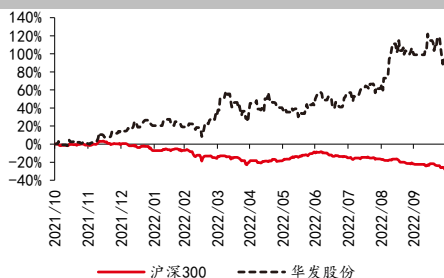


公司投资评级

推荐|维持

相对指数表现



资料来源：Wind，中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.28)

总市值 (百万元)	19,901.31
流通市值 (百万元)	19,901.23
52 周最高/最低 (元)	11.11/4.83
52 周最高/最低 PE (倍)	6.93/3.41
52 周最高/最低 PB (倍)	1.34/0.70
52 周涨幅 (%)	91.38
52 周换手率 (%)	466.93

研究所

分析师：刘清海

SAC 登记编号：S1340522080002

Email: liuqinghai@cnpsec.com

华发股份 (600325.SH):

深度聚焦核心城市，拿地强度明显提升

● 事件

华发股份(600325)发布 2022 年三季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 328.08 亿元，同比增长 14.44%，归母净利润 21.11 亿元，同比增长 2.87%；归母净利润率 6.44%，同比下降 0.72 个百分点，EPS 0.92 元。其中第三季度单季实现营业收入 78.03 亿元，同比减少 1.18%，归母净利润 2.65 亿元，同比下降 27.42%；归母净利润率 3.4%，同比下降 1.23 个百分点。

● 核心观点

业绩微幅增长，主要原因有税金及附加下降、收入上升、少数股东损益占比下降等。公司前三季度归母净利润同比上升 2.87%，业绩实现微幅增长。公司报告期内业绩提升的正向因素主要包括：1) 税金及附加由去年同期的 18.46 亿元下降至 13.70 亿元，2) 营业收入同比上升 14.44%，3) 少数股东损益占比由去年同期的 27.25%下降至 21.59%，4) 销售费用率和管理费用率分别由去年同期的 3.72%和 4.92%下降至 2.94%和 4.41%。公司业绩的拖累项主要是毛利率下降，前三季度毛利率为 20.87%，去年同期为 27.66%。

销售降幅小于行业，销售排名稳步提升，预售楼款充足。2022 年 1-9 月，公司实现销售额 729.5 亿元，同比下降 10.80%，降幅小于行业水平，同期全行业商品住宅销售额同比下降 28.60%。公司销售排名稳步提升，克而瑞数据显示公司销售额排名去年同期为第 39 名，报告期末提升至第 18 名。截至报告期末，公司合同负债为 786.54 亿元，较年初增长 25.32%，同比增长 12.27%，待结算资源较为丰富，助力公司后续业绩稳定发展。

财务保持健康，三道红线维持绿档。截至报告期末，公司“三道红线”继续保持绿档，剔除预收款项的资产负债率为 66.28%，净负债率为 84.06%，现金短债比为 1.16 倍，公司三道红线自 2021 年年末以来持续转绿，提前在缓冲期之内完成降负债要求。此外，公司有息负债期限结构合理，长期负债占比约为 79.51%。

融资渠道通畅，资金使用效率提升。1-9 月，公司不断拓宽融资渠道，提高公司资金使用效率：发行 2 亿美元债、11.9 亿元的公司债、46.0 亿元的中期票据、6.3 亿交易商协会 ABN、27.6 亿证监会主管

ABS。

公司聚焦核心城市，拿地强度显著提升。今年 1-9 月公司拿地力度明显提升，拿地强度达到 56.25%，高于去年同期的 28.04%。公司拿地聚焦核心城市，1-9 月在上海、杭州、珠海拿地金额占比高达 89.55%，远超去年同期的 6.02%。1-9 月公司新增项目 16 个，拿地金额共计 410.32 亿元，计容建面共计 138.54 万平方米。

