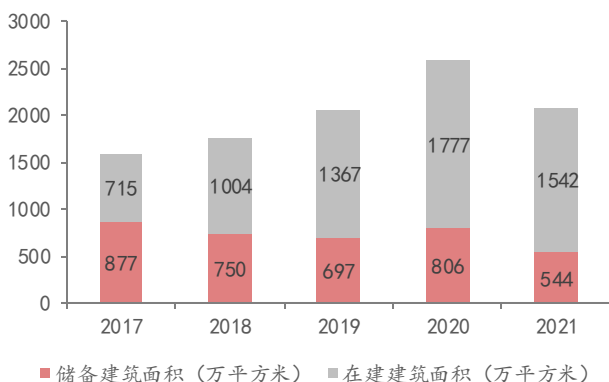
图 32：珠海联安村旧改项目地块示意图



数据来源：公开资料，西南证券整理

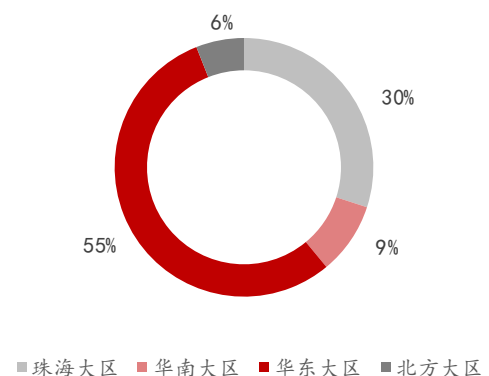
“4+1”新管控格局成型，土地储备充足。2021 年末公司土地储备计容建筑面积 544 万平方米，在建面积 1542 万平方米。虽然 2021 年拿地速度减缓，但目前公司土储资源充足，可满足中长期发展需要。公司持续优化在粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群的战略布局，形成“4+1”的新管控格局，珠海大区、华东大区、华南大区、北方大区土储占比分别为 30%、55%、9%、6%。土地储备优质，一二线城市土储占比超 90%。

图 33：公司储备及在建建筑面积



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：公司土储面积区域占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 多元业务协同发展，“一核两翼”加速布局

多元业务协同发展，积极践行“一核两翼”业务战略。公司近年来积极实行“一核两翼”业务战略，以住宅业务为“核”，在保持主业稳步增长的基础上，商业运营、上下游产业链成为“两翼”，与主业形成良性互动与互补。公司持续优化商业地产的核心竞争力，成为独具竞争力的商业地产综合运营商，并积极向城市更新、设计、营销、装配式建筑、长租公寓等业务领域延伸地产业务产业链，推动主业转型升级。

图 35：公司“一核两翼”业务战略



数据来源：公司官网，西南证券整理

**打造六大产品线，生态体系逐渐成熟。**公司深入拓展旗下商业板块，形成华发商都、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，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系愈加成熟。

**主营商业地产项目加速拓展，经营质量高。**公司打造了以华发商都为代表的集中式商业线，以华发新天地为代表的社区商业线，以珠海中心为代表的商务办公线，旗下珠海华发商都为珠海至今规模最大、档次最高、功能最齐的大型购物中心。2021 年华发商业地产提速发展，6 座新 MALL 接力开业，包括太仓华发广场、威海华发新天地、中山华发商都、珠海金湾华发商都、珠海海韵城华发新天地、武汉华发中城商都，全面打响华发商业品牌。其中太仓华发广场、海韵城华发新天地、中山华发商都、金湾华发商都的开业率均超 90%，中山华发商都、金湾华发商都更是实现开业三天客流超 50 万。

图 36：金湾华发商都示意图



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 37：中山华发商都示意图



数据来源：公开资料，西南证券整理

**三大自营业务初步成型。**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。1) **阅潮**：成立于 2014 年，打造以“旗舰店+N 个社区店”为模式的文化体验式书店，截至 2022 年 3 月已布局 5 家旗舰店和 13 家社区店。2) **华商百货**：专注自营品牌及代理国内外知名品牌，自营品牌“LA GALLERIA 商都精品荟”是珠海第一家专业经营国际奢侈品牌的买手集合店。3) **华发奥特美康体中心**：已在珠海、上海、威海相继落地 7 家门店，致力于提供优质运动服务。

图 38：珠海华发商都阅潮书店示意图



数据来源：公开资料，西南证券整理

图 39：珠海华发奥特美康体中心示意图



数据来源：公开资料，西南证券整理

**上下游产业链稳步拓展，多元产业格局持续深化。**公司业务向上下游产业链逐步延伸，包含旧改、设计、营销、文传、资管等多个领域。近年来多个公司取得巨大进步，产业格局持续深化。其中设计公司完成专利申报 130 项；旧改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；华实中建取得澳门土木工程实验室（LECM）正式认证证书；安研院跃居珠海市安全巡查类业务头部企业。

表 3：公司上下游产业链布局

业务性质	公司名称	业务性质	公司名称
物业租赁	华发优生活租赁服务、华发商都商业经营公司等	教育	珠海市香洲区容闳山庄幼儿园、南宁市青秀区容闳幼儿园等
广告	华发文化传播公司等	批发、零售	华商百货公司等
园林工程	华发园林工程公司等	城市更新	华发北沙六组城市更新公司等
文化产业	华发阅潮文化公司等	健康管理服务	华发丰华敬乐健康管理公司

