

华发股份 (600325.SH)

全国化扩张途中的“中而美”地方国企

公司是珠海老牌房企，全国化扩张后稳居“千亿俱乐部”。公司2021年合约销售金额为1219亿元，5年CAGR达27.82%。根据克而瑞，公司2020-21年全口径销售额2年CAGR达14.9%。2022年1-7月在市场下行环境下，公司全口径销售额为582亿元，同比仅-18.1%，显著优于TOP30销售同比均值-40.8%。

土储质优量足，近年重仓华东大区，未来收入、利润确定性强。公司房地产开发占总营收比重维持在95%附近，近年形成“4+1”的全国化布局（珠海、华南、华东、北方+北京）。2021年土储计容建面达2098万方，土储充裕。公司土储第一大重仓区域为华东大区（占比44%），超越珠海与华南大区之和。2022年拿地力度、拿地毛利率触底反弹，1-7月公司拿地金额226亿元，拿地结构上一二线占比达93.6%，且绝大部分位于上海；税后拿地毛利率回升至19.3%，推动土储进一步增量提质。公司持续深耕高能级城市将缓解近年因高毛利旧改项目结转清空带来的毛利率下行压力。

国资背景的大股东提供强力财务支持，公司流动性无忧。公司大股东华发集团是珠海地方国企，集团近两年共增资公司近300亿元，其中2021年增资247.5亿元，显著增厚增强公司权益规模及流动性，助力公司2021年三道红线转绿。国资背景为公司信用背书，公司早年扩张时期较高的综合融资成本近年呈现下降趋势，2021年为5.8%，未来有望得到进一步压降。

激励机制完善，降本提效成果显著。公司深入推进精细化管理，在投拓、融资、回款等方面统筹兼顾，2021年回款金额同比增长32.3%至707亿元。销管费用率总体呈下降趋势，2021年降至6.07%，未来销管费用率有望进一步降低。公司自2017年实施股权激励授予1260.9万股，激励效果显著。**深度参与国家级新区建设，产品力、品牌力卓越。**集团深度参与珠海十字门商务区建设，该区所处的横琴开发属于国家战略，数个标杆项目提高了华发品牌在全国的知名度。公司完善的“优+产品”体系为核心城市项目带来较快的去化速度，根据中指数据，公司2021年在杭州、上海、武汉、成都的去化水平分别为92%/100%/68%/84%，均高于城市去化均值。

投资建议：我们认为华发股份（1）具有国资背景的属性，集团大力支持公司财务，流动性无忧；（2）公司具备质优量足的土地储备，2020、2022年货值补充充分、拿地毛利率企稳回升，未来收入、利润增长的确定性强；（3）公司近年持续降本提效，未来经营效率有望进一步提升。首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司22/23/24年营收分别为635.3/706.8/873.0亿元；归母净利润分别为32.8/35.3/39.9亿元；对应的EPS为1.55/1.67/1.88元/股；对应PE为4.9/4.5/4.0倍。我们测算公司NAV为16.9元/股，公司合理价格为12.54元/股，对应市值为265.51亿元人民币，对应2022年8.09倍PE。

风险提示：房地产政策放松力度不及预期；拿地规模及毛利率不及预期；疫情反复超预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	51,006	51,241	63,525	70,684	87,301
增长率 yoy (%)	53.9	0.5	24.0	11.3	23.5
归母净利润(百万元)	2,902	3,195	3,277	3,530	3,990
增长率 yoy (%)	4.2	10.1	2.6	7.7	13.0
EPS 最新摊薄(元/股)	1.37	1.51	1.55	1.67	1.88
净资产收益率 (%)	7.2	4.9	5.2	5.4	6.1
P/E (倍)	5.5	5.0	4.9	4.5	4.0
P/B (倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年8月8日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	房地产开发
8月8日收盘价(元)	7.58
总市值(百万元)	16,725.57
总股本(百万股)	2,117.16
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	37.54

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号: S0680522030001

邮箱: jinjing3@gszq.com

研究助理 肖畅

执业证书编号: S0680122050008

邮箱: xiaochang@gszq.com

研究助理 肖依依

执业证书编号: S0680121070010

邮箱: xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

- 《房地产开发: 2022W31: 全国多城推进“保交楼”, 全国性AMC参与房企纾困》2022-08-07
- 《房地产开发: 百强房企月度销售报告: 7月操盘销售金额同比-39.7%, 环比转负至-28.6%》2022-08-01
- 《房地产开发: 十字路口的房地产——2022中期策略》2022-07-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	292501	312687	323236	335316	347086
现金	43642	49994	57587	56841	55156
应收票据应收账款	101	328	201	385	335
其他应收款	1032	1473	1633	1823	2445
预付账款	5517	3720	6444	7693	9768
存货	211375	217378	226821	237714	248209
其他流动资产	30834	39794	30550	30860	31173
非流动资产	29344	42370	44219	46128	49151
长期投资	14299	21475	22272	23074	23880
固定资产	830	2795	3113	3266	3823
无形资产	201	469	553	645	773
其他非流动资产	14014	17631	18281	19144	20675
资产总计	321844	355057	367455	381444	396237
流动负债	155777	152807	155139	156909	158907
短期借款	9266	1030	1030	1061	1093
应付票据应付账款	28107	32604	31064	33299	34383
预收账款	52583	63307	65751	66154	72030
其他流动负债	65821	55865	57294	56394	51401
非流动负债	102722	106359	112238	119828	126833
长期借款	98019	99869	107359	114875	121767
其他非流动负债	4703	6489	4879	4953	5066
负债合计	258499	259166	267377	276737	285740
少数股东权益	42392	75073	76956	79030	81802
股本	2117	2117	2117	2117	2117
资本公积	673	926	926	926	926
留存收益	11833	13713	17485	21399	26126
归属母公司股东权益	20953	20819	23122	25678	28694
负债和股东权益	321844	355057	367455	381444	396237

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	29109	36061	33658	27574	20828
净利润	4560	4677	5160	5604	6763
折旧摊销	120	151	191	214	244
财务费用	264	235	278	296	332
投资损失	-459	-575	-130	-137	-143
营运资金变动	-34345	-1193	-4607	-11169	-9304
其他经营现金流	58968	32766	32766	32766	22936
投资活动现金流	-61012	-43986	-33765	-34224	-24827
资本支出	8198	9930	8713	9170	10109
长期投资	-16989	-11331	-798	-802	-806
其他投资现金流	-69803	-45387	-25850	-25856	-15524
筹资活动现金流	48786	15027	8566	6409	3486
短期借款	-3042	-8236	0	31	32
长期借款	39290	1851	7490	7515	6892
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-468	253	0	0	0
其他筹资现金流	13006	21159	1076	-1137	-3439
现金净增加额	16824	7106	7593	-746	-1685

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51006	51241	63525	70684	87301
营业成本	38611	38020	47751	53422	66328
营业税金及附加	3397	3361	4129	4594	5675
销售费用	1450	1582	1938	2121	2575
管理费用	1454	1527	1874	2050	2488
研发费用	37	79	98	109	135
财务费用	264	235	278	296	332
资产减值损失	-90	-1	-1	-1	-2
其他收益	30	22	0	0	0
公允价值变动收益	201	20	0	0	0
投资净收益	459	575	130	137	143
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	6358	6962	7589	8230	9913
营业外收入	32	49	43	56	73
营业外支出	137	182	96	103	110
利润总额	6253	6829	7535	8183	9876
所得税	1693	2152	2375	2579	3113
净利润	4560	4677	5160	5604	6763
少数股东损益	1658	1482	1884	2073	2773
归属母公司净利润	2902	3195	3277	3530	3990
EBITDA	6626	7225	8004	8696	10452
EPS (元)	1.37	1.51	1.55	1.67	1.88

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	53.9	0.5	24.0	11.3	23.5
营业利润(%)	45.9	9.5	9.0	8.5	20.4
归属于母公司净利润(%)	4.2	10.1	2.6	7.7	13.0
获利能力					
毛利率(%)	24.3	25.8	24.8	24.4	24.0
净利率(%)	5.7	6.2	5.2	5.0	4.6
ROE(%)	7.2	4.9	5.2	5.4	6.1
ROIC(%)	2.9	3.2	3.3	3.4	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	80.3	73.0	72.8	72.5	72.1
净负债比率(%)	154.6	81.8	81.6	86.0	87.4
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	750.6	238.8	240.0	241.2	242.4
应付账款周转率	2.0	1.3	1.5	1.7	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.51	1.55	1.67	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	13.75	17.03	15.90	13.02	9.84
每股净资产(最新摊薄)	6.98	8.00	9.09	10.29	11.72
估值比率					
P/E	5.5	5.0	4.9	4.5	4.0
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	23.6	23.5	21.8	21.3	18.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价)

内容目录

一、公司介绍	6
1.1 公司概况及发展历程	6
1.2 股权结构及控股股东介绍	7
1.3 公司管理层介绍	11
二、土储及拿地优势：在全国化扩张道路上的“中而美”	12
2.1 土地储备：质优量足，千亿销售规模确定性强	12
2.2 拿地：聚焦华东，聚焦中高能级城市	16
2.3 深耕区域将成为稳住毛利率的基本盘	19
三、流动性优势：背靠国资，集团强力财务支持	22
3.1 融资：融资成本逐年降低，长短期债务结构合理	22
3.2 集团财务支持：助力三道红线 2021 年全面达标	25
四、经营：积极降本提效，激励机制完善	27
4.1 公司积极降本提效，未来费用率有望进一步降低	27
4.2 公司激励措施完善，股权激励计划提高员工积极性	29
五、产品与品牌：体系化产品去化快、打响华发品牌	31
5.1 公司是产品体系化的践行者	31
5.2 产品力成就高能级城市的去化速度	32
5.3 集团深度参与国家 TOP 级新区开发，全面打响华发品牌	33
六、盈利预测与估值	34
6.1 销售、收入与利润率	34
6.2 模型测算	35
6.3 估值	36
风险提示	38

图表目录

图表 1: 华发股份发展历程	6
图表 2: 华发股份历年营业总收入及同比	6
图表 3: 华发股份历年房地产开发收入及同比	6
图表 4: 华发股份历年营业收入构成	7
图表 5: 华发股份 2021 年房地产开发收入区域结构	7
图表 6: 华发股份前十大股东股权结构图（截至 2022 年 3 月 31 日）	8
图表 7: 华发股份股价及重要股东股权变动打点（2012.3-2022.7）	8
图表 8: 华发集团历年直接、间接持有华发股份的股权占比情况	9
图表 9: 华发集团股权结构图及业务展示（截至 2021 年 12 月 31 日）	9
图表 10: 华发集团历年总资产规模及同比增速	10
图表 11: 华发集团历年营业收入及同比增速	10
图表 12: 华发集团 2021 年主营收入构成	10
图表 13: 华发股份管理层人员介绍	11
图表 14: 华发股份历年合约销售金额规模及同比	12
图表 15: 华发股份历年结转收入及同比	12
图表 16: 华发股份历年合约销售均价及同比	13
图表 17: 全国住宅销售均价	13
图表 18: 2020-2021 年 TOP30 房企操盘口径销售金额两年复合增速排名	13

图表 19: 华发股份历年土储规模及同比	14
图表 20: 华发股份历年土储覆盖倍数.....	14
图表 21: 华发股份历年土储建面分公司区域占比	14
图表 22: 华发股份历年土储建面规模分公司区域 (万方)	15
图表 23: 华发股份历年土储建面同比分公司区域 (%)	15
图表 24: 华发股份历年土储占比分城市能级.....	15
图表 25: 华发股份历年省会/非省会土储占比	15
图表 26: 华发股份历年土储规模及增速分城市能级.....	16
图表 27: 华发股份历年土储发展战略.....	17
图表 28: 华发股份全口径拿地金额.....	17
图表 29: 华发股份全口径拿地建面.....	17
图表 30: 华发股份历年拿地金额分公司区域 (亿元)	18
图表 31: 华发股份历年拿地金额分公司区域占比	18
图表 32: 华发股份历年拿地平均楼面价	18
图表 33: 华发股份历年拿地楼面价分公司区域 (元/平方)	18
图表 34: 华发股份历年拿地金额分城市能级 (亿元)	19
图表 35: 华发股份历年拿地金额分城市能级占比	19
图表 36: 华发股份历年整体毛利率	19
图表 37: 华发股份历年房地产开发扣税后结转毛利率	19
图表 38: 华发股份历年结转毛利率分区域	20
图表 39: 华发股份测算拿地毛利率与结转毛利率	20
图表 40: 华发股份历年拿地金额及同比	20
图表 41: 华发股份测算扣配税后拿地毛利率分区域.....	21
图表 42: 华发股份拿地金额及测算拿地税后毛利率分城市 (截至 2022.7)	22
图表 43: 华发股份历年综合融资成本.....	23
图表 44: 主要房企 2020-2021 综合融资成本对比	23
图表 45: 华发股份历年有息负债规模及同比.....	24
图表 46: 华发股份历年发债规模及主要债券利率	24
图表 47: 华发股份历年债券到期规模.....	25
图表 48: 华发股份净负债率	25
图表 49: 华发股份剔除预收账款的资产负债率	25
图表 50: 华发股份现金短债比.....	26
图表 51: 华发股份资产负债率.....	26
图表 52: 华发股份历年母公司股东与少数股东权益规模.....	26
图表 53: 华发股份历年母公司股东与少数股东权益占比	26
图表 54: 华发股份历年母公司及少数股东 ROE.....	27
图表 55: 华发股份历年归母及少数股东损益占净利润比重	27
图表 56: 华发股份历年销管费用规模及同比.....	28
图表 57: 华发股份历年销管费用率	28
图表 58: TOP30 房企收入口径销管费率对比	28
图表 59: 华发股份精细化管理措施	29
图表 60: 华发股份股权激励计划四个解锁期解锁条件、业绩达成情况、获解锁股票人员情况.....	30
图表 61: 华发股份产品体系发展历程.....	31
图表 62: 华发股份于部分一二线城市开盘去化率比较 (2021.1.1-12.17)	32
图表 63: 华发股份于杭州、武汉、成都部分项目开盘去化情况比较	32
图表 64: 珠海十字门区域示意图	33

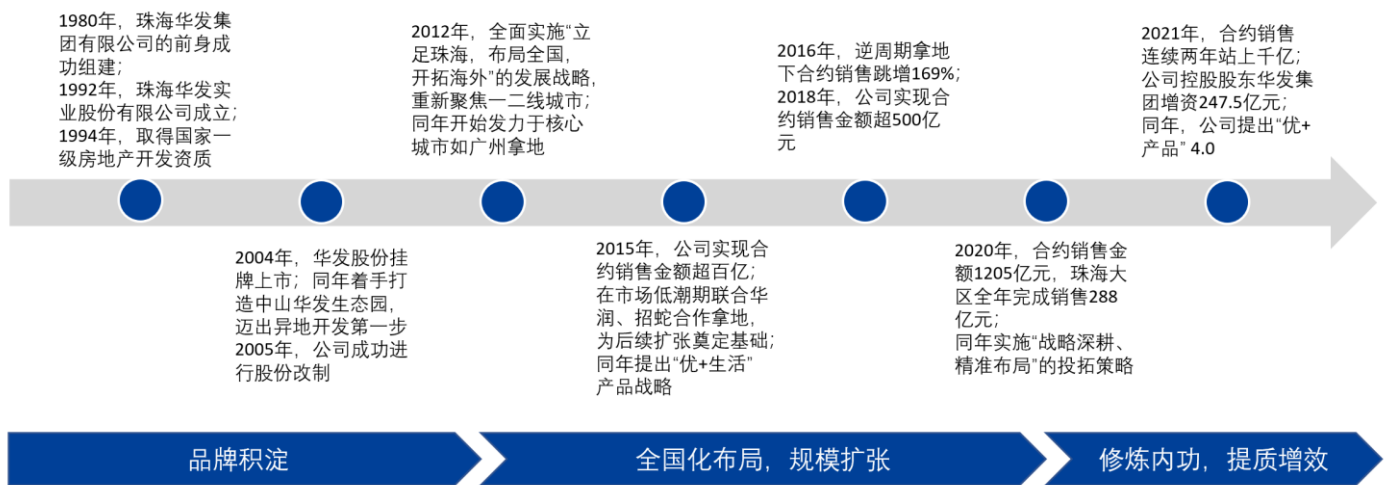
图表 65: 珠海十字门中央商务区横琴（左）与湾仔（右）控制性详细规划图	33
图表 66: 十字门三大地标之一：横琴国际金融中心.....	34
图表 67: 十字门三大地标之一：珠海中心大厦	34
图表 68: 华发股份历年合约销售及房地产开发收入规模及同比	34
图表 69: 华发股份历年毛利率及净利率	35
图表 70: 华发股份历年 ROE（平均）	35
图表 71: 华发股份营业收入及毛利率测算表（百万元）	35
图表 72: 华发股份盈利预测表（百万元）	36
图表 73: NAV 关键假设	36
图表 74: 华发股份 NAV 计算（股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价）	37
图表 75: 可比公司估值（股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价）	37

一、公司介绍

1.1 公司概况及发展历程

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或“公司”）是一家从事房地产开发的企业。公司于1992年成立，早年与珠海经济特区一同迅速发展，2000年初确立了在珠海的房地产龙头地位。2012年公司实施“立足珠海，面向全国，开拓海外”的发展战略，在巩固珠海房地产企业龙头地位的基础上，踏上了全国化扩张的道路，并从单纯的住宅开发商向包括精品住宅、商业地产、旅游地产、土地一级开发、保障性住房在内的综合性地产商发展。2020-2021年公司已连续两年实现合约销售金额超千亿的业绩，并不断迭代升级旗下的“优+产品”体系，公司“中而美”的质地亮眼。

