

销售排名逆势提升，“1+3”格局初步成型

投资要点

- 业绩点评：**2022年公司实现营业收入591.9亿元，同比增长15.5%；净利润47.3亿元，同比增长1.1%；归母净利润25.8亿元，同比下降19.3%。
- 销售排名逆势提升，土地储备充足。**2022年全年实现销售1202亿元，销售面积401万平方米，位列克而瑞销售榜第18位，较2021年提升14位，行业地位逆势提升。公司“4+1”业务格局不断夯实，华东大区/珠海大区/华南大区/北方大区/北京区域销售占比分别为64.8%/15.1%/13.9%/3.3%/3.0%，稳居珠海龙头地位。公司紧抓销售回款，实现回款金额722.7亿元，同比增长2.2%，资金回笼保持稳健态势。期末预收楼款达871.6亿元，较年初增长28%，待结算资源充沛。期末公司拥有土地储备总建筑面积386万平方米，在建面积1385万平方米，土地储备充足。2022年公司抓市场机遇积极补充优质土储，在珠海、杭州、上海、成都等深耕城市获取多个优质项目，新增土地货值约718亿元，位居行业第12位。
- 商业板块推进全国化布局，多元业务协同发展。**公司已初步形成以住宅为主业，商业运营、物业管理与上下游产业链为支撑的“1+3”发展格局。截至期末公司商业板块已进驻全国16个重点城市，持续提升经营品质。上下游产业链稳步发展，期内更新多个旧改项目，华实中建成功打入香港市场，优生活公司实现三条产品线、三条业务线全国化落地。
- 财务持续稳健，融资渠道通畅。**公司坚守风险底线，“三道红线”持续稳居绿档，并不断提高资金运作水平，优化融资结构，全年公开发行境内债券超160亿元；租赁住房类REITs储架规模过百亿，存续份额位居市场前列，是行业内首批启动定向发行A股股票工作的企业之一，拟募集资金60亿元，目前已获上交所受理。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润复合增速为9.9%，考虑到公司财务健康，销售和拿地呈现逆势提升，多元业务协同稳步发展，维持“买入”评级。
- 风险提示：**竣工交付不及预期、销售及回款不及预期、政策调控风险。

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
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) | 6.44-11.66 |
| 总市值(亿元) | 220.61 |
| 总资产(亿元) | 3,550.57 |
| 每股净资产(元) | 8.00 |

相关研究

- 华发股份(600325)：销售恢复势头良好，多元协同发展稳健 (2022-10-30)
- 华发股份(600325)：企业逆势增长韧性足，一体两翼业务多元发展 (2022-08-31)
- 华发股份(600325)：珠海龙头业绩强劲，产品赋能销售稳健 (2022-05-01)
- 华发股份(600325)：“一核两翼”加速腾飞，经营业绩稳定增长 (2022-04-11)

| 指标/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 59189.81 | 66244.47 | 72842.45 | 79369.43 |
| 增长率 | 15.51% | 11.92% | 9.96% | 8.96% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2577.82 | 2897.97 | 3163.21 | 3416.79 |
| 增长率 | -19.31% | 12.42% | 9.15% | 8.02% |
| 每股收益EPS(元) | 1.22 | 1.37 | 1.49 | 1.61 |
| 净资产收益率ROE | 4.32% | 3.67% | 3.88% | 4.05% |
| PE | 8.7 | 7.7 | 7.1 | 6.5 |
| PB | 0.20 | 0.19 | 0.19 | 0.18 |

数据来源：Wind, 西南证券

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到公司销售较为稳健，且公司逆势补充土储，未来可售货值充足，预计 2023-2025 年公司房地产结算金额增速为 12%/10%/9%；

假设 2：2023-2025 年公司其他业务营收增速为 10%/9%/8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-----|-------|--------|--------|--------|
| 房地产 | 收入 | 56784 | 63598 | 69958 | 76254 |
| | 增速 | 16.8% | 12.0% | 10.0% | 9.0% |
| | 毛利率 | 20.2% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 其他业务 | 收入 | 2406 | 2646 | 2885 | 3115 |
| | 增速 | -9% | 10.0% | 9.0% | 8.0% |
| | 毛利率 | 18.7% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| 合计 | 收入 | 59190 | 66244 | 72842 | 79369 |
| | 增速 | 15.5% | 11.92% | 9.96% | 8.96% |
| | 毛利率 | 20.2% | 19.96% | 19.96% | 19.96% |