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 4：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：wind，西南证券

## 4.2 相对估值

我们选取保利发展、金地集团、万科 A、建发股份四家可比公司，2022 年可比公司平均 PE 为 6.9 倍，我们给予公司 2022 年 7 倍 PE，对应目标价 11.90 元，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600048.SH	保利发展	2,131	27388	29308	31232	34095	6.8	7.3	6.8	6.2
600383.SH	金地集团	624	9410	10169	10965	11689	6.2	6.1	5.7	5.3
000002.SZ	万科 A	2,108	22524	26479	29121	30455	10.2	8.0	7.2	6.9
600153.SH	建发股份	402	6098	6495	7460	8524	4.3	6.2	5.4	4.7
平均值							6.9	6.9	6.3	5.8

数据来源：Wind，西南证券整理（截止 2022.04.28）

## 5 风险提示

业绩结算不及预期、政策调控风险等。

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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>36060.71</b>	<b>-11519.59</b>	<b>-13326.74</b>	<b>-10274.37</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-43985.55</b>	<b>3247.47</b>	<b>-1337.42</b>	<b>-395.31</b>
<b>营业利润</b>	<b>6962.00</b>	<b>7920.86</b>	<b>8572.03</b>	<b>9217.83</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>6829.09</b>	<b>7802.95</b>	<b>8449.13</b>	<b>9096.60</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>15026.51</b>	<b>2339.91</b>	<b>7059.13</b>	<b>14032.35</b>
归属母公司股东净利润	3194.75	3594.17	3922.06	4211.76	<b>现金流量净额</b>	<b>7106.17</b>	<b>-5932.21</b>	<b>-7605.03</b>	<b>3362.68</b>
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	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5331.00	6694.43	7292.57	8045.04	销售收入增长率	0.46%	16.21%	11.32%	9.22%
存货	217377.95	246133.47	272532.14	295672.87	营业利润增长率	9.50%	13.77%	8.22%	7.53%
其他流动资产	39984.20	42567.26	48803.68	52777.11	净利润增长率	2.56%	15.13%	8.28%	7.66%
长期股权投资	21474.90	21524.90	21594.90	21684.90	EBITDA 增长率	9.00%	13.70%	8.18%	7.47%
投资性房地产	12039.34	8659.83	9916.00	10205.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3041.50	2929.68	2817.87	2706.06	毛利率	25.80%	25.51%	25.24%	25.06%
无形资产和开发支出	468.60	447.52	426.43	405.34	三费率	6.53%	6.42%	6.46%	6.45%
其他非流动资产	5345.60	5830.20	6314.81	6799.42	净利率	9.13%	9.04%	8.80%	8.67%
<b>资产总计</b>	<b>355057.03</b>	<b>378849.03</b>	<b>406155.09</b>	<b>438115.17</b>	ROE	4.88%	5.32%	5.50%	5.65%
短期借款	1030.41	0.00	7428.32	21932.82	ROA	1.32%	1.42%	1.44%	1.43%
应付和预收款项	35242.00	43316.06	50407.82	56794.23	ROIC	3.12%	3.36%	3.23%	3.14%
长期借款	77169.92	77169.92	77169.92	77169.92	EBITDA/销售收入	14.34%	14.03%	13.64%	13.42%
其他负债	145723.44	157202.65	165209.76	171126.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>259165.78</b>	<b>277688.64</b>	<b>300215.82</b>	<b>327023.87</b>	总资产周转率	0.15	0.16	0.17	0.17
股本	2117.16	2117.16	2117.16	2117.16	固定资产周转率	28.27	21.74	25.23	28.78
资本公积	926.42	926.42	926.42	926.42	应收账款周转率	241.91	192.11	204.14	196.55
留存收益	13713.14	16263.97	19135.00	22222.13	存货周转率	0.18	0.19	0.19	0.19
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	138.04%	—	—	—
少数股东权益	75072.55	76862.42	78770.26	80835.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>95891.25</b>	<b>101160.40</b>	<b>105939.27</b>	<b>111091.30</b>	资产负债率	72.99%	73.30%	73.92%	74.64%
负债和股东权益合计	355057.03	378849.03	406155.09	438115.17	带息债务/总负债	38.93%	35.96%	35.74%	37.25%
					流动比率	2.05	1.99	1.90	1.82
					速动比率	0.62	0.55	0.48	0.46
					股利支付率	0.00%	29.03%	26.80%	26.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.51	1.70	1.85	1.99
					每股净资产	45.29	47.78	50.04	52.47
					每股经营现金	17.03	-5.44	-6.29	-4.85
					每股股利	0.00	0.49	0.50	0.53
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	7348.42	8376.10	9059.63	9734.78					
PE	4.78	4.25	3.89	3.62					
PB	0.16	0.15	0.14	0.14					
PS	0.30	0.26	0.23	0.21					
EV/EBITDA	6.40	7.67	8.28	8.71					
股息率	6.24%	6.84%	6.89%	7.37%					

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

### 行业评级

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  
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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	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	郑龔	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	xy@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