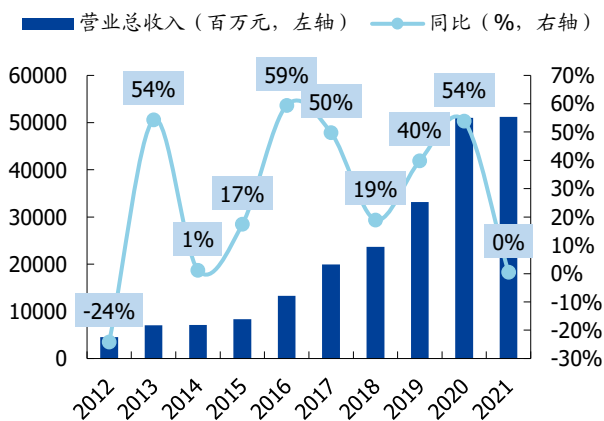
图表1：华发股份发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

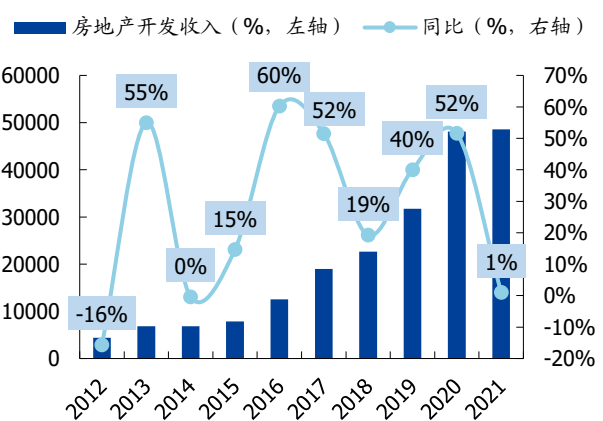
华发股份的规模近十年实现了巨大飞跃，营收9年CAGR达30.9%，目前已形成“一核两翼”业务格局。公司营业总收入由2012年的45.4亿元持续增长至2021年的512.4亿元，2013年以来已经连续9年保持正增长，9年CAGR达30.9%。业务结构上，公司以房地产开发为主业，近年来积极推动多元化业务。目前已经形成“一核两翼”业务新格局：以住宅为“一核”，以商业运营、上下游产业链为“两翼”的业务结构。

图表2：华发股份历年营业总收入及同比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表3：华发股份历年房地产开发收入及同比

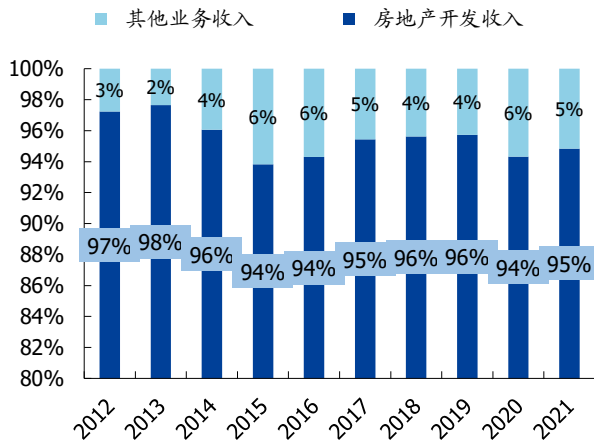


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

“一核”方面，公司房地产业务为公司发展的主驱动力，区域上形成了“4+1”的全国化战略布局。公司始终坚持做中高端、体系化的房地产开发业务，其结转收入由2012年的44.2亿元增长至2021年的486.0亿元，9年CAGR达30.5%；房地产收入占总营收比重常年维持在95%附近，2021年占比为94.8%。区域布局上，截至2021年底，公司已经布局北京、上海、广州、深圳等内地近50座重要城市，形成了涵盖珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区与北京区域的“4+1”全国化战略布局，各区域地产收入占比分别为23.7%/16.1%/36.0%/21.0%/3.0%。

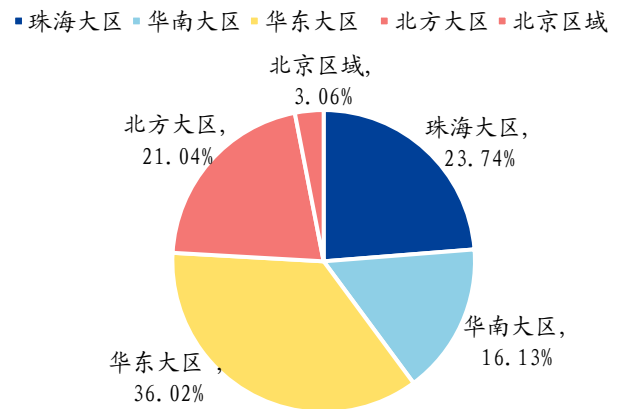
“两翼”方面，公司非房收入持续提升，推动主业转型升级。其中商业板块方面，公司打造了“华发商都”等标杆商业品牌，2021年华发在珠海、太仓、威海、中山、武汉等城市的六大重点项目开业。上下游产业链方面，公司在营销、设计、文传、园林等职能公司全面提质增效的基础上，积极培育打造高端商业、文化品牌，并稳步开拓物业资管、大健康、长租公寓等业务领域，目前阅潮、华商百货和华发奥特美康体中心三大自营业务线已逐步成型，涵盖商业地产、品牌经营的产品生态体系逐渐成熟。整体看，公司其他业务收入从2012年的1.26亿元增长至2021年的26.42亿元，占总营收的比重较为稳定，2021年占比达5.2%。

图表4：华发股份历年营业收入构成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表5：华发股份2021年房地产开发收入区域结构



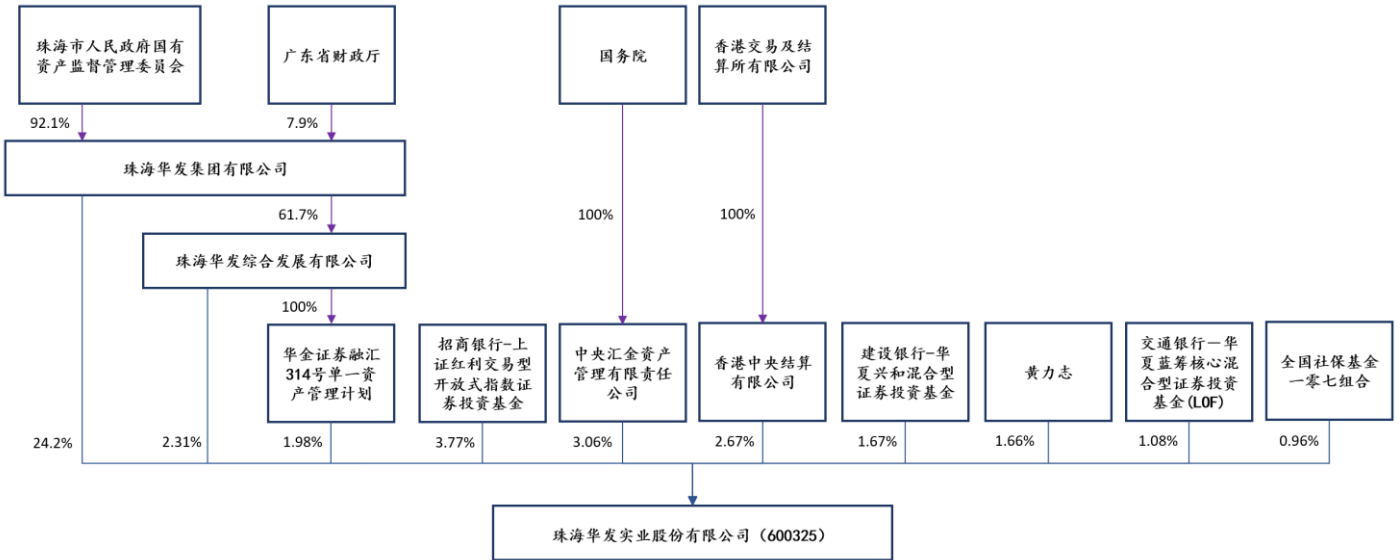
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构及控股股东介绍

1.2.1 股权结构：地方国资控股，持股结构稳定

华发股份最大控股股东为珠海华发集团有限公司，集团与其一致行动人合计持有公司**28.49%**的股份。截至2022年3月31日，公司控股股东珠海华发集团有限公司（以下简称“华发集团”或“集团”）直接持有华发股份**24.2%**的股份，其一致行动人珠海华发综合发展有限公司持有华发股份**4.29%**的股份，合计持股占比**28.49%**。其余的前十大股东主要由投资基金、资产管理公司、社保基金等组成。

图表6: 华发股份前十大股东股权结构图(截至2022年3月31日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

历史上公司股权结构变动较小, 彰显大股东对公司经营的信心。公司重要股东的股权变动主要有 2014 年高管集体增持、2015 年华发集团参与配股、2017 年华发综合增持、2017 年股权激励。除上述股东外, 公司近十年前十大流通股东名单主要由投资基金、社保基金等组成, 历年持股机构稍有变动, 整体持股情况较为稳定。

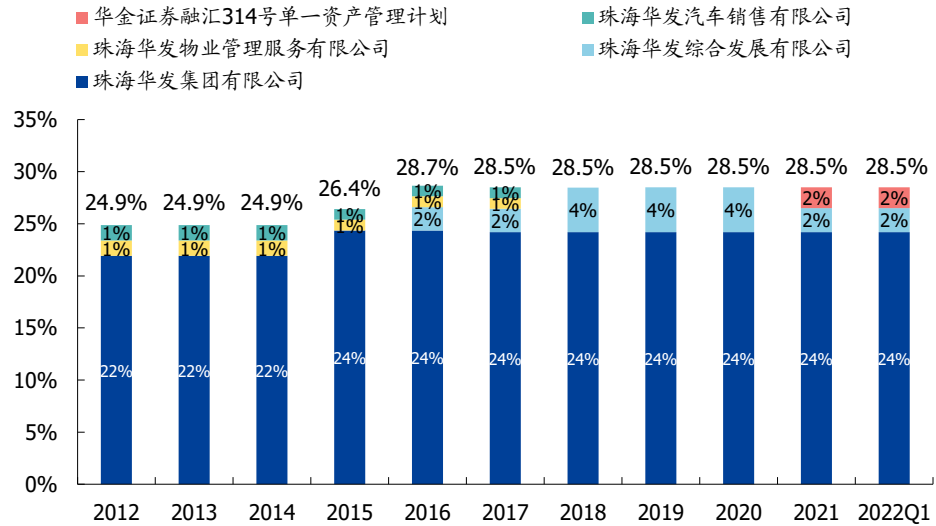
图表7: 华发股份股价及重要股东股权变动打点(2012.3-2022.7)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

具体看华发集团持股变动, 近十年集团持股比例稳中有进。华发集团 2012 年末持股比例为 24.87%; 2015 年通过配股增持了公司 2.44% 的股份, 同年华发物业管理、华发汽车销售进行了小规模减持; 2016 年集团子公司华发综合通过二级市场交易增持公司 2.25% 的股份。至 2022Q1, 华发集团合计持有 28.49% 的股份, 持股比例十年提升了 3.62pct。

图表 8: 华发集团历年直接、间接持有华发股份的股权占比情况



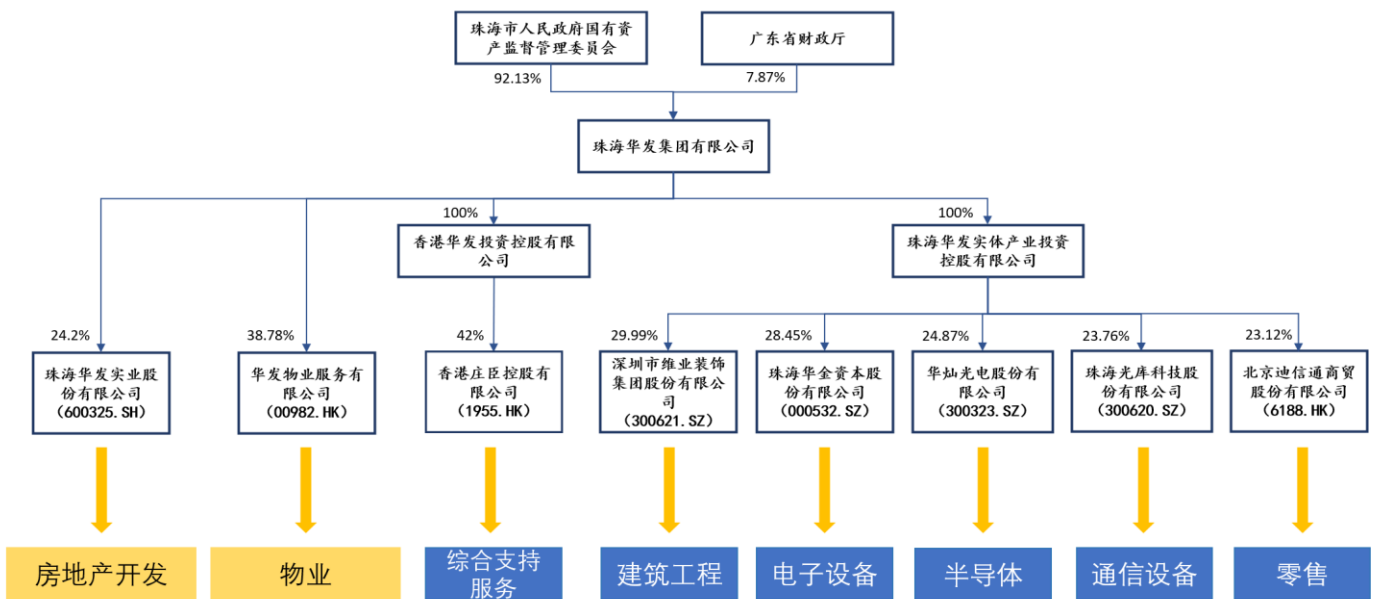
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.2.2 控股股东介绍: 珠海华发集团有限公司

华发集团由珠海市国资委绝对控股 (92.13%)、广东省财政厅参股 (7.87%)，属于地方国企，拥有近 40 年的房地产开发经验。珠海华发集团有限公司组建于 1980 年，起步阶段抓住了珠海经济特区成立的发展契机，在上世纪 80 年代初打造了珠海最早的精品住宅海滨新村和银海新村。经过 40 余年的发展，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、金融产业、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) 的创新驱动型综合性企业集团。集团连续 6 年跻身中国企业 500 强，2021 年位列 203 名，并成功入选国务院国企改革“双百”企业。

华发集团控股 8 家上市公司，业务涵盖房地产开发、物业服务及多个实体产业。集团现控股“华发股份”“华发物业服务”“华金资本”“庄臣控股”“维业股份”“华灿光电”“光库科技”“迪信通”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；成功打造华发集团、华发股份、华发综合发展、华发投控 4 家“3A 信用主体”。

图表 9: 华发集团股权结构图及业务展示 (截至 2021 年 12 月 31 日)

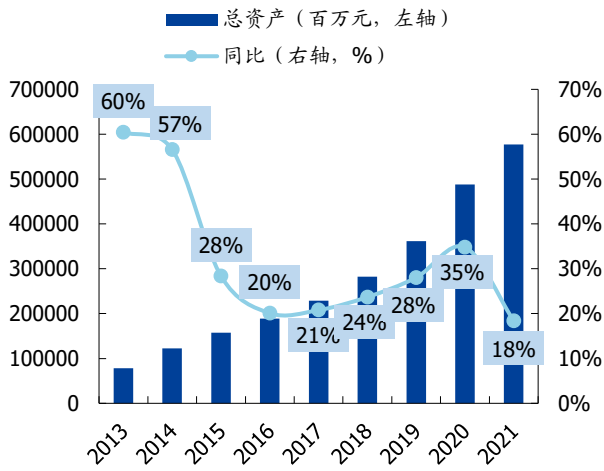


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华发集团近十年规模快速扩张,集团总资产、总营收9年CAGR分别达31.6%/40.2%。集团2012年开始实施“转型升级、跨越发展”战略和“科技+”战略,过去十年集团总资产高速增长,2021年集团总资产达5774亿元。集团营业总收入增速整体维持在20%以上,2021年集团营业总收入达1419亿元。

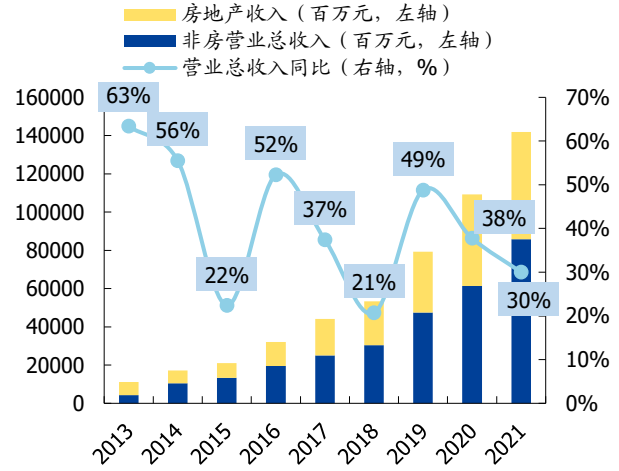
集团近年房地产营收占比有所降低,多元化业务布局加强公司营收韧性。集团2021年主营收入中,大宗商品批发业务占比最大,达45.0%,其次为房地产业务,达40.5%;建筑设计、物业服务、土地一级开发、代建业务分别占比2.6%/2.4%/1.3%/0.7%。从历史看,集团房地产收入占比由2017年的44.3%降至2021年的40.5%。集团业务分布日趋多元,使得集团在2021年房地产下行环境下依然保持30.0%的营收增速,抗地产周期能力出众,能够以较强的姿态支持地产子公司在行业收缩环境下的生存与发展。