数据来源：wind，西南证券

风险提示

竣工交付低于预期、拿地和销售回款低于预期、地产调控风险等。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 营业收入 | 59189.81 | 66244.47 | 72842.45 | 79369.43 | 净利润 | 4726.12 | 4261.72 | 4651.78 | 5024.68 |
| 营业成本 | 47242.72 | 53022.04 | 58302.81 | 63526.70 | 折旧与摊销 | 238.20 | 185.90 | 185.90 | 185.90 |
| 营业税金及附加 | 2610.34 | 3842.18 | 4224.86 | 4603.43 | 财务费用 | 228.95 | 317.97 | 349.64 | 380.97 |
| 销售费用 | 1900.10 | 1987.33 | 2185.27 | 2381.08 | 资产减值损失 | -759.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 1758.33 | 1987.33 | 2185.27 | 2381.08 | 经营营运资本变动 | -16333.19 | -13292.97 | 3289.66 | -5932.24 |
| 财务费用 | 228.95 | 317.97 | 349.64 | 380.97 | 其他 | 50243.69 | -505.48 | -623.73 | -583.18 |
| 资产减值损失 | -759.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 38344.23 | -9032.86 | 7853.25 | -923.85 |
| 投资收益 | 1538.13 | 550.00 | 550.00 | 550.00 | 资本支出 | -739.59 | -1500.00 | -1500.00 | -1500.00 |
| 公允价值变动损益 | 173.21 | 50.00 | 50.00 | 50.00 | 其他 | -45790.27 | 4229.49 | -1160.91 | -580.39 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -46529.86 | 2729.49 | -2660.91 | -2080.39 |
| 营业利润 | 6249.05 | 5687.61 | 6194.59 | 6696.17 | 短期借款 | -995.52 | -34.89 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 33.95 | -5.31 | 7.78 | 3.41 | 长期借款 | 5414.57 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 利润总额 | 6283.00 | 5682.30 | 6202.37 | 6699.58 | 股权融资 | -216.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 1556.88 | 1420.57 | 1550.59 | 1674.89 | 支付股利 | 0.00 | -733.25 | -799.81 | -860.06 |
| 净利润 | 4726.12 | 4261.72 | 4651.78 | 5024.68 | 其他 | 6798.46 | 3561.75 | 700.36 | 669.03 |
| 少数股东损益 | 2148.30 | 1363.75 | 1488.57 | 1607.90 | 筹资活动现金流净额 | 11001.47 | 2843.62 | -49.45 | -141.04 |
| 归属母公司股东净利润 | 2577.82 | 2897.97 | 3163.21 | 3416.79 | 现金流量净额 | 2818.28 | -3459.75 | 5142.88 | -3145.29 |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 财务分析指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 52831.56 | 49371.82 | 54514.70 | 51369.41 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 5581.88 | 6607.21 | 7138.69 | 7824.47 | 销售收入增长率 | 15.51% | 11.92% | 9.96% | 8.96% |
| 存货 | 243544.28 | 275703.61 | 279842.48 | 292211.80 | 营业利润增长率 | -10.24% | -8.98% | 8.91% | 8.10% |
| 其他流动资产 | 48922.51 | 53681.94 | 59400.33 | 64582.39 | 净利润增长率 | 1.06% | -9.83% | 9.15% | 8.02% |
| 长期股权投资 | 25217.37 | 25267.37 | 25337.37 | 25427.37 | EBITDA 增长率 | -8.60% | -7.81% | 8.70% | 7.92% |
| 投资性房地产 | 16773.00 | 12620.39 | 13810.91 | 14401.43 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 3479.55 | 4338.59 | 5197.63 | 6056.67 | 毛利率 | 20.18% | 19.96% | 19.96% | 19.96% |
| 无形资产和开发支出 | 509.04 | 982.08 | 1455.11 | 1928.15 | 三费率 | 6.57% | 6.48% | 6.48% | 6.48% |
| 其他非流动资产 | 5831.88 | 6313.91 | 6795.93 | 7277.96 | 净利润率 | 7.98% | 6.43% | 6.39% | 6.33% |
| 资产总计 | 402691.07 | 434886.90 | 453493.14 | 471079.64 | ROE | 4.32% | 3.67% | 3.88% | 4.05% |
| 短期借款 | 34.89 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 1.17% | 0.98% | 1.03% | 1.07% |
| 应付和预收款项 | 36428.52 | 51180.17 | 58518.96 | 65700.96 | ROIC | 2.99% | 2.53% | 2.62% | 2.77% |