● 投资建议

拿地强度明显提升，销售排名稳步提高，未来发展有望充分享受优势，维持“推荐”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 589.27 亿元、660.89 亿元、728.73 亿元，归母净利润为 34.34 亿元、36.95 亿元、39.88 亿元，EPS 为 1.62 元、1.75 元、1.88 元，对应 PE 为 5.80 倍、5.39 倍、4.99 倍。

主要财务摘要

项 目	2021	2022E	2023E	2024E
摊薄每股盈利（元）	1.51	1.62	1.75	1.88
净利润增长率	10.09%	7.49%	7.62%	7.92%
市盈率（倍）	6.23	5.80	5.39	4.99
EV/EBITDA（倍）	13.80	18.24	19.25	18.69
EV/销售收入（倍）	1.82	2.19	2.29	2.23
PE/G（倍）	0.62	0.77	0.71	0.63
市净率（倍）	0.96	0.87	0.75	0.64

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价

● 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

目录

1.事件	5
2.核心观点	5
3.投资建议	9
4.风险提示	9

图表目录

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 14.44%	5
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比增长 2.87%	5
图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 20.87%，三费率为 8.04%	6
图表 4 公司 2022 前三季度销售、管理费用率同比下降	6
图表 5 公司 2022 前三季度税金及附加同比下降	6
图表 6 公司 2022 前三季度少数股东损益占比同比下降	6
图表 7 公司 2022 年前三季度销售情况与去年同期对比	6
图表 8 公司 2022 第三季度末剔除预资产负债率为 66.28%	7
图表 9 公司 2022 第三季度末净负债率为 84.06%	7
图表 10 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.16	7
图表 11 公司债务期限结构	7
图表 12 公司 2022 年前三季度发债情况	8
图表 13 公司 2022 年前三季度拿地情况与去年同期对比	8

1. 事件

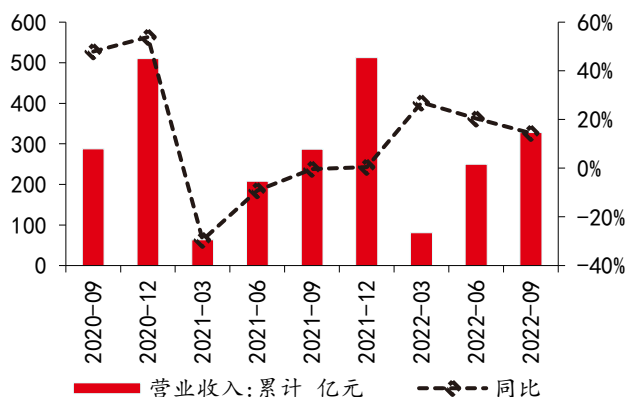
华发股份(600325)发布 2022 年三季度季报，主要内容如下：

2022 年前三季度公司实现营业收入 328.08 亿元，同比增长 14.44%，归母净利润 21.11 亿元，同比增长 2.87%，EPS 0.92 元。其中第三季度单季实现营业收入 78.03 亿元，同比减少 1.18%，归母净利润 2.65 亿元，同比下降 27.42%。

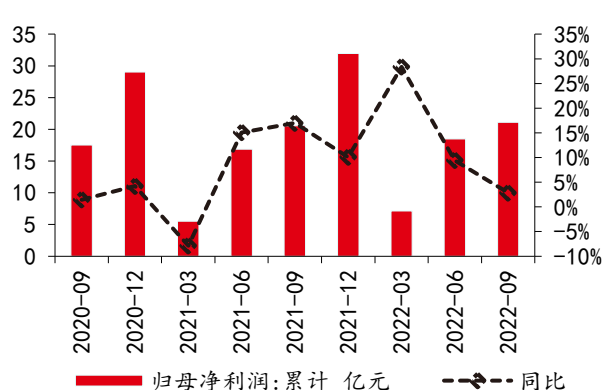
2. 核心观点

业绩微幅增长，主要原因有税金及附加下降、收入上升、少数股东损益占比下降等。公司前三季度归母净利润同比上升 2.87%，业绩实现微幅增长。公司报告期内业绩提升的正向因素主要包括：1) 税金及附加由去年同期的 18.46 亿元下降至 13.70 亿元，2) 营业收入同比上升 14.44%，3) 少数股东损益占比由去年同期的 27.25% 下降至 21.59%，4) 销售费用率和管理费用率分别由去年同期的 3.72% 和 4.92% 下降至 2.94% 和 4.41%。公司业绩的拖累项主要是毛利率下降，前三季度毛利率为 20.87%，去年同期为 27.66%。

图表 1 公司 2022 前三季度营业收入同比增长 14.44%



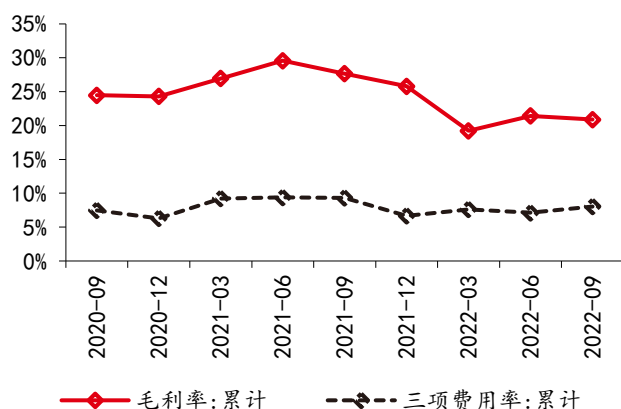
图表 2 公司 2022 前三季度归母净利润同比增长 2.87%



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

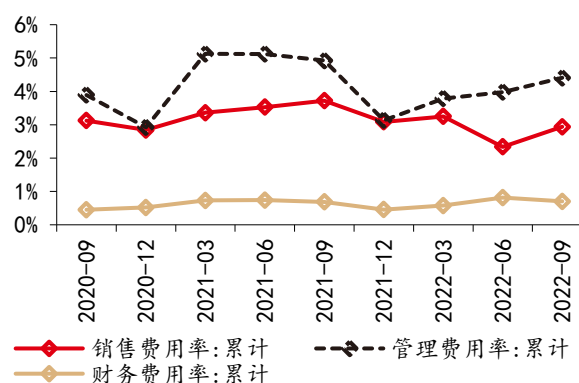
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 3 公司 2022 前三季度毛利率为 20.87%，三费率为 8.04%



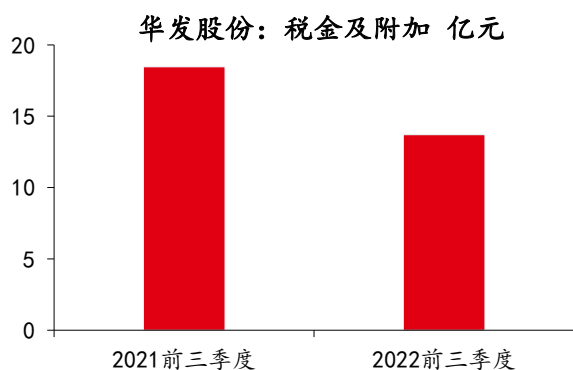
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 4 公司 2022 前三季度销售、管理费用率同比下降



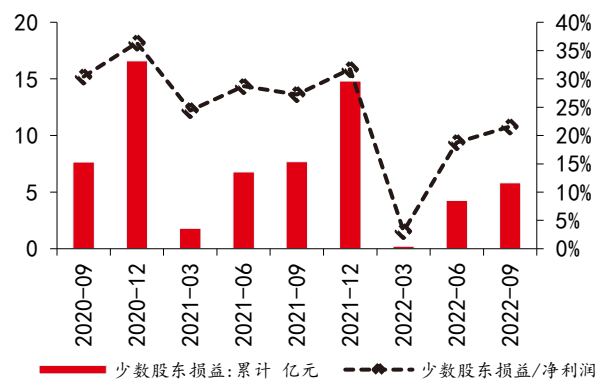
数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 5 公司 2022 前三季度税金及附加同比下降



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

图表 6 公司 2022 前三季度少数股东损益占比同比下降



数据来源: Wind, 公司公告, 中邮证券研究所整理

销售降幅小于行业，销售排名稳步提升，预收楼款充足。2022 年 1-9 月，公司实现销售额 729.5 亿元，同比下降 10.80%，降幅小于行业水平，同期全行业商品住宅销售额同比下降 28.60%。公司销售排名稳步提升，克而瑞数据显示公司销售额排名去年同期为第 39 名，报告期末提升至第 18 名。截至报告期末，公司合同负债为 786.54 亿元，较年初增长 25.32%，同比增长 12.27%，待结算资源较为丰富，助力公司后续业绩稳定发展。

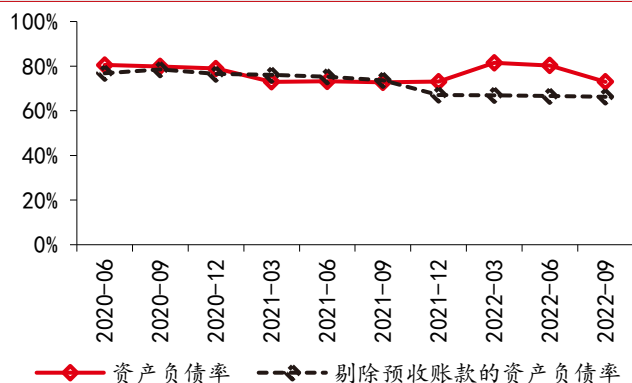
图表 7 公司 2022 年前三季度销售情况与去年同期对比

	2021 年前三季度	2022 年前三季度	同比
公司公告销售额	817.9 亿元	729.5 亿元	-10.81%
行业销售额（商品住宅）	12.2 万亿元	8.7 万亿元	-28.60%
行业排名（克而瑞）	第 39 名	第 18 名	上升 21 名
合同负债	700.7 亿元	786.5 亿元	12.27%

数据来源: Wind, 公司公告, 克而瑞, 中邮证券研究所整理

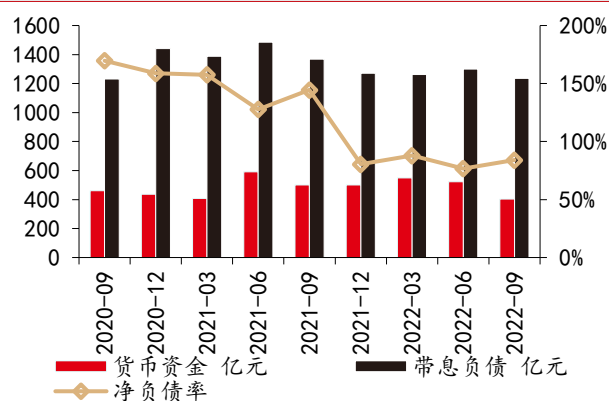
财务保持健康，三道红线维持绿档。截至报告期末，公司“三道红线”继续保持绿档，剔除预收款项的资产负债率为 66.28%，净负债率为 84.06%，现金短债比为 1.16 倍，公司三道红线自 2021 年年末以来持续转绿，提前在缓冲期之内完成降负债要求。此外，公司有息负债期限结构合理，长期负债占比约为 79.51%。

图表 8 公司 2022 第三季度末剔除预资产负债率为 66.28%



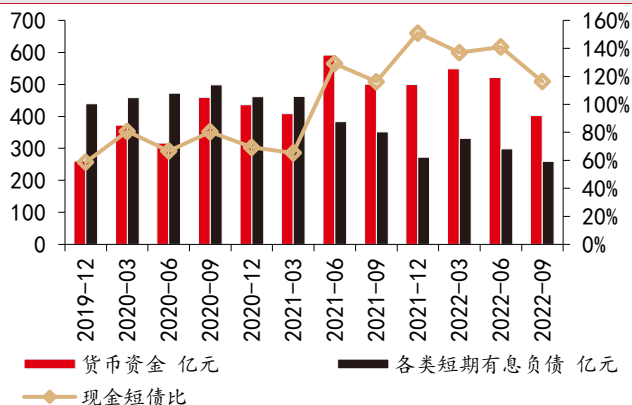
数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 9 公司 2022 第三季度末净负债率为 84.06%



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

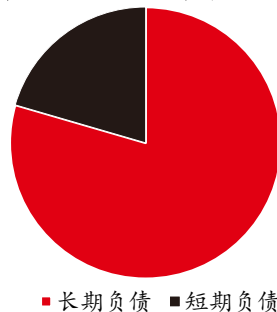
图表 10 公司 2022 第三季度末现金短债比为 1.16



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

图表 11 公司债务期限结构

华发股份：债务期限结构



数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

融资渠道通畅，资金使用效率提升。1-9 月，公司不断拓宽融资渠道，提高公司资金使用效率：发行 2 亿美元债、11.9 亿元的公司债、46.0 亿元的中期票据、6.3 亿交易商协会 ABN、27.6 亿证监会主管 ABS。

图表 12 公司 2022 年前三季度发债情况

证券代码	证券简称	发行日期	发行金额 亿元	币种	期限 年	票面利率 %	证券类别
112018.SH	22 华发优	2022/10/11	5.70	CNY	11.78	5.50	证监会主管 ABS
112019.SH	22 华发次	2022/10/11	0.30	CNY	11.78	0.00	证监会主管 ABS
137752.SH	22 华发 03	2022/09/13	5.00	CNY	5.00	4.80	一般公司债
102281723.IB	22 华发实业 MTN002A	2022/08/08	6.00	CNY	5.00	4.85	一般中期票据
102281724.IB	22 华发实业 MTN002B	2022/08/08	10.00	CNY	5.00	4.70	一般中期票据
180290.SH	华发 RH1C	2022/07/13	3.06	CNY	18.01	0.00	证监会主管 ABS
180289.SH	华发 RH1A	2022/07/13	18.50	CNY	18.01	5.39	证监会主管 ABS
102281460.IB	22 华发实业 MTN001A	2022/07/04	12.00	CNY	5.00	4.94	一般中期票据
102281461.IB	22 华发实业 MTN001B	2022/07/04	18.00	CNY	5.00	4.79	一般中期票据
185640.SH	22 华发 02	2022/04/29	3.00	CNY	5.00	4.90	一般公司债
185641.SH	22 华发 01	2022/04/29	3.90	CNY	5.00	4.70	一般公司债
082280444.IB	22 华发实业 ABN001 次	2022/04/26	0.30	CNY	19.96	0.00	交易商协会 ABN
082280443.IB	22 华发实业 ABN001 优先	2022/04/26	6.00	CNY	19.96	5.50	交易商协会 ABN
4462.HK	华发股份 4.2% N20230126	2022/01/27	2.00	USD	1.00	4.20	美元债

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

公司聚焦核心城市，拿地强度显著提升。今年 1-9 月公司拿地力度明显提升，拿地强度达到 56.25%，高于去年同期的 28.04%。公司拿地聚焦核心城市，1-9 月在上海、杭州、珠海拿地金额占比高达 89.55%，远超去年同期的 6.02%。项目方面，1-9 月公司新增项目 16 个，拿地金额共计 410.32 亿元，计容建面共计 138.54 万平方米。

图表 13 公司 2022 年前三季度拿地情况与去年同期对比

拿地情况	2021 年前三季度	2022 年前三季度	同比
项目数量	12 个	16 个	增加 4
计容建面（万平方米）	131.87	138.54	上升 5.06%
拿地金额（亿元）	229.37	410.32	上升 78.89%
拿地强度：拿地金额/销售金额	28.04%	56.25%	上升 28.21 个百分点
拿地均价（元/平方米）	17393.65	29617.44	上升 70.28%
珠海、上海、杭州拿地金额占比	6.02%	89.55%	上升 83.53 个百分点

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所整理

3. 投资建议

拿地强度明显提升，销售排名稳步提高，未来发展有望充分享受优势，维持“推荐”评级。预计 2022-2024 年营业收入为 589.27 亿元、660.89 亿元、728.73 亿元，归母净利润为 34.34 亿元、36.95 亿元、39.88 亿元，EPS 为 1.62 元、1.75 元、1.88 元，对应 PE 为 5.80 倍、5.39 倍、4.99 倍。

4. 风险提示

房地产行业政策调整存在不确定性，结算节奏与毛利率存在不确定性。

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51241	58927	66089	72873
营业成本	38020	44555	50178	55320
毛利	13220	14372	15911	17553
%营业收入	25.80%	24.39%	24.08%	24.09%
营业税金及附加	3361	3866	4335	4780
%营业收入	6.56%	6.56%	6.56%	6.56%
销售费用	1582	1819	2041	2250
%营业收入	3.09%	3.09%	3.09%	3.09%
管理费用	1527	1911	1999	2247
%营业收入	2.98%	3.24%	3.02%	3.08%
财务费用	235	282	382	462
%营业收入	0.46%	0.48%	0.58%	0.63%
资产减值损失	-92	-72	-61	-61
公允价值变动收益	20	24	28	34
投资收益	575	575	575	575
营业利润	6962	7021	7696	8362
%营业收入	13.59%	11.91%	11.64%	11.47%
营业外收支	-133	-67	-102	-100
利润总额	6829	6954	7594	8262
%营业收入	13.33%	11.80%	11.49%	11.34%
所得税费用	2152	1927	2185	2423
净利润	4677	5027	5410	5838
归属母公司股东净利润	3195	3434	3695	3988
少数股东损益	1482	1593	1714	1850
EPS（元/股）	1.51	1.62	1.75	1.88

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	35606	-33279	-18824	-7621
取得投资收益收回现金	355	575	575	575
长期股权投资	-7176	-2147	-2362	-2598
无形资产投资	268	-156	-140	-188
固定资产投资	-29905	-131	-1839	-1514
其他	-7527	22	27	33
投资活动现金流净额	-43986	-1681	-3598	-3504
债券融资	0	0	0	0
股权融资	33599	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-6472	7717	8489	9338
筹资成本	-10190	-918	-1541	-1734
其他	-1911	43159	34973	28869
筹资活动现金流净额	15027	49958	41921	36473
现金净流量	6647	14998	19498	25347

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	49994	64992	84490	109837
交易性金融资产	41	41	41	41
应收账款	328	117	163	208
存货	217378	254596	287446	317459
预付账款	3720	7420	6812	7378
其他流动资产	41226	50027	54832	60139
流动资产合计	312687	377192	433783	495063
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	21475	23622	25985	28583
投资性房地产	12039	12100	12160	12222
固定资产合计	2795	3529	4716	5577
无形资产	469	594	699	848
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3816	3625	3444	3271
其他非流动资产	1776	685	801	786
资产总计	355057	421348	481587	546351
短期贷款	1030	37007	69039	94534
应付款项	31283	22013	29436	34238
预收账款	63307	79195	79535	91890
应付职工薪酬	144	151	161	191
应交税费	2021	2190	2476	2771
其他流动负债	55022	66787	72685	78676
流动负债合计	152807	207343	253333	302300
长期借款	77170	84887	93376	102713
应付债券	22699	22699	22699	22699
递延所得税负债	203	207	211	215
其他非流动负债	6287	6601	6931	7278
负债合计	259166	321737	376550	435205
归属母公司股东权益	20819	22945	26658	30917
少数股东权益	75073	76665	78380	80229
股东权益	95891	99611	105037	111146
负债及股东权益	355057	421348	481587	546351

基本指标

EPS	1.51	1.62	1.75	1.88
BVPS	45.29	47.05	49.61	52.50
PE	6.23	5.80	5.39	4.99
PEG	0.62	0.77	0.71	0.63
PB	0.96	0.87	0.75	0.64
EV/EBITDA	13.80	18.24	19.25	18.69
ROE	15.35%	14.97%	13.86%	12.90%

数据来源：Wind，公司公告，中邮证券研究所预测

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。