

# 华发股份 (600325.SH)

## 业绩略超预期，经营表现稳健

### 核心观点：

- **少数股东损益减少，业绩略超预期。**22年1季度实现主营业务收入80.9亿元，同比+27%，营业利润9.51亿元，同比-5.3%，实现归母净利润7.11亿元，同比+28.4%，扣非归母净利润7.1亿元，同比+53.31%。一季度结算毛利率19.2%，同比回落7.7pct，较21年全年下滑6.6pct，扣税毛利率16.1%，同比下降22.2%，税金规模在结算增长的情况下不升反降，存在明显的税盾效应。利润率下滑导致毛利及营业利润下降。费用规模及其他收益基本与去年持平，期内公司少数股东损益占比为3.1%，去年同期为24.4%，少数股东损益的减少，成为了一季报归母及扣非利润增长的主要原因。
- **销售优于行业，投资呈现一定收缩趋势。**公司一季度实现销售金额232亿元，同比下降19%，显著强于百强企业整体表现，新增珠海市斗门区1项目，地价7.6亿元，维持了较为谨慎的投资策略。新开工面积同比下降47%，竣工面积同比增长35%，施工面积下降16%。
- **有息负债回升，回款率上升。**资产负债及现金流量表方面，截至22Q1，公司有息负债约1430亿元，环比21年底增加62亿元，公司连续两个季度维持绿档，这也是22年公司经营的一项工作重点。期末预售账款749亿，期内实现销售回款147亿，回款率水平略有回升。
- **盈利预测与投资建议：22-23年EPS预计分别为1.59元/股、1.67元/股。**一季报整体表现略超预期，但也受益于少数股东损益下降等结构性因素。公司作为强信用的地方国企，在完成降档后的经营表现将更加从容。预计公司22-23年归母净利润33.6、35.4亿元，同比分别增长5%、6%，参考行业估值，我们以22年归母净利润对应7.5xPE估值，给予合理价值11.89元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业景气度下行影响公司销售，结算规模不及预期。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	51006	51241	61429	67225	72621
增长率(%)	53.9%	0.5%	19.9%	9.4%	8.0%
EBITDA(百万元)	6163	6851	6896	7381	7431
归母净利润(百万元)	2902	3195	3357	3541	3643
增长率(%)	4%	10%	5%	6%	3%
EPS(元/股)	1.37	1.51	1.59	1.67	1.72
市盈率(x)	5.3	4.8	4.5	4.3	4.2
ROE(%)	14%	15%	14%	13%	12%
EV/EBITDA(x)	17.3	12.5	13.7	10.9	8.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

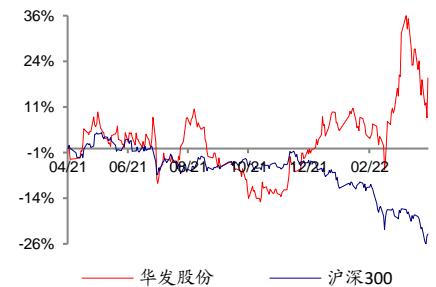
识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格	7.21元
合理价值	11.89元
前次评级	买入
报告日期	2022-04-28

### 相对市场表现



### 分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

### 分析师：

乐加栋



SAC 执证号：S0260513090001

021-38003642



lejiadong@gf.com.cn

### 分析师：

邢莘



SAC 执证号：S0260520070009

021-38003638



xingshen@gf.com.cn

请注意，乐加栋、邢莘并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

华发股份(600325.SH)：业绩提升兑现销售成长，降档完成拓宽未来空间	2022-04-10
华发股份(600325.SH)：抢回款稳投资，去杠杆完成降档	2022-01-23

请务必阅读末页的免责声明

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>292,501</b>	<b>312,687</b>	<b>366,361</b>	<b>416,844</b>	<b>474,113</b>
货币资金	43,642	49,994	32,500	28,069	30,074
应收及预付	6,650	5,331	10,580	6,856	15,228
存货	211,375	217,378	283,352	341,990	388,881
其他流动资产	30,834	39,984	39,929	39,929	39,929
<b>非流动资产</b>	<b>29,344</b>	<b>42,370</b>	<b>48,579</b>	<b>57,230</b>	<b>67,357</b>
长期股权投资	14,299	21,475	26,500	32,565	39,965
固定资产	830	2,795	2,935	3,111	3,298
在建工程	324	246	809	1,350	1,875
无形资产	609	623	623	623	623
其他长期资产	13,282	17,231	17,714	19,582	21,597
<b>资产总计</b>	<b>321,844</b>	<b>355,057</b>	<b>414,941</b>	<b>474,074</b>	<b>541,470</b>
<b>流动负债</b>	<b>155,777</b>	<b>152,807</b>	<b>225,712</b>	<b>291,499</b>	<b>362,431</b>
短期借款	9,266	1,030	5,776	5,484	4,692
应付及预收	52,870	119,823	187,185	258,477	333,937
其他流动负债	93,640	31,954	32,751	27,539	23,802
<b>非流动负债</b>	<b>102,722</b>	<b>106,359</b>	<b>88,340</b>	<b>76,238</b>	<b>67,097</b>
长期借款	79,411	77,170	59,795	47,340	37,830
应付债券	18,608	22,699	22,699	22,699	22,699
其他非流动负债	4,703	6,489	5,846	6,199	6,567
<b>负债合计</b>	<b>258,499</b>	<b>259,166</b>	<b>314,052</b>	<b>367,738</b>	<b>429,528</b>
股本	2,117	2,117	2,117	2,117	2,117
资本公积	673	926	1,598	2,306	3,035
留存收益	11,833	13,713	16,398	19,231	22,146
归属母公司股东权益	20,953	20,819	24,008	27,550	31,193
少数股东权益	42,392	75,073	76,880	78,787	80,749
<b>负债和股东权益</b>	<b>321,844</b>	<b>355,057</b>	<b>414,941</b>	<b>474,074</b>	<b>541,470</b>

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>51,006</b>	<b>51,241</b>	<b>61,429</b>	<b>67,225</b>	<b>72,621</b>
营业成本	38,611	38,020	47,972	52,810	58,087
营业税金及附加	3,397	3,361	2,702	2,813	2,572
销售费用	1,450	1,582	1,726	1,916	2,055
管理费用	1,454	1,527	1,456	1,570	1,683
研发费用	946	1,067	971	1,046	1,122
财务费用	264	235	228	326	268
资产减值损失	90	1	0	0	0
公允价值变动收益	201	20	21	22	23
投资净收益	459	575	973	1,020	1,184
<b>营业利润</b>	<b>6,358</b>	<b>6,962</b>	<b>7,367</b>	<b>7,786</b>	<b>8,039</b>
营业外收支	-105	-133	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6,253</b>	<b>6,829</b>	<b>7,367</b>	<b>7,786</b>	<b>8,039</b>
所得税	1,693	2,152	2,203	2,338	2,434
<b>净利润</b>	<b>4,560</b>	<b>4,677</b>	<b>5,164</b>	<b>5,448</b>	<b>5,605</b>
少数股东损益	1,658	1,482	1,807	1,907	1,962
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,902</b>	<b>3,195</b>	<b>3,357</b>	<b>3,541</b>	<b>3,643</b>
EBITDA	6,163	6,851	6,896	7,381	7,431
EPS (元)	1.37	1.51	1.59	1.67	1.72

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>29,109</b>	<b>36,061</b>	<b>5,887</b>	<b>23,634</b>	<b>26,595</b>
净利润	4,560	4,677	5,164	5,448	5,605
折旧摊销	67	101	294	311	330
营运资金变动	-81,634	61,719	-3,862	16,379	20,197
其它	106,115	-30,436	4,291	1,496	464
<b>投资活动现金流</b>	<b>-61,012</b>	<b>-43,986</b>	<b>-7,201</b>	<b>-6,329</b>	<b>-7,554</b>
资本支出	-44,966	-29,920	-2,935	-1,060	-1,074
投资变动	-22,585	-20,463	-4,266	-5,269	-6,480
其他	6,539	6,398	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>48,786</b>	<b>15,027</b>	<b>-16,180</b>	<b>-21,736</b>	<b>-17,036</b>
银行借款	124,215	92,782	11,552	10,967	9,384
股权融资	16,032	33,599	0	0	0
其他	-12,028	-12,100	-4,472	-3,776	-2,998
<b>现金净增加额</b>	<b>16,824</b>	<b>7,106</b>	<b>-17,494</b>	<b>-4,431</b>	<b>2,005</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>25,787</b>	<b>42,611</b>	<b>49,717</b>	<b>32,223</b>	<b>27,793</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>42,611</b>	<b>49,717</b>	<b>32,223</b>	<b>27,793</b>	<b>29,798</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	53.9%	0.5%	19.9%	9.4%	8.0%
营业利润增长	45.9%	9.5%	5.8%	5.7%	3.3%
归母净利润增长	4.2%	10.1%	5.1%	5.5%	2.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.3%	25.8%	21.9%	21.4%	20.0%
净利率	8.9%	9.1%	8.4%	8.1%	7.7%
ROE	13.9%	15.3%	14.0%	12.9%	11.7%
ROIC	3.1%	3.1%	3.0%	3.5%	4.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.3%	73.0%	75.7%	77.6%	79.3%
净负债比率	147.5%	76.3%	78.2%	61.5%	44.1%
流动比率	1.88	2.05	1.62	1.43	1.31
速动比率	0.49	0.60	0.34	0.25	0.21
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.18	0.15	0.16	0.15	0.14
应收账款周转率	782.61	241.91	62.78	30.72	21.69
存货周转率	0.21	0.18	0.19	0.17	0.16
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.37	1.51	1.59	1.67	1.72
每股经营现金流	13.75	17.03	2.78	11.16	12.56
每股净资产	9.90	9.83	11.34	13.01	14.73
<b>估值比率</b>					
P/E	5.26	4.78	4.55	4.31	4.19
P/B	0.73	0.73	0.64	0.55	0.49
EV/EBITDA	17.29	12.54	13.66	10.93	8.70

## 广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，13年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 郭镇：首席分析师，清华大学工学硕士，9年房地产研究经验，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 邢莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 张春娥：资深分析师，厦门大学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 欧阳喆：高级研究员，复旦大学管理学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 谢淼：高级研究员，上海交通大学金融学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 李怡慧：研究员，伦敦政治经济学院硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。