| 长期借款 | 82584.49 | 82634.49 | 82684.49 | 82734.49 | EBITDA/销售收入 | 11.35% | 9.35% | 9.24% | 9.15% |
| 其他负债 | 174193.82 | 184894.83 | 192260.31 | 198450.19 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 293241.72 | 318709.49 | 333463.76 | 346885.64 | 总资产周转率 | 0.16 | 0.16 | 0.16 | 0.17 |
| 股本 | 2117.16 | 2117.16 | 2117.16 | 2117.16 | 固定资产周转率 | 20.81 | 23.48 | 27.17 | 31.25 |
| 资本公积 | 710.39 | 710.39 | 710.39 | 710.39 | 应收账款周转率 | 96.78 | 78.44 | 82.85 | 80.71 |
| 留存收益 | 15114.87 | 17279.60 | 19643.00 | 22199.72 | 存货周转率 | 0.20 | 0.20 | 0.21 | 0.22 |
| 归属母公司股东权益 | 19742.81 | 25107.12 | 27470.52 | 30027.24 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 122.08% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 89706.54 | 91070.29 | 92558.86 | 94166.76 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 109449.35 | 116177.41 | 120029.38 | 124194.00 | 资产负债率 | 72.82% | 73.29% | 73.53% | 73.64% |
| 负债和股东权益合计 | 402691.07 | 434886.90 | 453493.14 | 471079.64 | 带息债务/总负债 | 36.12% | 33.25% | 31.81% | 30.61% |
| 业绩和估值指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动比率 | 2.02 | 1.94 | 1.89 | 1.85 |
| EBITDA | 6716.20 | 6191.48 | 6730.13 | 7263.04 | 速动比率 | 0.62 | 0.55 | 0.57 | 0.55 |
| PE | 8.66 | 7.70 | 7.05 | 6.53 | 股利支付率 | 0.00% | 25.30% | 25.28% | 25.17% |
| PB | 0.20 | 0.19 | 0.19 | 0.18 | 每股指标 | | | | |
| PS | 0.38 | 0.34 | 0.31 | 0.28 | 每股收益 | 1.22 | 1.37 | 1.49 | 1.61 |
| EV/EBITDA | 6.66 | 9.67 | 7.54 | 7.12 | 每股净资产 | 51.70 | 54.87 | 56.69 | 58.66 |
| 股息率 | 0.00% | 3.29% | 3.58% | 3.85% | 每股经营现金 | 18.11 | -4.27 | 3.71 | -0.44 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.35 | 0.38 | 0.41 |

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | |
|------|--|
| | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间 |
| 公司评级 | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
| | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上 |
| 行业评级 | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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 |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 汪艺 | 销售经理 | 13127920536 | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn |
| | 岑宇婷 | 销售经理 | 18616243268 | 18616243268 | cryf@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn |
| | 陈阳阳 | 销售经理 | 17863111858 | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 销售经理 | 18801732511 | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn |
| | 谭世泽 | 销售经理 | 13122900886 | 13122900886 | tsz@swsc.com.cn |
| 北京 | 卞黎旸 | 销售经理 | 13262983309 | 13262983309 | bly@swsc.com.cn |
| | 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 |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 高级销售经理 | 15652285702 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn |
| | 胡青璇 | 销售经理 | 18800123955 | 18800123955 | hqx@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 |
| | 巢语欢 | 销售经理 | 13667084989 | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| 广深 | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yyx@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | 18208801355 | cryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn |