

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华发股份(600325)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**

江宇辉 地产行业首席分析师

执业编号: S1500522010002

联系电话: 18621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

收购项目增厚核心资产，土储供给优势厚积薄发

2023年1月8日

➤ 事件:

1) 2023年1月4日，公司全资子公司珠海华发收购深圳融创文旅持有的融华置地51%股权及深圳融创文旅对融华置地的债权及利息，其中股权收购价35.7亿元，债权收购价0.12亿元，购完成后珠海华发将持有融华置地100%股权。

2) 2023年1月4日，公司非公开发行A股股票申请获中国证监会受理。

➤ **收购合作项目股权，化解风险增厚核心资产。**珠海华发与深圳融创文旅于2020年11月6日签订《深圳市宝安区冰雪文旅地块项目合作开发协议》等相关协议，双方合资设立项目公司融华置地作为项目地块的开发主体，其中华发房产认缴出资34.3亿元，持有49%股权，融创文旅认缴出资35.7亿元，持有项目公司51%股权。经资产评估机构采用资产基础法进行评估，截至2022年11月30日，融华置地股东全部权益评估价值为70.0亿元，评估增值5621.69万元，增值率为0.81%。此次交割完成后，珠海华发应向融华置地提供股东借款以足额向政府相关部门缴纳地块剩余地价款63.55亿元。同时，融创集团在2025年11月23日前保留了对深圳融华置地51%股权的回购权。本次首期股权收购价款20.82亿元，其余尾期股权收购价款将以其他地块中的冰雪项目、商办等项目公司未售物业按照成本价等额冲抵，预计实际资金占有量不大，此次收购以较小资金占用量化解合作方风险，同时增厚核心资产。

➤ **深圳冰雪文旅城为深圳标杆项目，发展潜力大。**2020年11月23日，深圳融华经公开竞投获得位于深圳市宝安区沙井街道地块，成交总价为人民币127.1亿元，用地性质有商业用地、居住用地、游乐设施用地等，项目总占地面积43.68万平方米，计容积率建筑面积131.07万平方米，具体包括办公74.25万平，住宅(可售型人才房)30万平，游乐设施10万平，商业9.97万平，配套酒店4.9万平，公共配套设施1.95万平，计划总投资183亿元。深圳冰雪城项目位于深圳市宝安区大空港片区、国际会展中心板块，计划建成集世界最大室内雪世界、冰雪主题酒店、冰雪主题商街等设施于一体的世界级文旅项目，在2021年深圳市人民政府工作报告中就已被列入深圳宝安重大项目计划，项目区位优势显著，未来销售潜力可观。在冰雪文旅稀缺的南方地区，深圳冰雪文旅城项目发展潜力大，市场期望高，有望被打造成为“湾区极地，世界冰城”的深圳休闲度假旅游新名片，预估每年吸引成熟客流约125万人次，预计在2025年11月运营开业，同时公司也将结合项目实际情况及投资运营计划稳步推进住宅、商业、酒店及办公等业态的开发建设进度。

➤ **创新合作、盘活资产，助力项目恢复开发运营。**公司作为深圳冰雪文旅城的合作开发方之一，收购项目剩余股权能更好的保障项目后续的开发、销售和运营等工作顺利推进，从而盘活存量项目。同时，本次收购完成后，公司与深圳融创文旅仍将设立合资公司，共同负责项目后续的开发建设及销售、冰雪项目及酒店项目的运营管理服务，其中持有型物业仍然由冰雪开发、运营经验成熟的深圳融创文旅经营，这种创新的合作模式将助力深圳冰雪文旅城尽快恢复开发运营。

➤ **定增募资增强资本实力，行业低潮抓收并购机遇。**公司此前14亿元收购融创昆明文旅城二期40%股权，化解合作项目风险，旧改方面也在2022年2月接手珠海联安村城市更新项目。2022年12月公司发布定增预案募资60亿元，截至23年1月5日定增已获证监会受理，预计可以补充15亿元流动资金，同时公司在2022年融资渠道畅通，发行56亿元中票(其中22年11月发行1笔10亿元并购中票)、11.9亿元公司债及50.68亿元ABS与ABN，年初还发行2亿美元境外债，截至2022年三季报在手现金403亿元，资本实力增强、融资渠道丰富，有望支持公司在行业低潮时抓住收并购机遇，化解合资项目风险，优化商业运营的核心竞争力，夯实“一核两翼”业务战略。

➤ **坚守核心城市销售排名大幅提升，保持拿地节奏布局核心区域，维持“买入”评级。**据克尔瑞口径，公司2022年全年实现全口径销售金额1202.4亿元，同比下降1.4%，全口径销售面积400.9万平，同比下降14.5%，其中上海单城销售

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

金额 297.46 亿元，销售贡献率达到 24.7%，较 2021 年销售贡献率 7.28% 有明显提升，百强房企排名由 2021 年底第 32 名提升 14 名至第 18 名，提升幅度较大。2022 年以来公司保持拿地节奏，根据克而瑞数据，2022 年公司共拿地 22 宗，成交总价 409.5 亿元，同比上升 124.8%，规划建面 187.0 万平，同比增长 30.4%，拿地强度由 2021 年 14.9% 上升至 34.1%，其中公司今年提高在高能级核心城市的拿地力度，在上海、杭州、成都和珠海都有斩获，一线/二线/三线城市新增土储规划建面占比分别为 31.46%/60.34%/8.20%，拿地金额占比分别为 61.54%/36.17%/2.29%，其中公司 2022 年在上海权益拿地金额 219.09 亿元，位列上海权益拿地金额榜单第一名。公司 2022 年抓住土地市场机遇，积极布局核心城市核心区域，补充核心城市核心区域土地储备，我们认为后续市场或将仍然延续城市分化，特别是如果需求端政策继续放松，核心城市核心区域有望率先量价提振，公司则有望凭借 22 年以来更加丰富的核心区域土储受益于供给端分化，实现销售的持续增加，因此维持公司“买入”评级。

➤ **风险因素：** 房地产调控政策收紧或放松不及预期，地产行业销售下行幅度超预期，公司地产开发业务和其他业务拓展不及预期，本次收购事项进展不及预期。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	51,006	51,241	60,068	65,884	71,015
增长率 YoY %	53.9%	0.5%	17.2%	9.7%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,902	3,195	3,513	3,839	4,297
增长率 YoY%	4.3%	10.1%	10.0%	9.3%	11.9%
毛利率%	24.3%	25.8%	24.4%	24.0%	24.2%
净资产收益率 ROE%	13.8%	15.3%	16.8%	15.5%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.51	1.66	1.81	2.03
市盈率 P/E(倍)	7.32	6.65	6.05	5.54	4.95
市净率 P/B(倍)	1.01	1.02	1.02	0.86	0.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 1 月 6 日收盘价

图表 1: 深圳冰雪文旅城位于空港新城核心区域



资料来源: 深圳冰雪文旅城公众号, 信达证券研发中心

图表 2: 深圳冰雪文旅城效果图



资料来源: 深圳冰雪文旅城公众号, 信达证券研发中心

图表 3: 公司 2022 年拿地情况明细

序号	城市	土地属性	规划建面 (万平)	成交总价 (亿元)	成交楼板价 (元/㎡)	溢价率(%)
1	珠海	商住	3.97	5.63	14196	0.00
2	珠海	商住	13.30	13.10	9846	0.00
3	珠海	纯住宅	8.69	7.59	8737	0.00
4	珠海	商住	11.33	13.34	11773	0.00
5	珠海	纯住宅	4.40	5.29	12035	0.00
6	珠海	纯住宅	34.94	34.65	9918	0.00
7	中山	纯住宅	6.92	6.92	10000	0.00
8	云浮	商住	4.09	1.23	3010	0.00
9	云浮	商住	2.84	0.71	2487	0.00
10	云浮	商住	1.49	0.52	3509	0.00
11	武汉	纯住宅	4.32	7.35	17014	0.00
12	苏州	纯住宅	5.21	14.36	27592	14.97
13	上海	商住	16.70	80.37	48128	0.00
14	上海	纯住宅	5.26	26.58	50573	8.99
15	上海	纯住宅	7.36	29.86	40581	9.39
16	上海	商住	11.02	44.89	40739	9.36
17	上海	纯住宅	10.38	31.59	30435	1.28
18	上海	纯住宅	2.36	9.65	40875	8.00
19	上海	纯住宅	5.74	29.06	50653	8.68
20	杭州	纯住宅	5.42	11.09	20470	12.00
21	成都	纯住宅	3.85	6.50	16900	0.00
22	成都	纯住宅	17.40	29.23	16800	0.60

资料来源: 克而瑞, 信达证券研发中心

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元	
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	312,687	317,838	328,223	342,374	营业收入	51,241	60,068	65,884	71,015	
货币资金	49,994	39,786	50,362	38,088	营业成本	38,020	45,392	50,100	53,835	
应收票据	0	0	0	0	营业税金及附加	3,361	3,940	4,322	4,659	
应收账款	328	506	226	168	销售费用	1,582	1,862	2,042	2,201	
预付账款	3,720	2,270	2,505	2,692	管理费用	1,527	2,102	2,306	2,486	
存货	217,378	234,022	233,579	259,910	研发费用	79	108	119	128	
其他	41,267	41,255	41,550	41,516	财务费用	235	-518	-152	-577	
非流动资产	42,370	48,216	54,003	59,728	减值损失合计	-1	0	0	0	
长期股权投资	21,475	26,475	31,475	36,475	投资净收益	575	673	738	795	
固定资产(合计)	2,795	3,640	4,409	5,110	其他	-48	24	26	28	
无形资产	469	544	614	674	营业利润	6,962	7,878	7,911	9,107	
其他	17,631	17,557	17,506	17,469	营业外收支	-133	-132	-132	-200	
资产总计	355,057	366,054	382,226	402,102	利润总额	6,829	7,746	7,779	8,907	
流动负债	152,807	164,944	177,779	190,050	所得税	2,152	2,442	2,452	2,808	
短期借款	1,030	130	230	430	净利润	4,677	5,304	5,327	6,100	
应付票据	1,321	1,074	1,152	1,240	少数股东损益	1,482	1,681	1,688	1,933	
应付账款	31,283	36,806	38,345	42,408	归属母公司净利润	3,195	3,513	3,839	4,297	
其他	119,172	126,934	138,051	145,971	EBITDA	6,937	6,980	7,373	8,149	
非流动负债	106,359	103,359	101,359	102,859	EPS(当年)(元)	1.34	1.66	1.81	2.03	
长期借款	77,170	73,170	72,170	73,170						
其他	29,189	30,189	29,189	29,689						
负债合计	259,166	268,303	279,137	292,909						
少数股东权益	75,073	76,864	78,352	80,155						
归属母公司股东权益	20,819	20,888	24,737	29,038						
负债和股东权益	355,057	366,054	382,226	402,102						
重要财务指标					单位:百万元	现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E		会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	51,241	60,068	65,884	71,015		经营活动现金流	36,061	4,216	19,439	-6,997
同比(%)	0.5%	17.2%	9.7%	7.8%		净利润	4,677	5,304	5,327	6,100
归属母公司净利润	3,195	3,513	3,839	4,297		折旧摊销	336	293	352	415
同比(%)	10.1%	10.0%	9.3%	11.9%		财务费用	722	1,481	1,440	1,438
毛利率(%)	25.8%	24.4%	24.0%	24.2%		投资损失	-235	-235	-673	-738
ROE%	15.3%	16.8%	15.5%	14.8%		营运资金变动	31,265	-2,322	12,927	-14,354
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.66	1.81	2.03		其它	-704	132	132	200
P/E	6.65	6.05	5.54	4.95		投资活动现金流	-43,986	-5,598	-5,533	-5,544
P/B	1.02	1.02	0.86	0.73		资本支出	-29,905	-1,271	-1,271	-1,339
EV/EBITDA	12.52	14.57	12.10	12.66		长期投资	-11,426	-5,000	-5,000	-5,000
						其他	-2,655	673	738	795
						筹资活动现金流	15,027	-8,830	-3,334	262
						吸收投资	33,599	-307	0	0
						借款	92,782	-4,900	-900	1,200
						支付利息或股息	-10,190	-2,455	-1,440	-1,438
						现金流净增加额	7,106	-10,208	10,577	-12,274

研究团队简介

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

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

评级说明

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

风险提示

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

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