图表 10: 华发集团历年总资产规模及同比增速



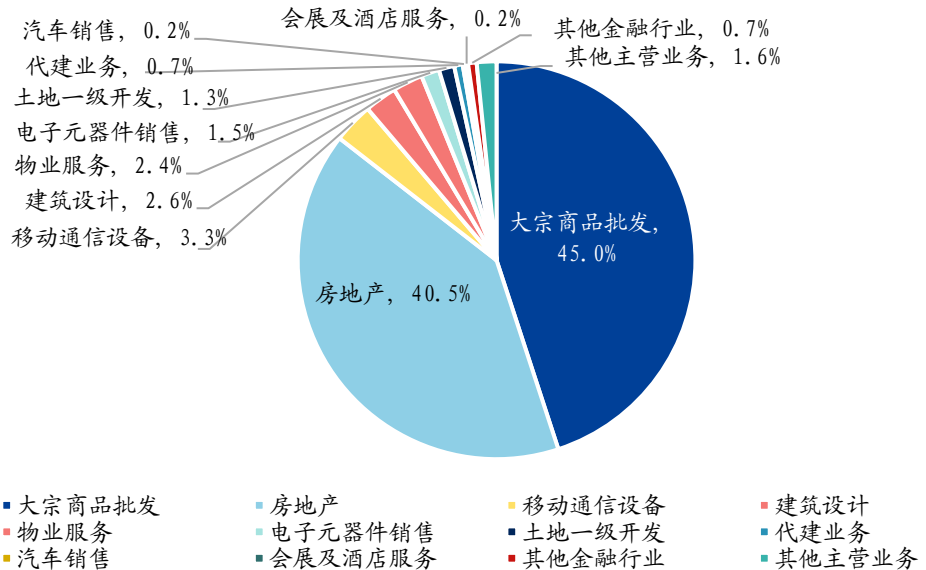
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 华发集团历年营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 华发集团 2021 年主营收入构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

华发集团迎来“再出发”的历史机遇，未来将积极推动业务转型升级。在深化国企改革、粤港澳大湾区规划落实、珠海及横琴自贸区加速发展等众多利好支持下，华发集团作为珠海市的龙头企业，未来将积极实施“科技+城市+金融+实业”战略转型，推进先进制造业和现代服务业深度融合，实现高质量发展，发展成为具有世界格局的科技、城市、金融、实业领先企业。

1.3 公司管理层介绍

公司管理层人员加入华发集团时间较早，高管拥有丰富的公司及项目管理经验，有三位高管曾任职于珠海政府有关部门。董事局主席李光宁先生自1993年加入华发集团并出任助理总经理，2014年起任华发股份董事局主席；总裁陈茵女士早年积累了丰富的基层管理经验，于2015年起任公司总裁；郭凌勇先生是公司十字门中央商务区项目开发的主要负责人，于2016年起任公司执行副总裁；汤建军先生、俞卫国先生、张延先生曾任职于珠海市政府有关部门；许继莉女士曾任中国农业银行珠海市分行副行长、兴业银行珠海分行副行长。

图表 13: 华发股份管理层人员介绍

人员	职务	背景
李光宁	董事局主席	1993年起历任华发集团助理总经理、副总经理，珠海华发实业股份有限公司董事局秘书、董事。2012年起任华发集团法定代表人、董事长。2005年起任珠海华发实业股份有限公司董事局副主席，2012年至2015年兼任珠海华发实业股份有限公司总裁。2014年起任珠海华发实业股份有限公司董事局主席。珠海市第八届人民代表大会代表，中国共产党珠海市第七届委员会候补委员。
陈茵	董事局副主席兼总裁	曾任珠海英格仕房产开发有限公司总经理助理兼工程业务部经理，华发股份销售部经理、总经理助理、副总裁。2015年起任华发股份董事，2015年起任华发股份总裁。现任公司董事局副主席、总裁。
郭凌勇	董事局副主席兼执行副总裁	曾任华发股份市场部经理，珠海十字门中央商务区建设控股公司常务副总经理、总经理、董事长，珠海华发文化产业投资控股有限公司董事长，珠海华发集团有限公司总经理助理，珠海华发集团有限公司副总经理。现任珠海华发城市运营投资控股有限公司董事长，2016年起任华发股份执行副总裁。2021年起担任华发股份第十届董事局副主席。
汤建军	董事局副主席	曾任珠海市政府副秘书长、佛山市政府副秘书长、佛山市南海区常委、组织部长、区编委办主任、人才办主任、佛山市委副秘书长、珠海市区国资委正处级干部。2013年起任华发股份副总裁。2021年起担任华发股份第十届董事局副主席。
俞卫国	董事兼常务执行副总裁	中国注册造价工程师、中国注册资产评估师、高级审计师。历任珠海市审计局基本建设审计科副科长，华发股份财务总监、副总裁。2005年起任华发股份董事。2015年起任华发股份常务执行副总裁。
张延	董事兼执行副总裁	曾任珠海市建设局政策法规科科长、珠海建设局勘察设计科科长，2006年至2010年任珠海市房地产和城乡规划建设局总工程师。2010年起任华发股份总工程师。从2015年起任华发股份执行副总裁，首席工程官。现任华发股份第十届董事局董事、执行副总裁、党委书记、首席工程官。
谢伟	董事	曾任珠海华发集团有限公司总经理助理，珠海华发投资控股有限公司副总经理，珠海华发集团财务有限公司董事长，华发股份董事局秘书。现任珠海华发集团有限公司董事、常务副总经理，珠海华发投资控股集团有限公司董事、总经理，华金资产管理（深圳）有限公司董事长，华发物业服务集团有限公司执行董事、行政总裁，华发股份董事。2014年起任华发股份董事。
许继莉	董事	曾任中国农业银行珠海市分行副行长、兴业银行珠海分行副行长。现任珠海华发集团有限公司首席资金官，兼任珠海华发综合发展有限公司法定代表人、董事、总经理，珠海华发集团财务有限公司法定代表人、董事长，珠海华发商贸控股有限公司法定代表人、董事长，

郭瑾 董事

珠海华发投资控股有限公司纪委书记、董事、副总经理。2016年起任华发股份董事。

2017年至今任珠海发展投资基金管理有限公司董事长；2019年至今任珠海华发实体产业投资控股有限公司董事长；2020年至今任深圳市维业装饰集团有限公司董事长。2014年至2021年任珠海华金资本股份有限公司董事、总裁；2021年起任珠海华金资本股份有限公司董事、董事长。2021年起担任华发股份第十届董事局董事。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

二、土储及拿地优势：在全国化扩张道路上的“中而美”

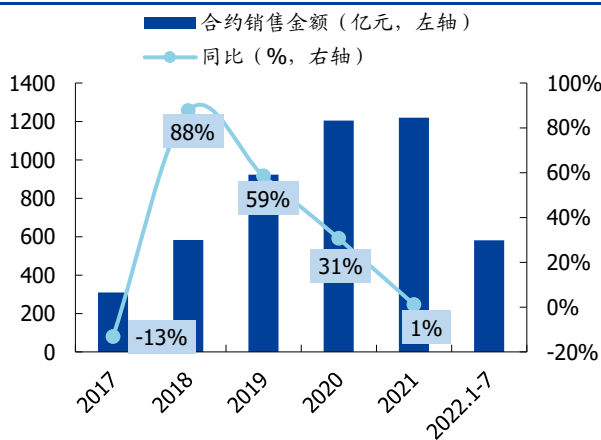
公司作为珠海龙头的同时，已经逐渐成为“中国华发”。本节将在 2.1 介绍公司土储优势带来的未来销售确定性；在 2.2 讨论公司近年拿地情况；在 2.3 通过研究公司结转毛利率、测算拿地毛利率，分析公司全国化扩张的优势。

2.1 土地储备：质优量足，千亿销售规模确定性强

结论：公司土地储备质优量足，未来销售“量”、“价”确定性强。公司土储规划计容建面整体呈现增长态势，4年CAGR为8.0%，2021年面积达2098万方，覆盖合约销售面积4.47倍；结构上，公司土储集中于较高能级的城市，其布局一二线、珠三角及长三角三线合计占总土储86.8%。另外，克而瑞数据显示公司权益比较高，近五年销售金额口径权益比在70%附近波动。综合考虑，我们认为公司土储“量”、“价”确定性强，部分已经反映在过去销售数据上，其土储优势将持续推动未来销售及结转高增。

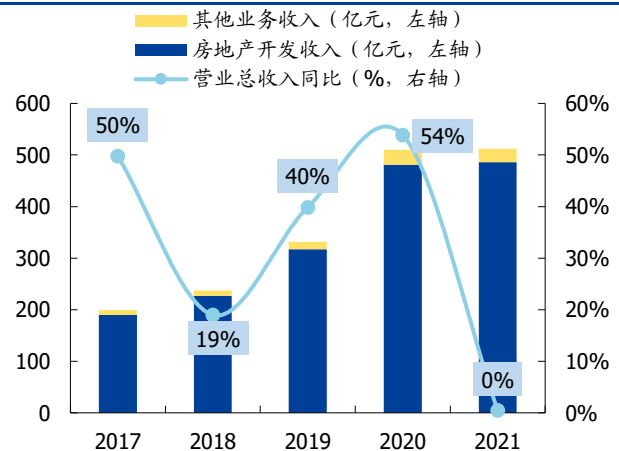
公司近年销售及结转金额增长迅速，销售额增速大幅领先TOP30均值。公司合约销售金额增速领先行业，2021年达1219亿元，连续两年销售超千亿，5年CAGR达27.8%。公司2020-2021年全口径销售额两年CAGR达14.9%，增速位列TOP30房企第9。2022年1-7月全口径销售金额为582亿元，较去年同期仅下滑18.1%，显著优于TOP30销售同比均值-40.8%，增速位列TOP30房企第3名。均价方面，公司近5年合约销售均价为25254元/平，大幅领先同期全国住宅销售均价15022元/平。结转收入方面，2021年房地产结转收入达486亿元，5年CAGR达31.1%。

图表 14：华发股份历年合约销售金额规模及同比



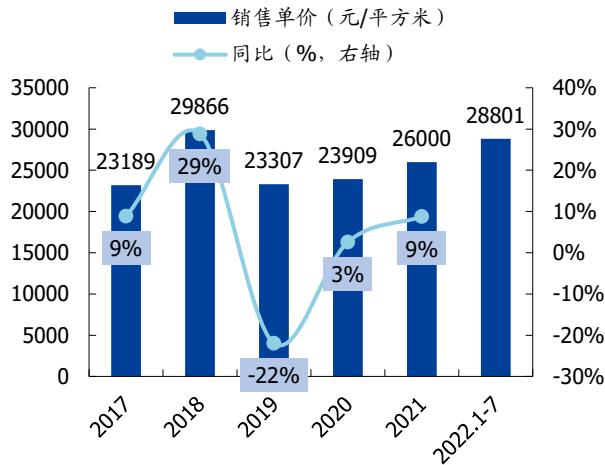
资料来源：公司公告，克而瑞，国盛证券研究所

图表 15：华发股份历年结转收入及同比



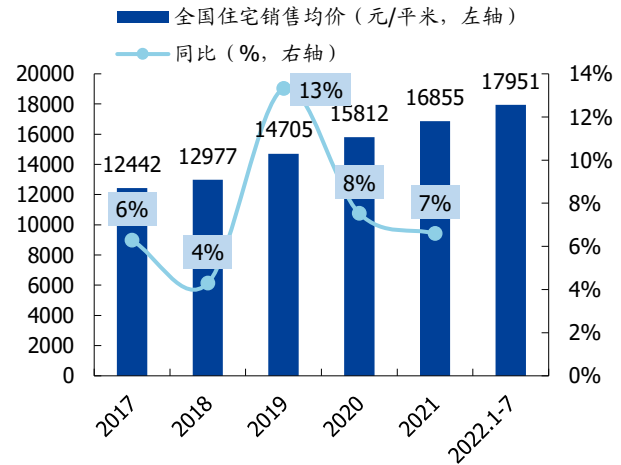
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 16: 华发股份历年合约销售均价及同比



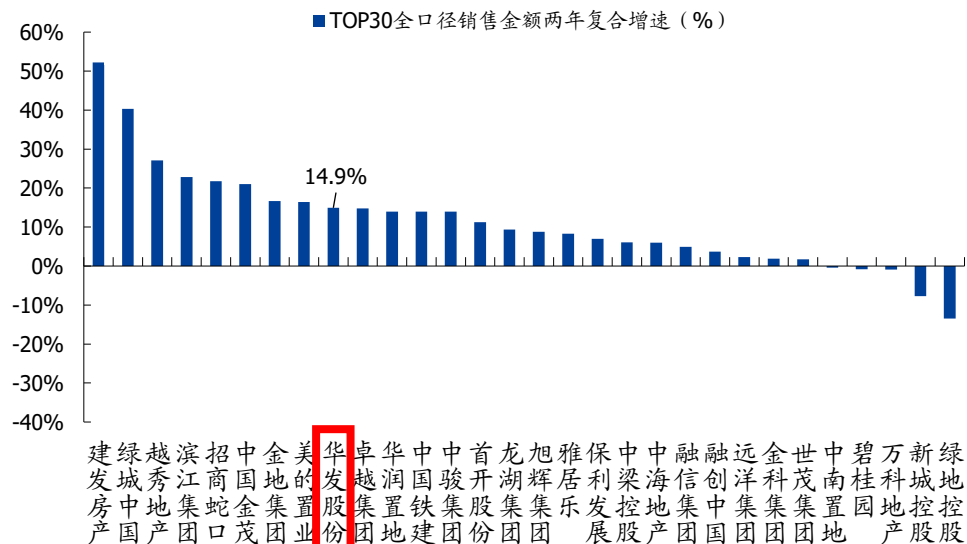
资料来源: 公司公告, 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 17: 全国住宅销售均价



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 18: 2020-2021 年 TOP30 房企操盘口径销售金额两年复合增速排名



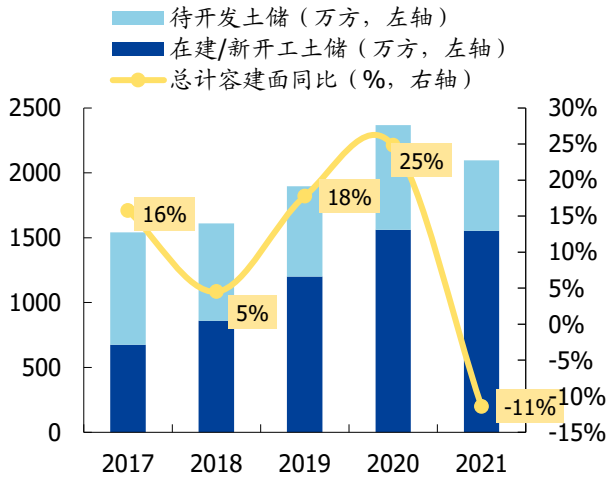
资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

2.1.1 土储规模: 稳中有进, 土储覆盖倍数充足

公司近年土储规模整体呈增长趋势, 2021 年小幅回落至 2098 万方, 土储覆盖倍数达 4.47 倍。公司披露的土储是根据有无开工的情况分为待开发与在建/新开工, 故公司实际土地储备面积=待开发建面+在建/新开工建面*。据此公式, 我们计算得到 2017-2021 年公司拥有总土储分别为 1542、1611、1897、2368、2098 万方, 4 年 CAGR 为 8.01%。其中 2021 年在市场下行环境下, 公司主动缩减拿地规模, 土储同比下降 11.41%。土储覆盖倍数方面, 2018-2019 年周转加快, 覆盖倍数降幅较大; 近两年相对稳定, 2021 年土储覆盖倍数为 4.47 倍 (期末土储建面/合约销售建面)。因测算口径土储规模偏大, 预估实际土储覆盖倍数为 3.5 倍。

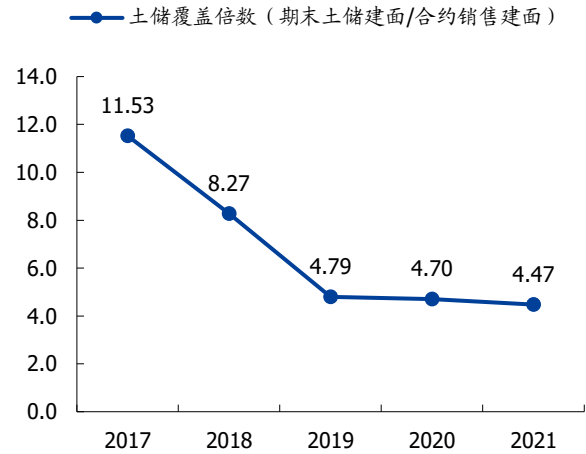
* 以上均为计容建面; 部分在建项目包含已售面积, 故测算的土储面积较实际可售面积偏大。

图表 19: 华发股份历年土储规模及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 华发股份历年土储覆盖倍数

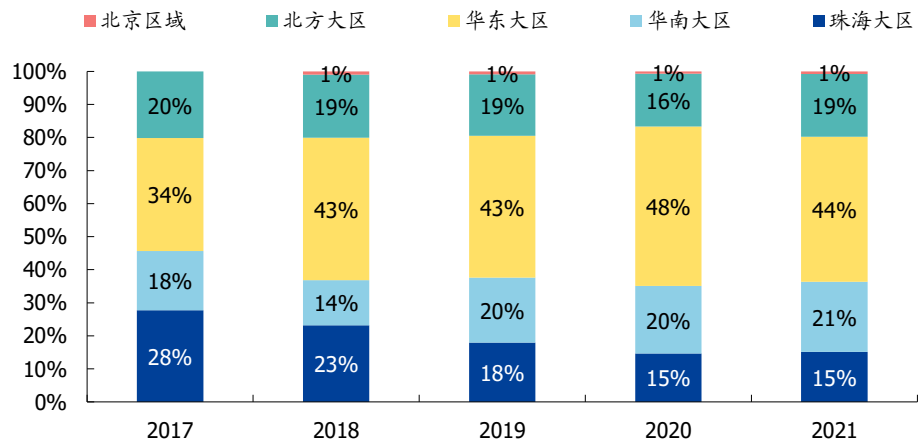


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1.2 土储结构: 深耕高能级城市, 战略重心已由珠海转向华东大区

根据公司“4+1”大区分*, 公司近年已逐渐走出珠海, 战略重心已转向华东大区。公司土储往年在华南、珠海大区的占比较高, 2017 年两区合计达 45.7%; 近年公司重点发展华东大区, 华东 2021 年占比达 43.8%, 已超越华南与珠海之和, 成为公司第一大重仓区域。至 2021 年末, 公司于珠海、华南、华东、北方、北京的土储占比分别为 15.2%/21.2%/43.8%/19.0%/0.8%。规模及增速方面, 近年来华东大区土储建面有显著的增长, 其余各区较为稳定, 至 2021 年末, 上述大区土储建面分别为 318/446/919/399/16 万方。

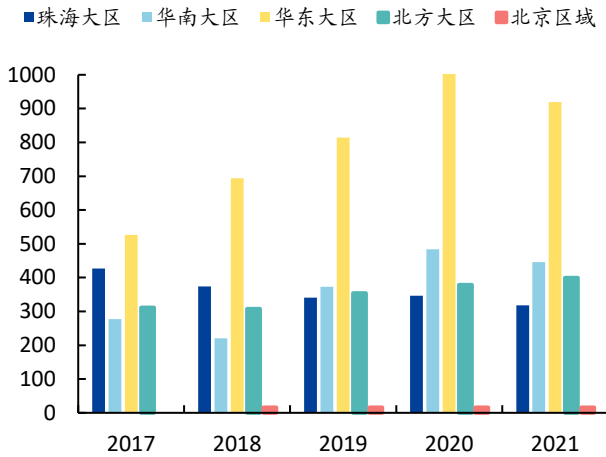
图表 21: 华发股份历年土储建面分公司区域占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

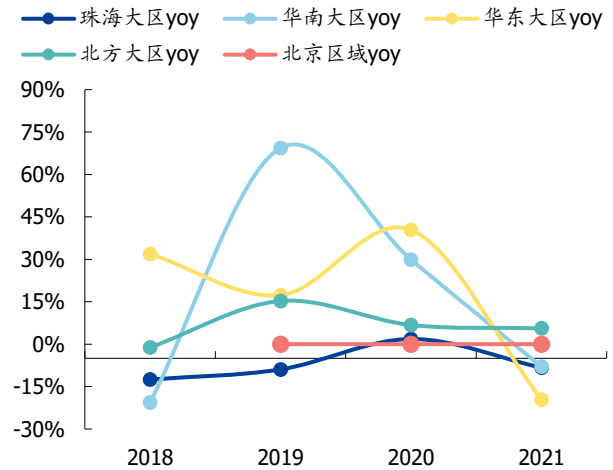
* 根据公司方面, 珠海大区为珠海; 华南大区包括剔除珠海后的广东、广西、云南、湖南、四川、重庆; 华东大区包括浙江、江苏、上海及湖北; 北方大区包括北京、天津、山东、河南、陕西、内蒙古、黑龙江、吉林及辽宁; 北京区域为北京。

图表 22: 华发股份历年土储建面规模分公司区域 (万方)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

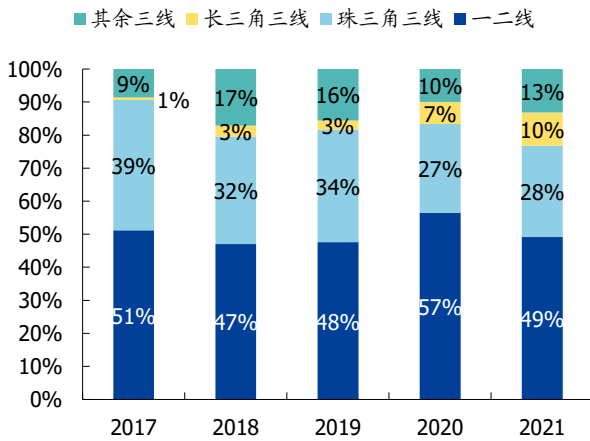
图表 23: 华发股份历年土储建面同比分公司区域 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

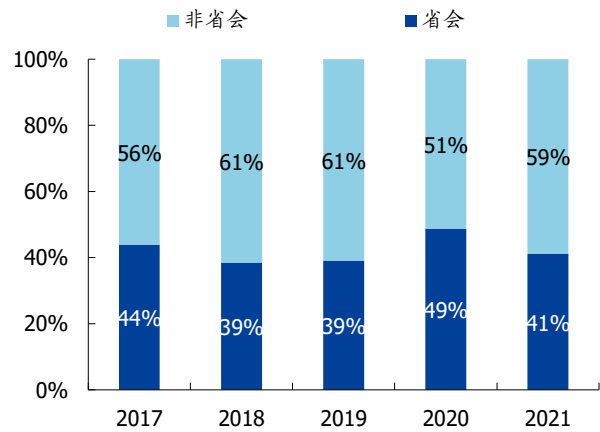
按城市能级分, 公司土储一二线、长三角及珠三角三线合计占比达 **86.8%**, 近年长三角三线占比持续提升。从占比看, 一二线城市土储建面占比稳定, 2021年占比 49.1%。珠三角三线城市占比出现一定程度下降, 由 2017 年的 39.4% 下降至 2021 年的 27.7%。而长三角三线城市占比持续增加, 由 2017 年的 0.8% 增长至 2021 年的 10.0%。其余三线城市占比自 2018 年以来保持稳定, 2021 年占比 13.2%。按是否为省会城市分, 2021 年公司省会土储占比为 41.2%。整体看, 公司土储的分布主要集中在经济较为发达的区域, 充分保障公司未来销售。

图表 24: 华发股份历年土储占比分城市能级



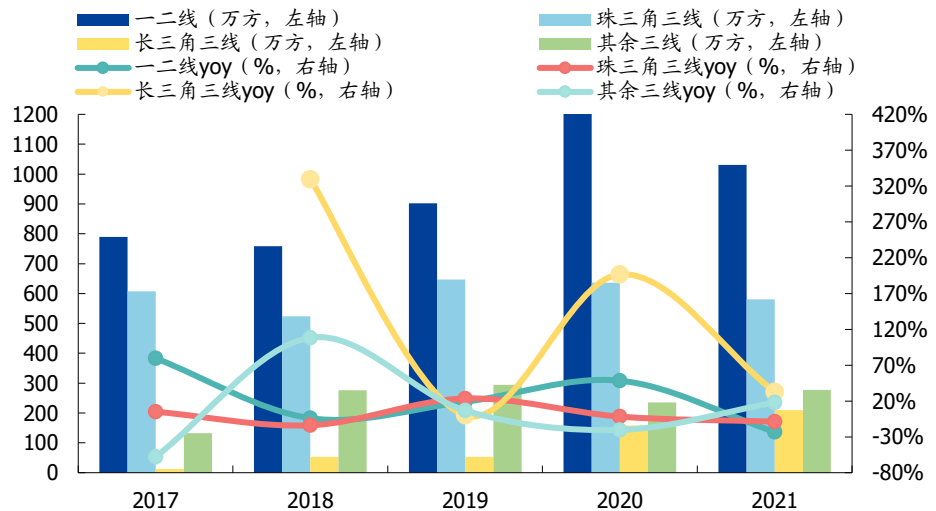
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 华发股份历年省会/非省会土储占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 华发股份历年土储规模及增速分城市能级



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 拿地: 聚焦华东, 聚焦中高能级城市

2.2.1 拿地策略演变

公司拿地策略的演变主要分为三个阶段, 从最初聚焦珠海演变到“立足珠海、面向全国”的发展策略。公司近年聚焦粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀区域以及长江经济带, 形成了“4+1”全国性战略布局。

第一阶段 (1980-2002 年): 聚焦大本营珠海, 稳坐龙头

成立之初, 华发以外销房为突破口, 建设了全国最早的系列化涉外住宅小区, 包括银海新村、海滨新村、度假村别墅群等项目, 逐渐在珠海地区建立起品牌形象。

第二阶段 (2003-2011 年): 扩大异地布局半径, 转型城市运营商

【异地开发】2003 年, 华发异地布局首站选择北京, 通过股权收购和资产整合的方式拿下两个项目。2004 年, 华发进驻中山。2008-2011 年, 华发先后在大连、包头、沈阳、盘锦、南宁等北方和中西部城市布局。

【区域深耕】2009 年, 在国家横琴新区的战略下, 华发以十字门中央商务区项目的区域开发为起点, 迅速拓展到产城一体化、产业园区开发、城市更新、TOD 综合开发、基础设施建设和保障房等城市建设领域。项目布局从横琴扩展到高新、金湾、斗门、香洲、高栏港等多个区域。

第三阶段 (2012-至今): 由珠海华发走向中国华发

【全新战略方向】2012 年华发全面实施“立足珠海、布局全国、开拓海外”的发展战略; 2013 年布局武汉; 2015 年, 华发与华润联手接连拿下上海闸北两地块, 项目金额创下当年上海行业新高;

【6+1 布局】2016-2019 年, 华发已布局北京、上海、广州、深圳、重庆、长沙、武汉、苏州、南京等全国 40 余座重点城市, 形成了珠海、华南、华东、华中、北方、山东 6 大区域以及北京的“6+1”战略布局;

【4+1 布局】截至 2021 年底, 华发成功布局北京、上海、广州、深圳等内地近 50 座重要城市, 形成了涵盖珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区与北京区域的全国化战略布局。

图表 27: 华发股份历年土储发展战略



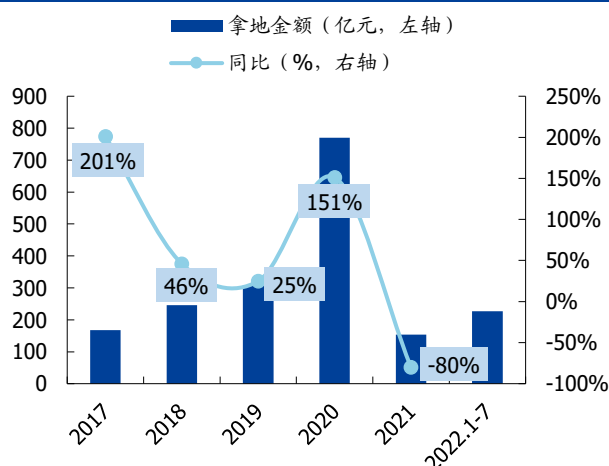
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.2.2 拿地规模及结构：投拓审时度势，聚焦华东、聚焦中高能级城市

公司投拓审时度势，2017-20年拿地金额稳定快速增长，21年下滑较多。根据中指数据，公司全口径拿地金额由2017年的168亿元提升至2020年的770亿元。2020年公司抓住市场机遇，深入实施“战略深耕、精准布局”的投拓战略，同时综合运用合作开发、收并购、城市更新等多元化拿地渠道，对已进入的核心城市大幅加大了拿地力度。2021年受市场环境影 响，公司主动放缓投拓节奏，当年新增拿地金额153亿元。从拿地建面看，公司全口径拿地建面由2017年的190万方提升至2020年的554万方，2021年新增建面118万方。

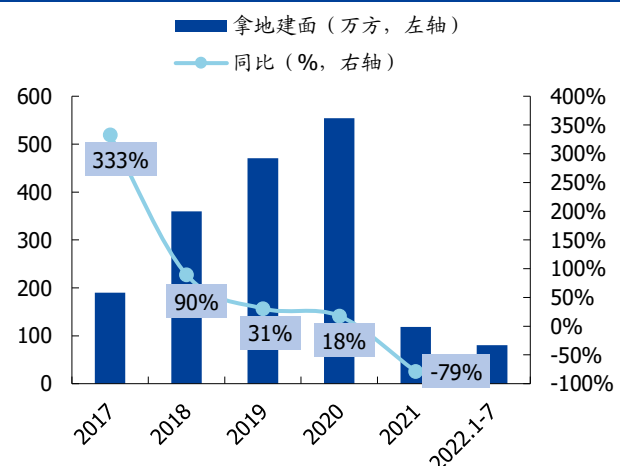
公司2022年在市场下行环境下拿地逆势上升，货值得到有效补充。2022年1-7月共新增10幅地块，包括上海6幅，杭州、珠海、中山、成都各1幅。合计拿地金额226亿元，权益金额171亿元，拿地建面为81万方。预估权益货值254亿元。

图表 28: 华发股份全口径拿地金额



资料来源：中指研究院，国盛证券研究所

图表 29: 华发股份全口径拿地建面



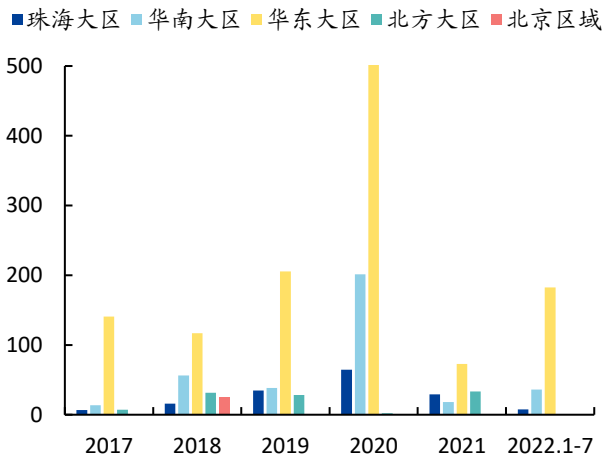
资料来源：中指研究院，国盛证券研究所

按公司区域分，华东大区为公司拿地的主攻方向，22年华东占比达80.7%。占比方面，公司华东大区占比最大，珠海与华南大区的拿地金额占比稳中有升，北方大区2021年占比有显著增长。2021年珠海、华南、华东、北方大区拿地金额占比分别为19.0%/11.7%/47.5%/21.8%。2022年1-7月华东大区占比显著提升至80.7%。规模方

面,公司 2017-2020 年在华南、华东大区的拿地金额整体呈上升趋势,其中华东大区 2020 年新增拿地 502 亿元,是公司拿地的主攻方向;历年珠海大区拿地金额最为稳定,在 2021 年市场转冷的情况下依然保持了一定的拿地规模,是公司拿地的基本盘;北方大区、北京区域维持一定拿地规模,是公司战略性布局区域。

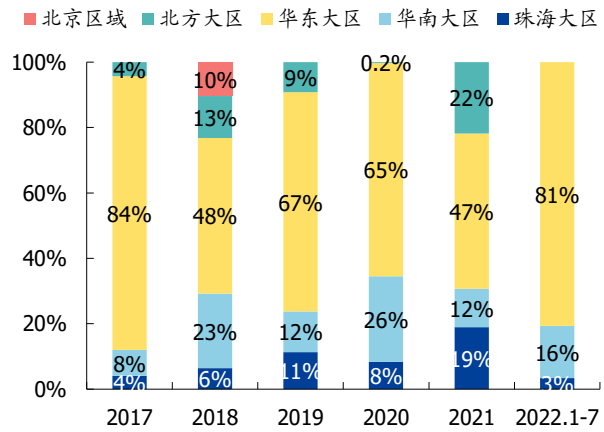
逐年提高的拿地楼面价反映公司拿地主要集中于经济强市。近两年公司于华东、华南地区新增较多高地价项目,带动整体楼面价上行。2017-2021 年公司整体楼面价由 8857 元/平上升至 12978 元/平,4 年 CAGR 为 10%。其中华东大区 2020 年拿地楼面价上升至 20732 元/平,抬升明显,华南大区 2021 年楼面价亦出现爬升,两大主要拿地区域楼面价提高带动整体楼面价上行。两区较高的土地成本反映出公司拿地主要集中于经济发达的地区及片区。2022 年 1-7 月于上海拿地较多,推动整体拿地楼面价至 28062 元/平。

图表 30: 华发股份历年拿地金额分公司区域 (亿元)



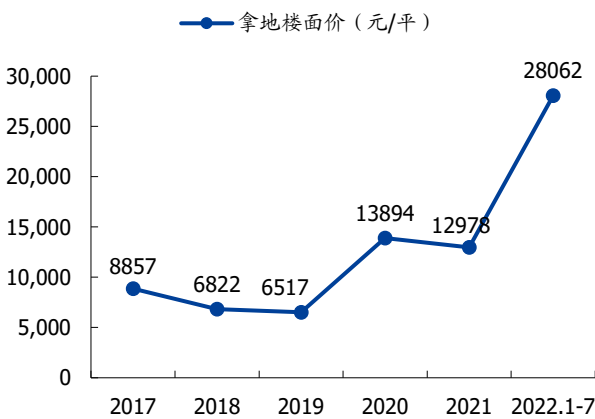
资料来源:中指研究院,国盛证券研究所

图表 31: 华发股份历年拿地金额分公司区域占比



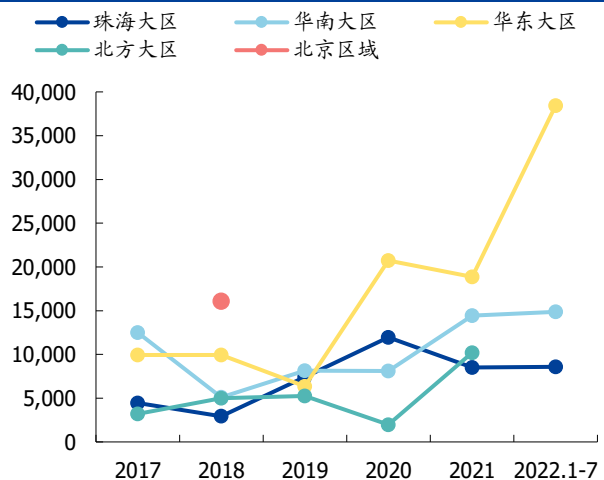
资料来源:中指研究院,国盛证券研究所

图表 32: 华发股份历年拿地平均楼面价



资料来源:中指研究院,国盛证券研究所

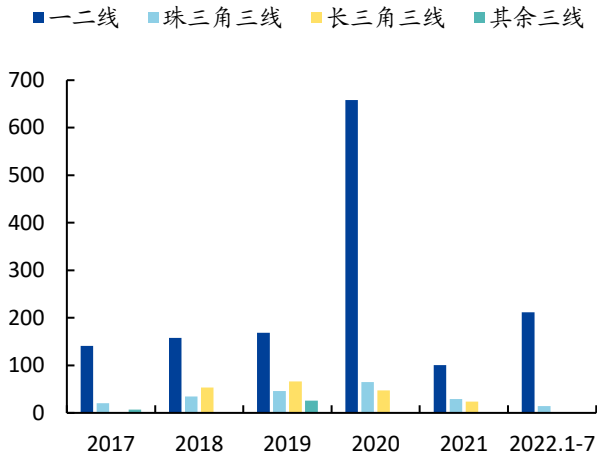
图表 33: 华发股份历年拿地楼面价分公司区域 (元/平方)



资料来源:中指研究院,国盛证券研究所

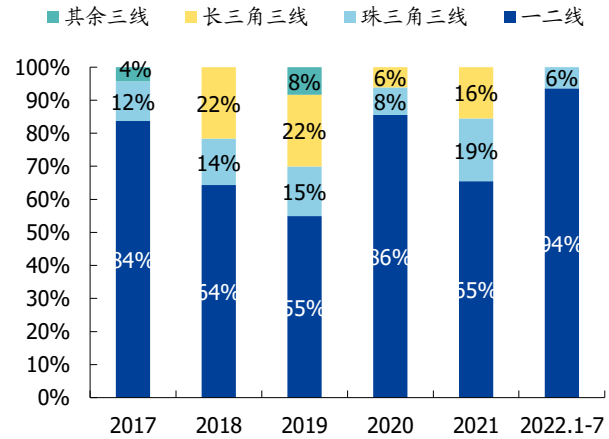
按城市能级分,公司近年拿地全部位于中高能级城市,2022 年 1-7 月一二线占比达 93.6%。公司除 2017、2019 年曾于三线拿过地,其余年份拿地均位于一二线、长三角及珠三角三线城市,拿地城市能级较高。2021 年各能级城市拿地占比分别为 65.5%/19.0%/15.5%。2022 年 1-7 月一二线城市拿地金额占比 93.6%,上海占 75.8%。将进一步推动土储增量提质,新增较高的货值也将一定程度保障公司未来的销售去化。规模方面,2020 年公司于一二线拿地金额达 658 亿元,2021 年各线城市拿地规模均有较大幅度缩减,而 2022 年一二线拿地力度显著回升,1-7 月一二线拿地金额达 212 亿元。

图表 34: 华发股份历年拿地金额分城市能级 (亿元)



资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

图表 35: 华发股份历年拿地金额分城市能级占比



资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

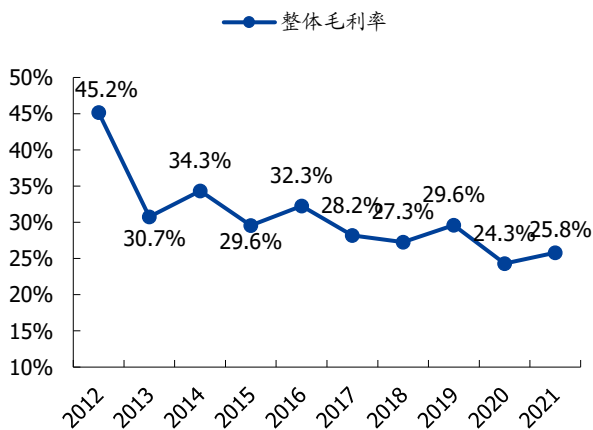
2.3 深耕区域将成为稳住毛利率的基本盘

在高毛利的旧改项目减少、全国化扩张的条件下, 公司毛利率有一定下行压力; 深耕区域拿地毛利率表现亮眼, 将成为公司稳住毛利率的基本盘。

2.3.1 结转毛利率: 近年有所下滑, 珠海大区优势显著

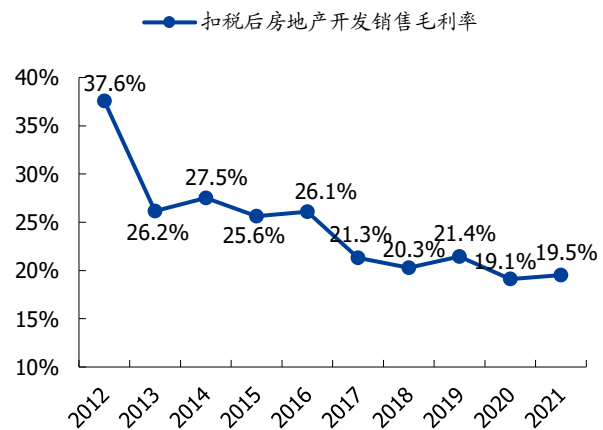
公司历年结转毛利率整体呈现下降走势, 2021 年公司整体毛利率为 25.8%, 扣税后房地产开发结转毛利率为 19.5%。公司早年乘上珠海经济特区发展的春风, 凭借公司股东的国企背景, 在当地积累了较强的资源禀赋, 开发了众多高毛利城市旧改项目, 故早年毛利率在高位运行。2012 年公司扣税后房地产开发结转毛利率达 37.6%, 2013-2016 年均保持在 25% 以上。近年来随着高毛利项目逐渐结转清空, 毛利率已经回落较多, 2020-2021 年房地产业务方面毛利已降至 20% 以下, 分别为 19.1%/19.5%。

图表 36: 华发股份历年整体毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

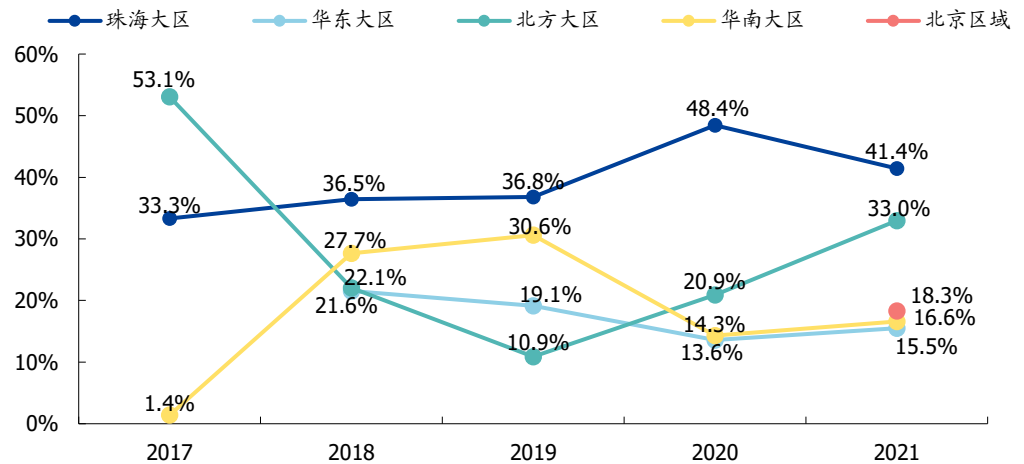
图表 37: 华发股份历年房地产开发扣税后结转毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

分区域看，公司近五年于珠海大区依然享有相对较高的毛利率，其余地区波动较大。2017-2020年珠海大区毛利率持续提升，2020年达48.4%，2021年回落至41.4%，明显领先于其他大区，尽显珠海大本营优势。除珠海大区外，近两年表现较强的区域是北方大区，结转毛利率由2019年的10.9%提升至2021年的33.0%，主要由于公司2021年结转了沈阳华发全运首府项目，该项目毛利率较高，提振了当年大区毛利率水平。华东、华南、及北京区域主要受土拍市场竞争激烈影响，近两年毛利率维持在15%附近。

图表 38: 华发股份历年结转毛利率分区域

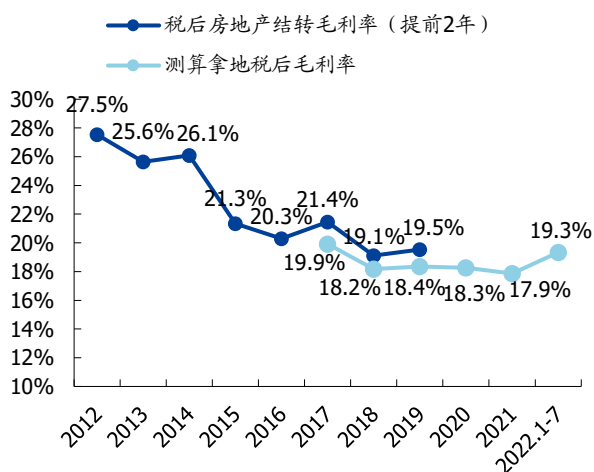


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3.2 测算拿地毛利率: 深耕区域将成为稳住毛利率的基本盘

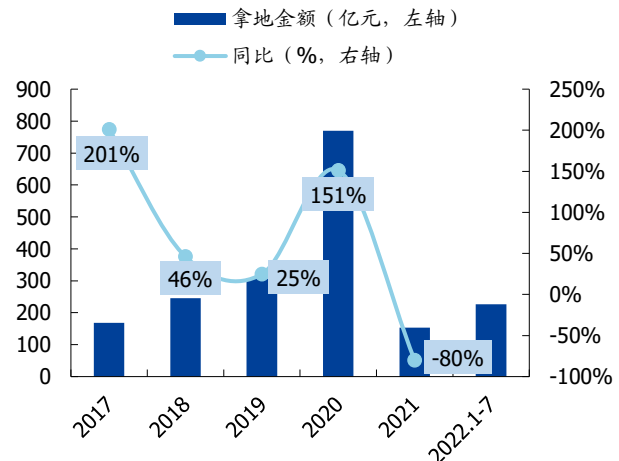
公司高毛利时代结束，近年拿地毛利率小幅下降；2022年1-7月拿地表现亮眼。我们测算了基于中指数据的公司近5年拿地毛利率*，扣配税后拿地毛利率近年相对稳定，2019-2021分别为18.4%/18.3%/17.9%。2021年公司受市场环境影响，公司主动缩减拿地规模，拿地毛利率亦有所下降。2022年以来，公司显著提升了一二线城市拿地力度，新增了数个高毛利率项目，1-7月测算拿地毛利率为19.3%，表现亮眼。

图表 39: 华发股份测算拿地毛利率与结转毛利率



资料来源: 公司公告, 中指研究院, 国盛证券研究所

图表 40: 华发股份历年拿地金额及同比

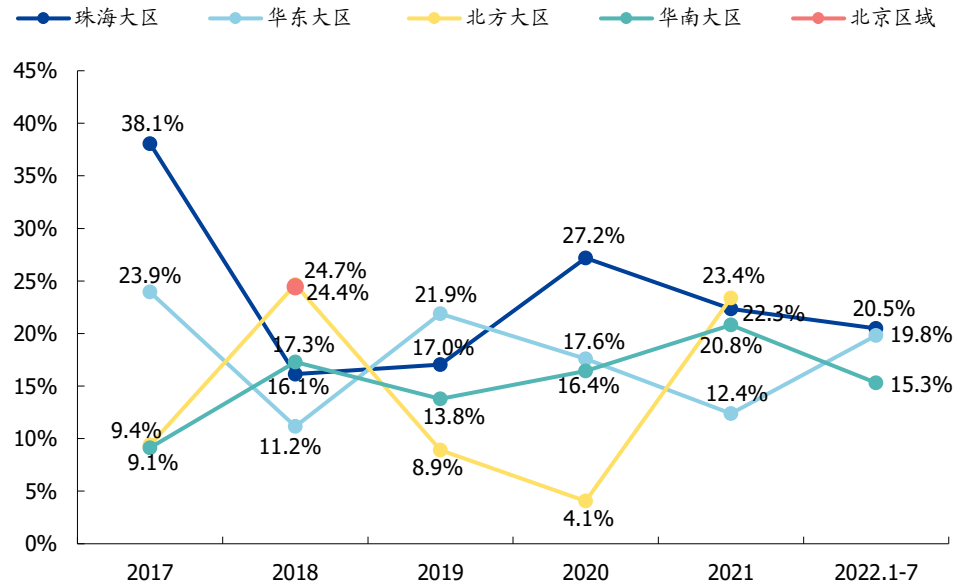


资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

* 若滞后公司测算扣配税后毛利率2年, 2017-2019年测算拿地税后毛利率趋势基本能对应2019-2021年结转毛利率趋势, 印证了测算的可靠性。测算毛利率略低于结转毛利率, 主要是由于我们仅测算当年新增拿地毛利情况, 而公司历年结转可能包含往年较高毛利项目, 故绝对数值存在一定差距。

分公司区域看，珠海拿地毛利率整体领先，2022年1-7月华东大区表现优异。根据公司大区划分，珠海大区2020-2021年拿地毛利率分别为27.2%/22.3%，截至2022年7月拿地毛利率为20.5%，虽然珠海大区绝对数值已经不及往年结转毛利率水平，但整体依然领先其他大区。华南大区近5年拿地毛利率整体呈现上升的趋势，2021年升至20.8%，2022年下滑至15.3%。华东大区由于市场竞争较为激烈，公司2019-2021年拿地毛利率由21.9%下降至12.4%，2022年1-7月，公司把握机遇于上海新增6幅优质地块，带动2022年1-7月华东大区毛利率上行至19.8%。

图表 41: 华发股份测算扣配税后拿地毛利率分区域



资料来源：中指研究院，国盛证券研究所

分城市看，公司深耕的一二线城市拿地毛利率较高，2022全年或将扭转拿地毛利率下行趋势。公司曾于2020年在上海、武汉拿地超百亿元，同时维持较为可观的毛利率水平，分别为19.8%/16.5%。截至2022年7月，公司于上海再度新增总地价约172亿元的项目，测算毛利率为20.5%。相较之下，近年多数低毛利项目拿地金额占比较低，如青岛、郑州、重庆、天津等地。整体看公司在高毛利项目减少、全国化扩张的条件下毛利率确有一定下行压力，但我们认为公司在深耕区域的毛利率具备一定优势，公司深耕的高能级城市将成为稳住未来毛利率的基本盘。2022全年或将扭转2018年以来拿地毛利率下行的趋势。

图表 42: 华发股份拿地金额及测算拿地税后毛利率分城市 (截至 2022.7)

城市能级	城市	拿地金额 (亿元)						测算拿地税后毛利率					
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2017	2018	2019	2020	2021	2022
3	珠海	5.41	5.90	34.78	64.53	29.15	7.59	38.1%	16.1%	17.0%	27.2%	22.3%	20.5%
1	上海			48.44	151.46		171.63			26.1%	19.8%		20.5%
1	深圳		28.10		29.09				8.2%		19.9%		
1	广州		9.29	6.81					17.6%	20.2%			
1	北京		25.34						24.4%				
2	成都			10.40	10.80	17.97	29.23			12.8%	8.5%	20.8%	11.6%
2	杭州			26.92	16.62		11.09			6.2%	17.4%		10.4%
2	南京	89.00			69.10	49.00		23.9%			13.8%	13.0%	
2	沈阳		26.41			33.43			28.7%			23.4%	
2	武汉	29.35	54.39	22.98	168.99			10.8%	19.5%	16.9%	16.5%		
2	昆明				53.12						15.0%		
2	苏州		1.16	15.49	48.21				19.9%	10.4%	7.3%		
2	青岛		4.08		1.91				11.2%		4.1%		
2	大连			1.58						14.0%			
2	郑州			14.76						6.4%			
2	重庆			9.75						4.5%			
2	天津			10.33						8.0%			
3	中山			5.89			6.92			20.0%			19.8%
3	无锡		33.60		5.18	13.26			10.3%		21.6%	12.0%	
3	徐州					10.56						10.1%	
3	绍兴			64.84						23.3%			
3	烟台			1.52						16.1%			
3	江门		7.14	4.70					16.1%	7.2%			
3	汕尾			0.59						14.2%			
3	宜昌			24.19						14.3%			
3	湛江		7.05						-2.5%				
3	阳江		1.01						26.7%				
3	温州		19.58						14.4%				
3	威海	7.20						9.4%					
3	佛山	13.45						5.5%					

资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

三、流动性优势: 背靠国资, 集团强力财务支持

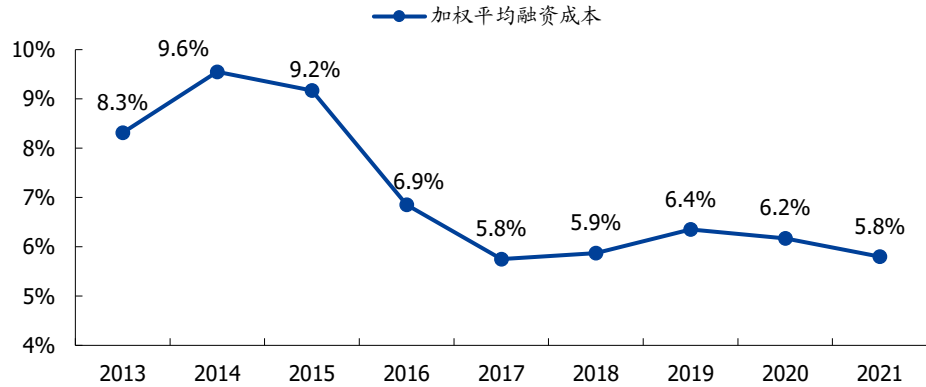
公司大股东华发集团为地方国企, 集团强力支持公司发展, 通过成立合作拿地平台增厚公司权益规模, 显著增强了公司流动性, 助力公司 2021 年三道红线指标转绿。公司国资背景为公司信用背书, 综合融资成本逐年降低。整体流动性无忧。

3.1 融资: 融资成本逐年降低, 长短期债务结构合理

公司融资成本呈现下降趋势, 2021 年综合融资成本为 5.8%。公司早年资金成本较高, 2014 年综合融资成本达 9.6%; 2015-2017 年出现明显下降, 2017 年降至 5.8%; 2018-2019 年在公司扩张规模期间融资成本有小幅提升, 2019 年升至 6.4%; 2020-2021 年在公司降负债、去杠杆的经营理念下, 其综合融资成本继续降低, 2021 年降至 5.8%, 与公司历史最低水平齐平。

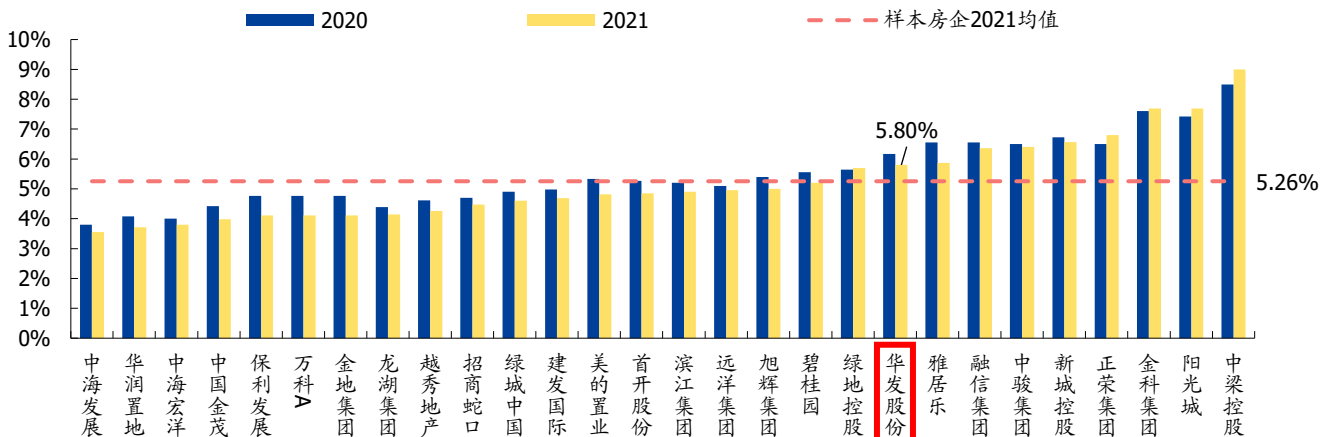
横向对比，公司融资成本处于行业中游，较龙头房企尚有压降空间。我们统计了 2021 年已公布综合融资成本的主要房企，2021 年样本房企综合融资成本均值为 5.26%，较 2020 年均值下降 0.25pct。华发股份两年融资成本均高于均值，但差距正在缩小，2021 年公司高于均值 0.54pct。整体看公司融资成本处于行业中游，考虑到公司国资背景，我们认为公司融资成本将进一步降低。

图表 43: 华发股份历年综合融资成本



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

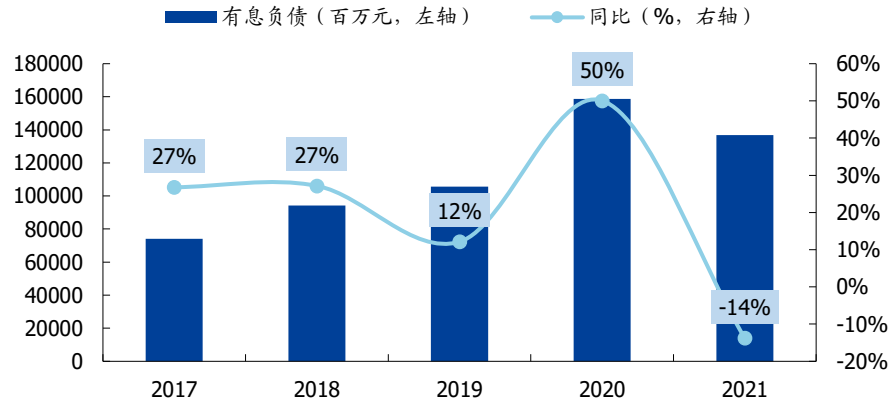
图表 44: 主要房企 2020-2021 综合融资成本对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司近年负债规模整体有所提升，2020 年达到峰值后有所回落，长短期债务结构分配合理，整体风险可控。公司 2020 年有息负债规模达到 1586 亿元的峰值后，2021 年下降 13.8%至 1368 亿元。从结构看，长短期债务结构分配合理，2020 年公司口径短期、长期有息负债规模占比分别为 29%/71%；2021 年短期、长期占比分别为 20%/80%，长期有息负债比例进一步提升，整体债务融资风险可控。

图表 45: 华发股份历年有息负债规模及同比

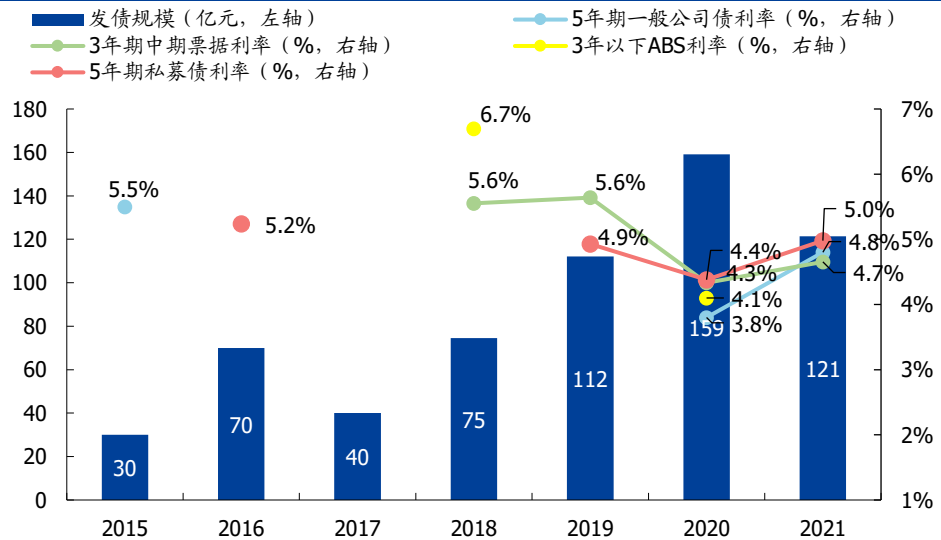


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司发债规模上升的同时利率有所下降, 在 2021 年流动性收紧的情况下, 依旧有能力发行票面利率较低的债券。纵观公司历年发债情况, 公司发行的债券品种较多, 包括一般公司债、私募债、中期票据、定向工具、ABS/ABN 等。从发行规模看, 公司发债规模呈现上升趋势, 由 2015 年的 30 亿元提升至 2020 年的 159 亿元, 2021 年小幅回落至 121 亿元, 6 年 CAGR 达 26.2%。从发债利率上看, 公司债券票面利率整体呈现下降趋势, 2021 年受市场整体风险偏好影响, 利率较 2020 年利率有一定抬升, 但公司主力债券品种利率依然保持较低水位, 充分彰显了公司备受投资人青睐的信用背景。

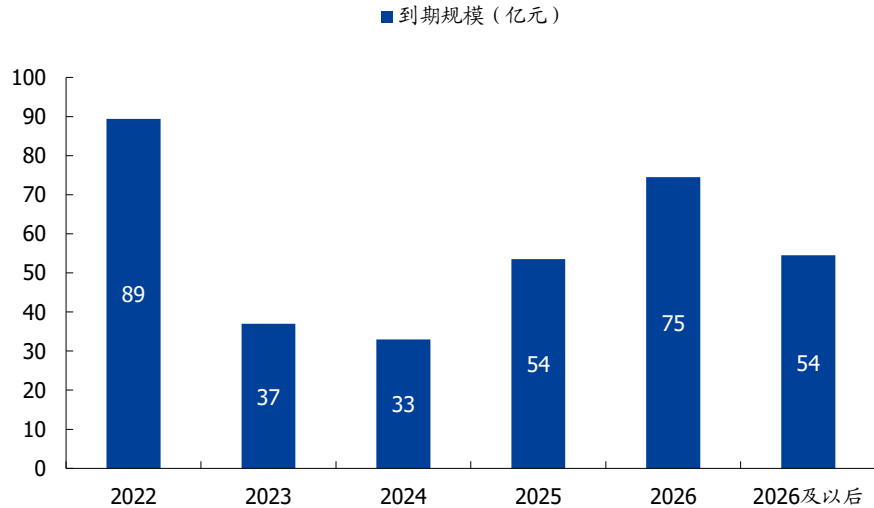
公司 2022 年将迎来一波债券偿债高峰, 预计到期金额约 89 亿元。远期到期结构分布较为合理。从到期结构看, 公司将于 2022 年迎来偿债高峰期, 到期约 89 亿元, 其中主要为 2017 年与 2019 年发行的一般中期票据及私募债, 合计 65 亿元。2022 年以后的偿债高峰将在 2025-2026 年出现, 债券到期结构分布较为合理。

图表 46: 华发股份历年发债规模及主要债券利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 华发股份历年债券到期规模



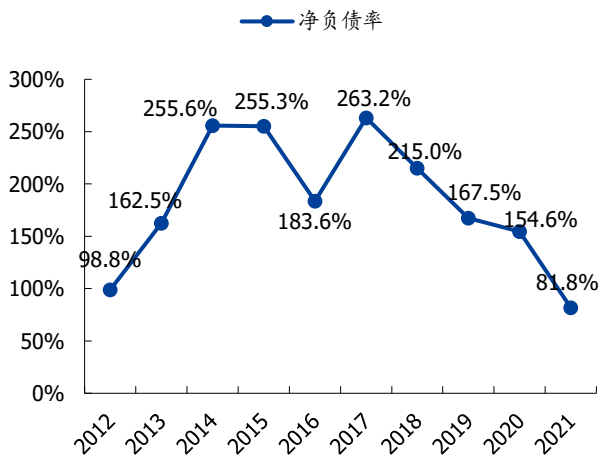
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 集团财务支持: 助力三道红线 2021 年全面达标

公司早年追求规模快速扩张, 杠杆使用相对较高。2013-2017 年, 公司处于规模快速扩张期, 财务情况表现较差, 2017 年公司净负债率、剔除预收账款的资产负债率、现金短债比分别为 263.2%、78.6%、0.57 倍。2018-2019 年, 公司净负债率在销售回款大幅提升的背景下, 净负债率逐年下降至 2019 年的 167.5%, 但 2019 年依然属于红档, 负债比例依然处于高位, 财务情况严峻。

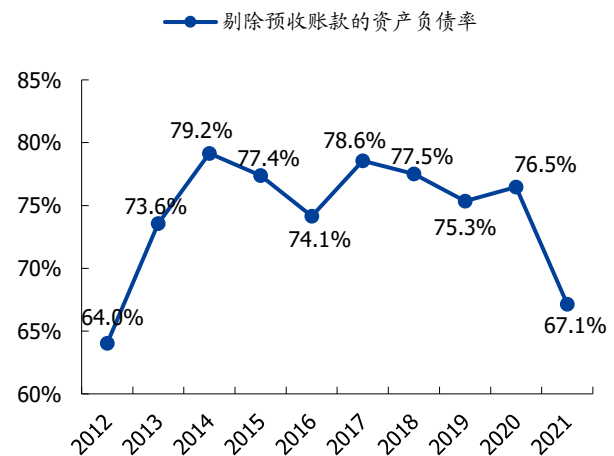
2020-2021 年公司财务情况迅速改善, 2021 年已成为绿档企业, 实现了由“红”转“橙”转“绿”的跳跃式降档。2020 年, 公司净负债率、剔除预收账款的资产负债率、现金短债比分别为 154.6%、76.5%、1.12 倍, 降档成为橙档企业, 同年资产负债率为 80.3%。2021 年三大指标大幅改善为 81.8%、67.1%、2.15 倍, 降档成为绿档企业, 同年资产负债率为 73.0%。因公司部分永续债尚未赎回, 公司 2021 年调整后净负债率为 89.5%, 剔除预收账款的资产负债率为 69.4%, 亦符合监管绿档标准。

图表 48: 华发股份净负债率



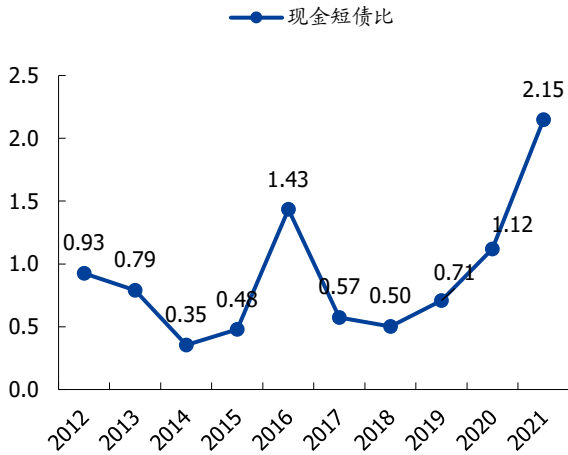
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 49: 华发股份剔除预收账款的资产负债率



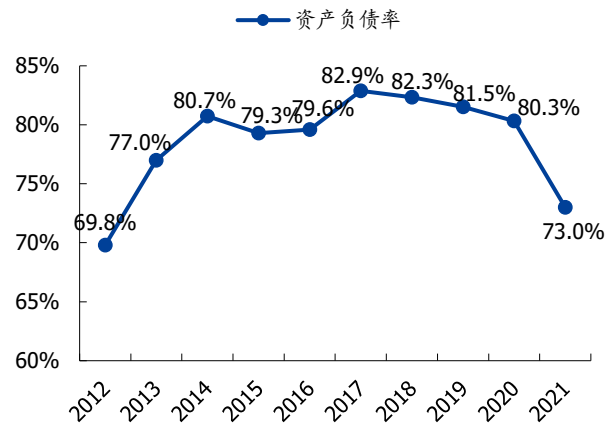
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 华发股份现金短债比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 华发股份资产负债率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

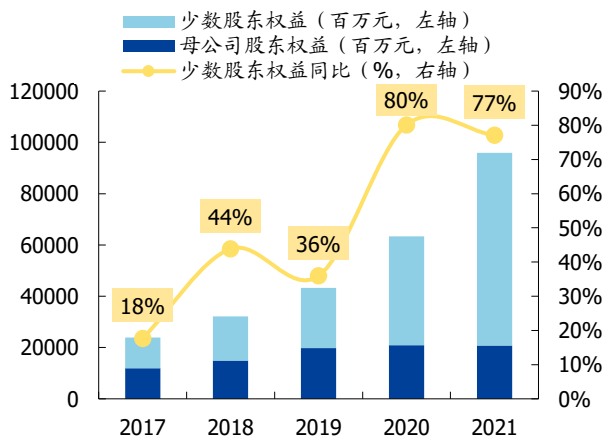
公司财务显著改善主要得益于以下两方面:

一是公司积极降负债、去杠杆, 在投拓、融资、回款等方面统筹兼顾。在 2021 年市场下行的环境下, 公司灵活调整拿地节奏, 控制拿地规模; 公司降负债、去杠杆取得成效, 有息负债规模同比下降 9.4%, 其中短期有息负债下降 37.6%; 叠加公司多举措并举加速销售回款, 全年回款金额同比增长 32.3%至 707 亿元, 2021 年财务指标显著改善。

二是近年公司控股股东大幅增资少数股东权益, 对三道红线指标改善的效果立竿见影。在土地市场竞争加剧、行业整体资金趋紧的环境下, 公司积极进行合作开发, 使公司近年少数股东权益持续快速提升; 而母公司股东权益的增长主要依赖各年度留存收益的积累, 房地产上市公司定向或公开增发受到限制, 故母公司股东权益近年来增长有限。因而出现少数股东权益的规模持续提升、占总权益比重持续扩大的现象。2021 年公司少数股东权益占总权益比重为 78%, 较 2019 年提高 23.9pct, 较 2017 年提高 28.0pct。

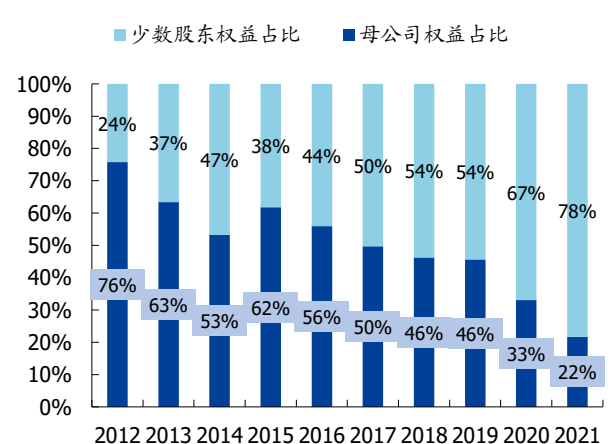
少数股东权益的增量主要源于公司控股股东华发集团, 近两年集团共增资 297 亿元。2020 年 12 月公司与华发集团共同增资公司子公司海川地产有限公司, 各出资 49.5 亿元; 2021 年 5 月及 10 月, 公司与华发集团继续增资, 分两轮各出资 49.5 亿元、198 亿元, 2021 年集团共增资 247.5 亿元。根据公司披露信息, 公司与合作方股东以“同股同权”方式合作, 不存在与少数股东不同比例分配、保底回购、强制/优先分红、对赌等情形。华发集团雄厚的财力将为公司未来发展提供强有力的支持。

图表 52: 华发股份历年母公司股东与少数股东权益规模



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

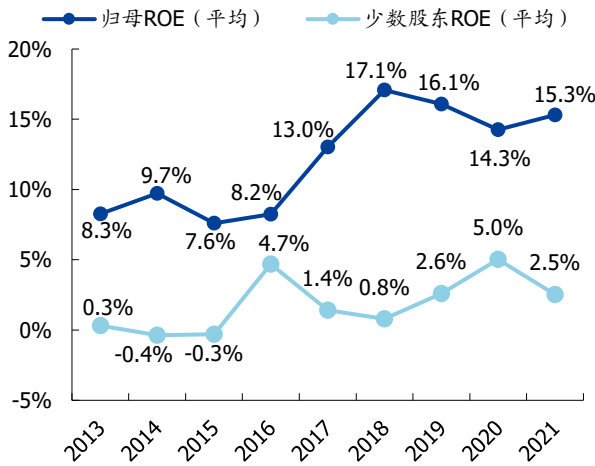
图表 53: 华发股份历年母公司股东与少数股东权益占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

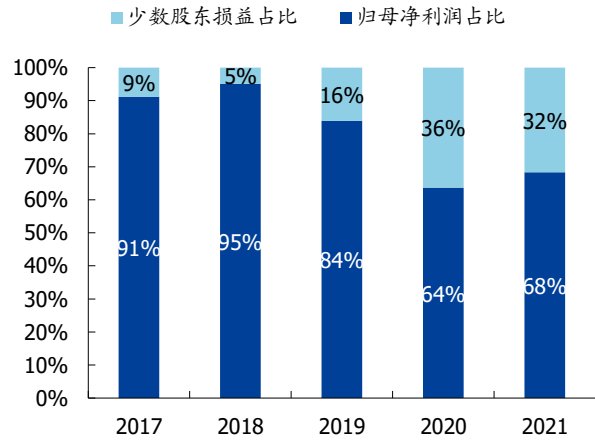
公司少数股东 ROE 较低，历年少数股东损益占比相对更小，未来少数股东损益占比将继续提高。由于少数股东历年持续投入资本金、股东投入与项目利润结算之间存在时间差，导致公司少数股东 ROE 较低、少数股东损益占比相比同年少数股东权益占比偏低。2021 年少数股东损益占净利润比重为 31.7%。对比权益与损益占比的趋势，可以发现公司损益大约滞后于权益 3 年左右，未来少数股东损益占净利润的比重将继续提高。

图表 54: 华发股份历年母公司及少数股东 ROE



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 55: 华发股份历年归母及少数股东损益占净利润比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

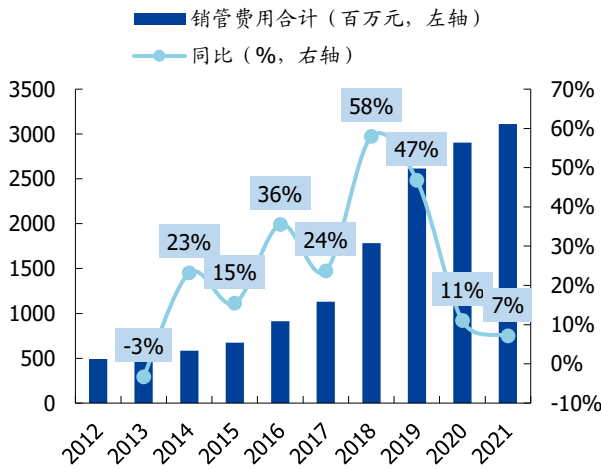
四、经营：积极降本提效，激励机制完善

4.1 公司积极降本提效，未来费用率有望进一步降低

2012 年以来，公司销管费用率总体呈现下降趋势，2020 年收入口径销管费率显著下降，2021 年至 6.07%。具体看，2016-2019 年主要由于公司处于规模扩张阶段，在费用率管控方面做的工作不足，收入口径销管费用率持续上升。2020-2021 年，随着房地产市场进入“下半场”，公司开始向管理要效益，积极开展多项降本提效措施，2020 年收入口径销管费率同比下降 2.2pct 至 5.69%，2021 年小幅抬升至 6.07%，规模至 31 亿元。

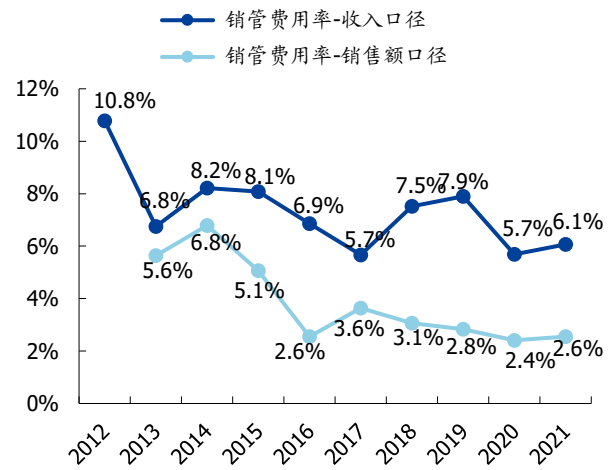
横向对比 TOP30 房企，公司销管费率居于样本房企均值水平，有望进一步压降费用率。2021 年样本房企收入口径销管费率均值为 6.02%，华发股份收入口径销管费率为 6.07%，在 TOP30 房企中排名第 18 名，处于中游位置，考虑到公司已经调整经营策略，未来几年或将更加注重内部管理优化，有望进一步压降费用率。

图表 56: 华发股份历年销管费用规模及同比



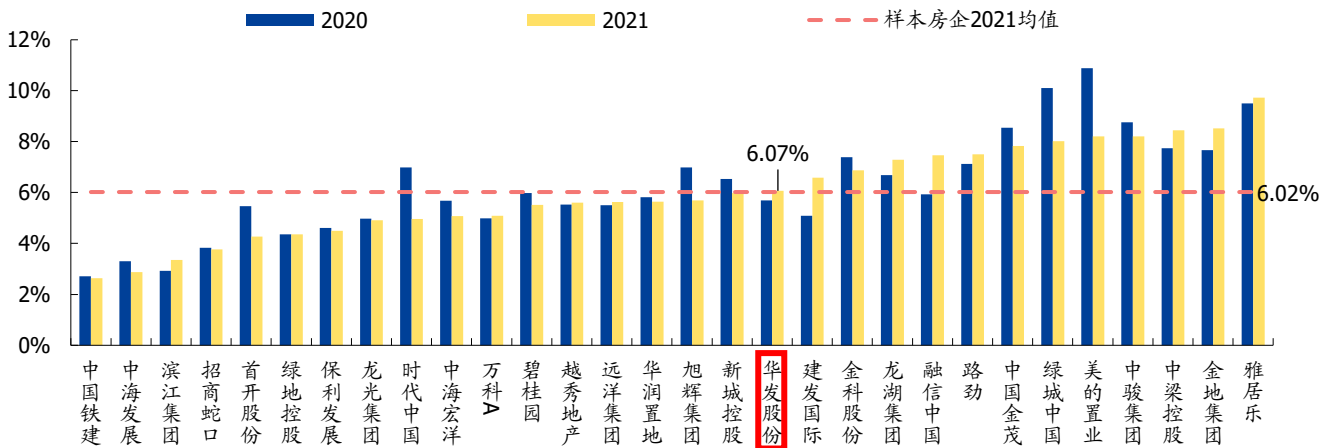
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 57: 华发股份历年销管费用率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: TOP30 房企收入口径销管费率对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司近年来深入推进精细化管理, 持续提高公司治理水平。公司从管控架构、成本控制与招采管控、费用管理、风险防控、数字化管理等 5 大方面综合优化内部管理体制机制。

在管控架构方面, 公司完善业务条线制度流程建设, 进一步理顺各层次权责关系, 夯实“三级管控”架构基础。成本控制与招采管控方面, 公司积极完善标准化成本体系, 持续提升招采管控能力, 2021 年采购招标中标价与综合采购招标合同金额较预算均有下浮。费用管理方面, 公司坚持勤俭办企, 降费创效各显其能, 费用管理精细化、体系化程度得以提升。风险防控方面, 公司强化底线思维, 坚持风险防控, 组建风控法律合规部。数字化管理方面, 公司以“科技+”战略为统领, 成功打造华发置业通一站式云置业平台。

图表 59: 华发股份精细化管理措施

管控架构	公司围绕精细化管理要求，完善各业务条线制度流程建设，通过分级授权机制和审批流程权限的优化调整，进一步理顺各层次权责关系，夯实“三级管控”架构基础，并系统梳理各职能公司权责关系
成本控制与招采管控	1. 完善标准化成本体系，加强目标成本管理力度；2. 持续提升招采管控能力，扩容优质供应商库，采购招标中标价与综合采购招标合同金额较预算均有下浮
费用管理	公司坚持勤俭办企，降费创效各显其能，费用管理精细化、体系化程度得以提升
风险防控	1. 强化底线思维，坚持风险防控，加强审计力度；2. 组建风控法律合规部，实现风险防控精细化、全面化及专业化；3. 组织多条线联合的规范化专项检查工作
数字化管理	公司围绕主业抓科技创新，全面提速数字化建设。公司以“科技+”战略为统领，顺应趋势加快数字化转型；成功打造华发置业一站式云置业平台，实现线上关注线下转化的传播引流闭环；办公数据治理实现质效双提升，线上线下数据全面闭合、贯通

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2 公司激励措施完善，股权激励计划提高员工积极性

公司实施以长效激励机制与专项激励制度相结合的激励措施，于 2017 年实施了限制性股票股权激励计划。公司激励措施包括股权激励计划、投拓奖励机制、董事局专项奖励基金、销售奖励、回款奖励等措施。公司于 2017 年实施了限制性股票股权激励计划，共计向公司高管及员工授予 1260.9 万股。该激励计划的草案于 2015 年通过审议，并于 2017 年通过相关审核、审议、登记，在剔除自愿放弃的激励股份、注销已离职员工的激励股份，在转增股本方案实施后，该股权激励计划向陈茵、郭凌勇、汤建军等 8 名高管及 122 名中层管理人员合计 130 人共授予 1260.9 万股。

该股权激励计划共有四个解锁期，根据业绩考核达成情况解锁相应比例的股份数。激励授予的股份自授予日起 24、36、48、60 个月分别解除转让限制 25% 的股份数。2022 年 5 月 9 日进入第四个解锁期，公司业绩考核等解锁条件已达成，130 名激励对象实际共计解锁 315.2 万股限制性股票。相应限制性股票已于 5 月 9 日上市流通，占公司总股本 0.15%。自此，公司本次股权激励股份已经全部解锁完毕。

公司此次激励计划的四个解锁均达成，公司近年净利润、资产收益率表现不俗，激励效果显著。较长的限售锁定期一定程度上加强了高管及中层与公司利益的绑定关系，叠加相应业绩指标要求，公司净利润较激励计划实施前有显著增长、净资产收益率维持较高水平。以 2015 年为基准，2020 年净利润增长率为 332.43%，2020 年净资产收益率为 16.18%，激励效果显著，不排除后续会进行第二轮股权激励计划。

图表 60: 华发股份股权激励计划四个解锁期解锁条件、业绩达成情况、获解锁股票人员情况

解锁期	业绩考核目标	业绩达成情况	解锁条件是否成就	获解锁股票人员	职务	获授的限制性股票数量(万股)	可解锁的限制性股票数量(万股)
第一个解锁期 流通日期: 2019年5月7日	以2015年为基准年: 2017年净利润增长率不低于20% 2017年净资产收益率不低于8.5% 2017年主营业务比率不低于97%	以2015年为基准年: 2017年净利润增长率为146.78% 净资产收益率为12.47% 主营业务比率为101.36%	满足解锁条件	陈茵	董事局副主席、总裁	54	13.5
	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值		郭凌勇	董事局副主席、执行副总裁	45	11.25
				汤建军	董事局副主席	18	4.5
				刘亚非	董事	54	13.5
				刘克	董事	54	13.5
				俞卫国	董事、常务执行总裁、财务总监	48.6	12.15
				张延	党委书记、执行副总裁	45	11.25
				侯贵明	董事局秘书	45	11.25
				张驰	执行副总裁	45	11.25
				中层管理人员134人	924.3	231.075	
合计143人	合计1332.9	合计333.225					
第二个解锁期 流通日期: 2020年5月8日	以2015年为基准年: 2018年净利润增长率不低于30% 2018年净资产收益率不低于8.8% 2018年主营业务比率不低于97%	以2015年为基准年: 2018年净利润增长率为251.63% 净资产收益率为18.40% 主营业务比率为100.39%	满足解锁条件	陈茵	董事局副主席、总裁	54	13.5
	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值		郭凌勇	董事局副主席、执行副总裁	45	11.25
				汤建军	董事局副主席	18	4.5
				刘亚非	董事	54	13.5
				刘克	董事	54	13.5
				俞卫国	董事、常务执行总裁、财务总监	48.6	12.15
				张延	党委书记、执行副总裁	45	11.25
				侯贵明	董事局秘书	45	11.25
				张驰	执行副总裁	45	11.25
				中层管理人员128人	870.3	217.575	
合计137人	合计1278.9	合计319.725					
第三个解锁期 流通日期: 2021年5月10日	以2015年为基准年: 2019年净利润增长率不低于40% 2019年净资产收益率不低于9% 2019年主营业务比率不低于97%	以2015年为基准年: 2019年净利润增长率为330.58% 净资产收益率为20.10% 主营业务比率为99.15%	满足解锁条件	陈茵	董事局副主席、总裁	54	13.5
	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值		郭凌勇	董事局副主席、执行副总裁	45	11.25
				汤建军	董事局副主席	18	4.5
				刘亚非	董事	54	13.5
				刘克	董事	54	13.5
				俞卫国	董事、常务执行总裁、财务总监	48.6	12.15
				张延	党委书记、执行副总裁	45	11.25
				侯贵明	董事局秘书	45	11.25
				张驰	执行副总裁	45	11.25
				戴戈纓	执行副总裁	5.4	1.35
中层管理人员126人	861.3	215.325					
合计136人	合计1275.3	合计318.825					
第四个解锁期 流通日期: 2022年5月9日	以2015年为基准年: 2020年净利润增长率不低于50% 2020年净资产收益率不低于9.5% 2020年主营业务比率不低于97%	以2015年为基准年: 2020年净利润增长率为332.43% 净资产收益率为16.18% 主营业务比率为101.68%	满足解锁条件	陈茵	董事局副主席、总裁	54	13.5
	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值	上述三个指标都不低于同行业平均水平, 净利润增长率及净资产收益率指标不低于同行业70分位值和2017年所处行业分位值		郭凌勇	董事局副主席、执行副总裁	45	11.25
				汤建军	董事局副主席	18	4.5
				俞卫国	董事、常务执行副总裁	48.6	12.15
				张延	董事、执行副总裁	45	11.25
				张驰	执行副总裁	45	11.25
				戴戈纓	执行副总裁	5.4	1.35
				侯贵明	董事局秘书	45	11.25
				中层管理人员122人	954.9	238.725	
				合计130人	合计1260.9	合计315.225	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

五、产品与品牌：体系化产品去化快、打响华发品牌

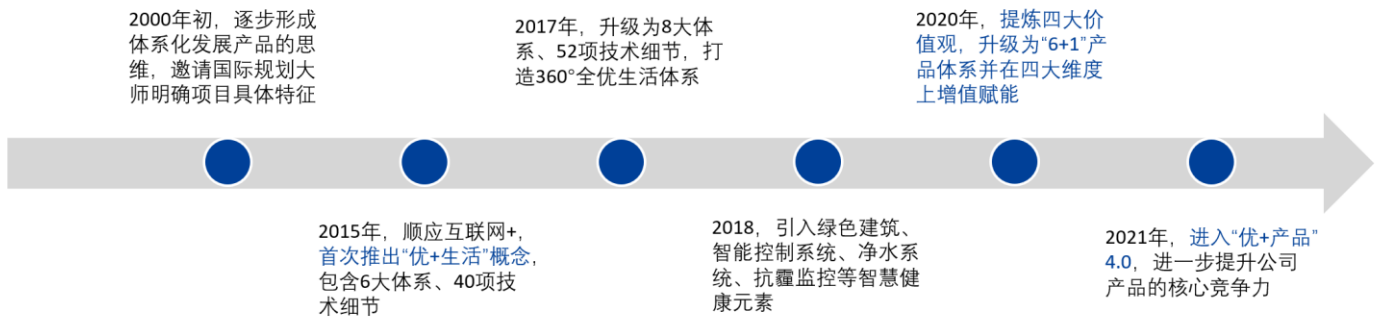
公司中高端产品的市场定位带来了更快的去化速度。通过践行标准化、体系化的产品经营理念，公司在高能级城市拥有与主流房企一战的去化水平。集团与公司深度参与珠海十字门商务区建设，该区所处的横琴开发属于国家战略，集团数个标杆项目提高了华发品牌在全国的知名度。

5.1 公司是产品体系化的践行者

公司始终坚守“品质中国，匠心筑家”的品牌战略，以产品品质作为市场核心竞争力，追求产品体系化的建设。在 2000 年初，公司邀请刘太格等国际规划大师，为珠海华发新城明确了 8 个具体的特征：精装住宅、人车分流、阳光地下车库、百变户型、优质物业、生态园林景观、完善的配套、智能安防系统等，开创了公司体系化发展的先河，页奠定了公司 20 年来产品体系的发展思路。2015 年公司首次提出“优+生活”。2020 年，公司提炼四大价值观：追求完美的体系化思维、超额附加值、品质户型优先的设计观、不断创新升级的研发实力。

目前公司已经推出 TOP 系、府系、四季系、城市系、未来系等 5 大针对不同客户群体的产品品类。2021 年公司迭代升级“优+产品”进入 4.0 版本，构建了“6+1 产品体系以及增值赋能四大维度”：覆盖了规划、建筑、户型、景观、装修、配套和服务的全套产品流程标准，并从绿色健康、智能科技、人文情怀、匠心精工等四大维度赋能住宅产品，全面提升产品品质、服务标准，进一步提升公司核心竞争力。

图表 61：华发股份产品体系发展历程



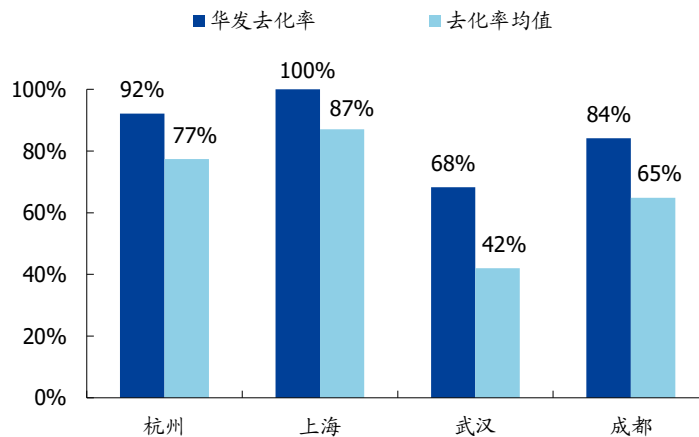
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

在日臻完善的产品体系化、标准化建设下，公司产品及品牌的美誉度受到行业高度认可。截至 2021 年末，公司 60 余个项目分别斩获广厦奖、鲁班奖、詹天佑奖、亚洲不动产奖、德国设计奖、A' 设计大奖、缪斯国际设计大奖、英国 breem、国际 WELL 健康社区及 LEED 绿色建筑等国内外重要奖项和认证。公司在规划设计、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。

5.2 产品力成就高能级城市的去化速度

公司较强的产品力助力公司在部分核心城市拥有远高于市场均值的去化速度。根据中指研究院数据，我们统计了四座可取得数据且公司已布局的城市的去化情况，数据采用项目开盘或加推当日的去化表现来衡量去化率。公司2021年在杭州、上海、武汉、成都等一线及核心二线城市的去化水平分别为92%、100%、68%、84%，均高于当期城市去化均值。

图表 62: 华发股份于部分一二线城市开盘去化率比较 (2021.1.1-12.17)



资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

具体到项目层面，公司在核心城市的去化速度较周边竞品更快。以公司在杭州推出的刚改改善型产品华发峰荟项目为例，该项目在2021年7月加推的楼盘去化率达到100%，即首日清盘。横向比较看，在同一时间段、同一区域、产品属性相近的条件下，华发峰荟的去化水平较周边三个竞品项目拥有绝对优势。另外，以公司在成都推出的最高的TOP系产品华发统建锦江大院为例，同样作为豪宅产品，锦江大院的去化率也明显领先周边竞品。

图表 63: 华发股份于杭州、武汉、成都部分项目开盘去化情况比较

时间段	项目	城市	推售类别	业态	户型(平米)	装修情况	价格(元/平)	开盘套数	当天认购套数	去化率
2021. 7-9	华发峰荟	杭州	加推	高层	77/89/98/119	毛坯	24000	200	200	100.0%
	周边竞品项目A	杭州	加推	高层、洋房	高层89/洋房87	毛坯	21600	56	39	69.6%
	周边竞品项目B	杭州	加推	高层	69/73	毛坯	22800	252	192	76.2%
	周边竞品项目C	杭州	加推	高层、洋房	59/82/89	毛坯	21900	111	61	55.0%
2020. 7	金茂华发武汉国际社区	武汉	首开	高层、洋房	108/113/120	毛坯	12900	207	207	100.0%
	周边竞品项目A	武汉	首开	高层、洋房	114/122/137	精装修, 2500元/平	13431	98	88	89.8%
2021. 10-11	华发统建锦江大院	成都	首开	叠拼、合院	216-309	毛坯	29999	126	106	84.1%
	周边竞品项目A	成都	加推	联排	266	毛坯	27803	97	37	38.1%

资料来源: 中指研究院, 国盛证券研究所

5.3 集团深度参与国家 TOP 级新区开发，全面打响华发品牌

珠海十字门处于港珠澳核心区域，是由华发集团负责总体规划设计、土地一级开发及重点项目开发建设的区域。从地理位置看，珠海十字门由南部横琴片区、北部湾仔片区构成，占地面积约 776 公顷，与澳门隔江相望。从交通配套看，十字门拥有珠机城轨、连接港珠澳大桥、紧邻三大国际机场及横琴口岸，交通十分便利。十字门中央商务区正在发展成为珠江西口岸重要的金融产业基地、总部经济基地、高端商务服务平台，区域潜力巨大。

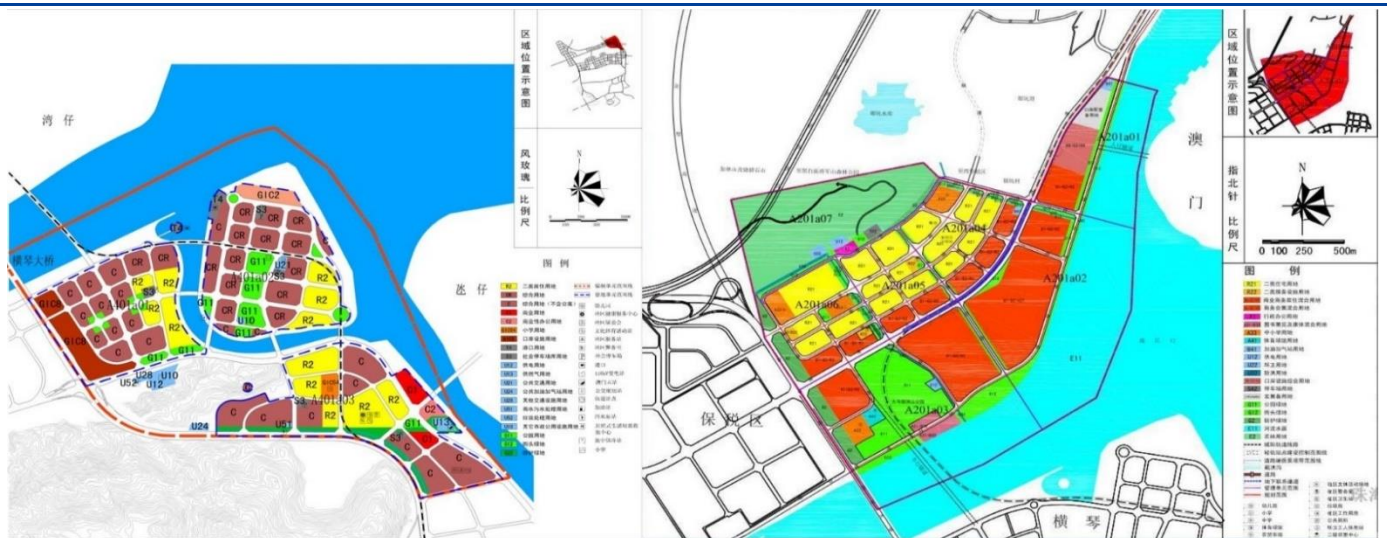
十字门横琴片区为全国 TOP 级新区，其开发规划由国务院拟定，属于国家战略。2009 年中央为促进珠海城市发展、构筑粤港澳合作实体平台，出台了《横琴总体发展规划》，使横琴成为自上海浦东新区、天津滨海新区之后第三个由国务院批准的 TOP 级新区。2021 年，国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，进一步推动横琴发展。十字门北部的湾仔片区地理位置亦十分优越，东侧紧邻澳门主城，西侧接壤保税区、洪湾商贸物流中心。

图表 64：珠海十字门区域示意图



资料来源：百度百科，国盛证券研究所

图表 65：珠海十字门中央商务区横琴（左）与湾仔（右）控制性详细规划图



资料来源：珠海市自然资源局，国盛证券研究所

华发集团深度参与十字门建设，数个标杆项目打响华发品牌。在国家政策指引下，2009年珠海十字门中央商务区建设控股有限公司应运而生，该公司由华发集团全资控股。子公司主要负责珠海十字门中央商务区的土地储备、土地一级开发、基础设施建设、项目开发建设和运营等。近年来，华发集团已在十字门区域开发了数个住宅项目，包括体量最大的华发琴澳新城（包含国际海岸、四季广场、四季峰景、四季半岛等）；集团开发的商业项目包括珠海国际会展中心（综合体）等。此外，集团开发了珠海三大地标之二：横琴国际金融中心（横琴岛地标）与珠海中心大厦（湾仔地标）。华发集团全面深度参与国家TOP级新区建设，充分彰显集团城市运营及房地产开发的能力，数个标杆项目增强了华发品牌在全国的影响力。

图表 66: 十字门三大地标之一: 横琴国际金融中心



资料来源: 网络, 国盛证券研究所

图表 67: 十字门三大地标之一: 珠海中心大厦



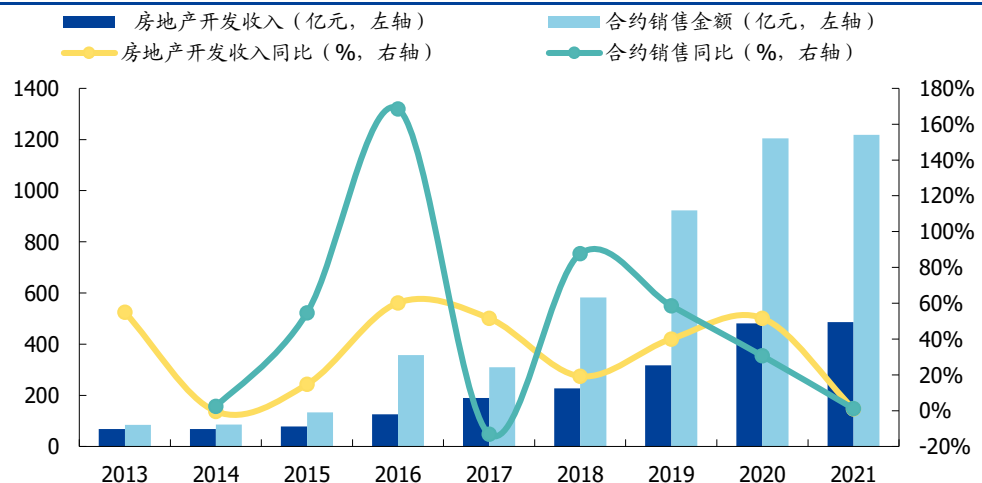
资料来源: 网络, 国盛证券研究所

六、盈利预测与估值

6.1 销售、收入与利润率

公司销售及收入经历了较长时间的快速增长期，2020年合约销售额已经突破千亿元，但增速较早年已有较大程度回落。2021年在市场下行的环境下，公司合约销售金额、房地产开发收入同比增速继续下滑，但依然保持正增长，同比分别+1.2%/+1.0%，2021年合约销售额维持在千亿元规模。结转周期方面，通过观察合约销售金额及房地产开发收入的同比走势，可以判断公司开发收入大约滞后于合约销售2年的时间。

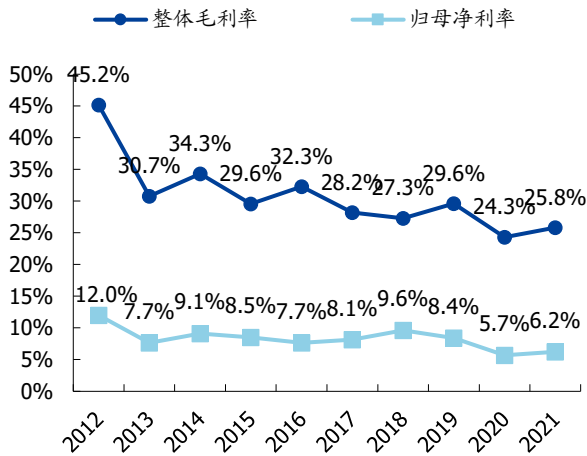
图表 68: 华发股份历年合约销售及房地产开发收入规模及同比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

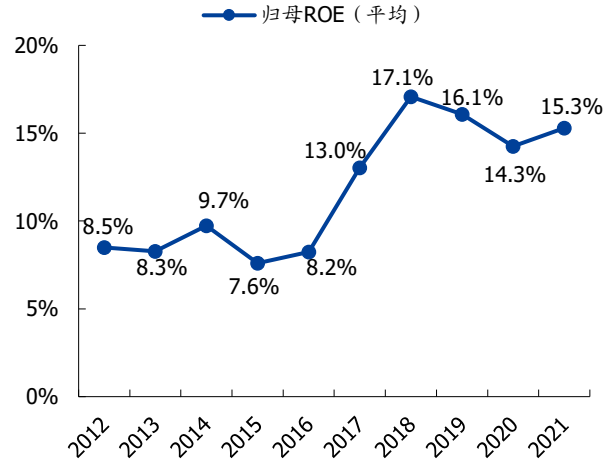
公司近年毛利率震荡下行，2021年公司整体毛利率为25.8%。公司往年毛利率较高，主要由于早年公司开发了众多高毛利的城市旧改项目。近年来随着高毛利项目逐渐结转清空，毛利率已经回落较多，2020年毛利率下探至24.3%，2021年小幅回升至25.8%。公司净资产收益率在经历2019-2020年短暂的下行后，2021年有所回升，至15.3%。公司归母净利率亦逐年降低，2020年降至公司历史最低5.7%，2021年小幅回升至6.2%。

图表 69: 华发股份历年毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 70: 华发股份历年 ROE (平均)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6.2 模型测算

公司未来开发收入高增确定性较强，毛利率将温和回落。考虑到公司 2020 年大幅拿地、2020-2021 年合约销售超千亿元、2022 年 1-7 月大幅于核心一二线城市拿地，我们预计 2022-2024 年将会有大量销售进入结转，未来房地产开发收入高增确定性较强。毛利率方面，根据 2.3 节的分析，我们判断公司高毛利率项目将逐渐结转清空、但大本营及深耕的核心城市依然维持相对较高的拿地毛利率，我们预计公司未来房地产毛利率将温和回落。预计 2022-2024 年整体毛利率分别为 24.8%/24.5%/24.0%。

图表 71: 华发股份营业收入及毛利率测算表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
物业开发营业收入	48,599	60,250	67,040	82,800
同比增速	1.0%	24.0%	11.3%	23.5%
其他主营业务收入	2,642	3,275	3,644	4,501
同比增速	-8.7%	24.0%	11.3%	23.5%
营业收入总计	51,241	63,525	70,684	87,301
同比增速	0.46%	24.0%	11.3%	23.5%
营业成本总计	38,020	47,777	53,382	66,313
毛利润	13,220	15,748	17,301	20,988
毛利率	25.8%	24.8%	24.5%	24.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为人民币 **32.8、35.3、39.9** 亿元，按照最新总股本计算，对应的 **EPS 为 1.55、1.67、1.88 元/股**。

图表 72: 华发股份盈利预测表 (百万元)

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51241	63525	70684	87301
营业成本	38020	47751	53422	66328
营业税金及附加	3361	4129	4594	5675
销售费用	1582	1938	2121	2575
管理费用	1527	1874	2050	2488
研发费用	79	98	109	135
财务费用	235	278	296	332
资产减值损失	-1	-1	-1	-2
其他收益	22	0	0	0
公允价值变动收益	20	0	0	0
投资净收益	575	130	137	143
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	6962	7589	8230	9913
营业外收入	49	43	56	73
营业外支出	182	96	103	110
利润总额	6829	7535	8183	9876
所得税	2152	2375	2579	3113
净利润	4677	5160	5604	6763
少数股东损益	1482	1884	2073	2773
归属母公司净利润	3195	3277	3530	3990
EBITDA	7225	8004	8696	10452
EPS (元)	1.51	1.55	1.67	1.88

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

6.3 估值

6.3.1 NAV 估值

我们对公司 2017-2022.7 新增拿地项目进行资产价值重估, 剔除商业及其他用地, NAV 测算涉及开发性物业合计 1537 万方计容建面。

图表 73: NAV 关键假设

假设项	假设参数	说明
未结算建面比例	100%/100%/85%/70%/40%	分别对应 2022/2021/2020/2019/2018 及以前拿地项目
未来三年售价涨幅	0%	售价增速为 0。
一二三线城市单方建安成本	5700, 5200, 4700 元/m ²	行业经验值。
结算进度	按照项目大小分 3-5 年结算	行业经验值, 根据项目区位和市场景气度调整。
销售管理费用率 (销售额口径)	2.55%	公司 2021 销管费率。
债务成本	5.8%	公司 2021 综合融资成本。
WACC	9.4%	计算得到的加权资本成本。

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

根据以上假设，测算得到公司开发性物业归母净利润折现为 127.4 亿元，预计 2022 年归母权益为 231.2 亿元，重估后的净资产价值为 358.6 亿元，折扣前每股 NAV 价值为 16.9 元，当前股价 7.58 元，折价率为 55.2%。按照每股净资产 25%折价计算，得到 2022 年每股价值 12.7 元。

图表 74: 华发股份 NAV 计算 (股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价)

NAV 计算 (亿元)	2022E	2023E
开发性物业归母净利润贴现	127.4	139.4
2022E 年净资产 (归母权益)	231.2	231.2
总净资产价值	358.6	370.6
股数 (亿股)	21.2	21.2
NAV/share (元)	16.9	17.5
最新股价	7.58	7.58
NAV 折让幅度	-55.2%	-56.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6.3.2 PE 估值

根据前文所述的公司竞争优势，我们认为华发股份：(1) 具有国资背景的属性，集团大力支持公司财务，流动性无忧；(2) 公司具备质优量足的土地储备，2020、2022 年货值补充充分、拿地毛利率企稳回升，未来收入、利润增长的确定性强；(3) 公司近年持续降本提效，未来经营效率有望进一步提升。综上，我们认为公司估值具备一定优势。我们给予 2022 年 8 倍 PE 估值，2022 年公司合理价格为 12.38 元/股。

图表 75: 可比公司估值 (股价为 2022 年 8 月 8 日收盘价, 建发股份未覆盖, 使用 wind 一致预期)

公司名称	股价 (元/股)	EPS (元/股)				PE				PEG	PB	
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2021A	2022E
招商蛇口	12.70	1.31	1.41	1.59	1.83	9.69	9.01	7.99	6.94	1.62	1.31	1.10
保利发展	15.11	2.29	2.30	2.42	2.64	6.60	6.57	6.24	5.72	1.27	1.14	1.10
万科 A	16.27	1.94	2.21	2.44	2.66	8.39	7.36	6.67	6.12	0.61	1.01	0.80
建发股份	10.60	2.07	2.18	2.48	2.81	5.12	4.86	4.27	3.78	0.65	0.67	0.51
平均值						7.45	6.95	6.29	5.64	1.04	1.03	0.88
华发股份	7.58	1.51	1.55	1.67	1.88	5.02	4.90	4.55	4.02	1.91	0.95	0.83

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

取两种估值方法平均值，则公司合理价格为 12.54 元/股，对应市值为 265.51 亿元人民币，对应 2022 年 8.09 倍 PE。

风险提示

- (1) **房地产政策放松力度不及预期。**2022年上半年全国多数城市出台了房地产放松政策，但整体销售维持弱复苏趋势，购房者信心尚显不足。若未来房地产政策放松力度不及预期，将进一步影响市场情绪，对公司整体销售带来不利影响。
- (2) **拿地规模及毛利率不及预期。**在公司规模扩张速度放缓、高毛利项目结转清空后，若未来公司市场开拓情况不佳、或市场基本面继续下行，导致公司拿地规模及毛利率不及预期，将对公司整体利润产生压制。
- (3) **疫情反复超预期。**公司大部分土储集中于一二线、珠三角长三角三线城市，这些地区人口稠密、人员流动频繁。常态化清零的防疫政策下，疫情反复将对这些地区房地产销售带来不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com