

华发股份(600325.SH)

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: S15005220100002
联系电话: +86 18621759430
邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

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

营收同比大幅增长，定增募资顺利完成

——华发股份(600325.SH) 2023 年三季度点评

2023 年 11 月 9 日

本期内容提要:

◆事件:

- 1) 公司发布 2023 年第三季度报告, 2023 年前三季度实现营业收入 472.51 亿元, 同比增长 40.24%; 实现归母净利润 22.01 亿元, 同比增长 1.14%; 实现经营性现金流量净额 463.04 亿元, 同比增长 114.90%。
- 2) 11 月 2 日公司发布《珠海华发实业股份有限公司向特定对象发行股票之上市公告书》: 向特定对象发行股票数量为 6.35 亿股, 发行规模为 51.24 亿元, 发行价格为 8.07 元/股。

◆**结算节奏加快营收同比实现大幅增长, 毛利率承压拖累净利润增速较弱。**公司 2023 年前三季度实现营业收入 472.51 亿元, 同比增长 40.24%, 营收实现逆势增长, 主要由于公司结算节奏加快, 房地产结转收入增加。前三季度公司实现归母净利润 22.01 亿元, 同比增长 1.14%, 归母净利润增速弱于营收增速主要由于: 1) 毛利率持续承压: 受到前期低毛利率项目进入结转周期影响, 公司毛利率水平持续承压, 前三季度毛利率 17.72%, 较去年同期下降 3.15pct; 2) 权益比例下降: 公司上半年少数股东损益占比较上年同期上升 7.7pct; 3) 销售费用率上升: 受当期销售规模增长影响公司销售费用率小幅上升, 2023 前三季度销售费用率 1.35%, 较去年同期上升 0.02pct, 管理费用率为 1.26%, 较去年同期改善 0.62pct。随着公司低毛利率项目结算完毕, 毛利率和权益比水平较高的地块逐步进入结转, 公司后续有望进入业绩释放期。

◆**销售: 销售业绩持续突破, 深耕区域优势凸显。**2023 年前三季度公司实现销售金额 1035.8 亿元, 较去年同期增长 41.99%; 销售面积 325.9 万平方米, 较去年同期增长 29.02%。1-10 月公司实现销售金额 1120 亿元, 根据克而瑞数据, 公司 1-10 月在上海实现权益销售金额 253.10 亿元, 同比大幅提升 80.63%, 位列上海权益销售金额榜单第 2 名, 较去年同期提升 3 名, 上海区域优势凸显; 1-10 月在珠海实现销售金额 183.04 亿元, 同比提升 17.88%, 公司大本营区域深耕优势保持。

◆**拿地: 持续聚焦热点城市, 多渠道获取土地资源。**2023 年公司保持拿地节奏, 1-9 月公司在广州、上海等城市获取 14 宗地块(不含深圳冰雪城、珠海联安村项目), 根据 CREIS 数据, 14 宗地块总地价 298.3 亿元, 较去年同期下降 27.42%, 总规划建筑面积 161.1 万平, 较去年同期提升 17.23%, 其中地块均位于上海、杭州、西安、南京、成都、长沙、苏州等核心城市。10 月公司以 17.33 亿的报价摇中青浦赵巷镇地块, 截至 10 月公司 2023 年在上海共拓展地价 107.2 亿元, 积极补货公司深耕核心城市, 有望保持供给优势。此外, 公司积极通过多渠道拿地布局核心城市, 保障核心城市土地储备, 8 月公司全资子公司与招商局蛇口全资子公司组成的联合体, 成为上海静安区天目社区 C070102 单元 04-05、05-01 地块历史风貌保护项目实施主体, 房地联动房价达 21 万元/平方米。

定增募资顺利完成, 财务结构进一步改善。截至 2023 年三季度, 公司三道红线保持绿档, 净负债率为 64.8%, 现金短债比为 1.95 倍, 剔除预收款资产负债率 64.9%。10 月末公司定增顺利完成, 最终发行价格为 8.07 元/股, 发行股份数量为 63.5 亿股, 认购总金额为 51.24 亿元, 确定包括公司控股股东华发集团在内的 17 名对象获得配售, 实际募资净额 50.38 亿元。定增完成后: 1) 财务结构进一步改善: 定增完成后公司现金短债比提升 0.18 倍, 净负债率下降 6.59pct, 剔除预收款资产负债率下降 0.9pct; 2) 控股股东持股比例提升: 控股股东华发集团认购 14.60 亿元(占比 28.5%), 定增完成后持股比例从 24.20%提升到 26.34%。控股股东华发集团除定增认购提升持股比例外, 9 月末发布增持计划, 截至 10 月 17 日已增持 2121 万股, 占公司总股本的 1.002%。在当前行业信用仍然不稳定的背景下, 公司定增顺利发行后资产负债结构得以优化, 信用优质特点再次强化, 同时大股东积极增持公司股份, 彰显对于公司长期发展的信心, 公司国资背景得以强化, 未来有望在项目资源等方面持续得到控股股东的强力支持。

◆**维持公司“买入”评级。**公司凭借城市深耕和供给优势, 行业排名不断提升, 2023 年销售表现亮眼, 待结算资源丰富; 同时公司 2022 年以来积极拓展核心城市优质地块, 在维持公司供给优势的同时, 随着优质地块逐步进入结算, 公司毛利率企稳, 有望进入业绩释放期。预计公司 2023-2025 年 EPS(按最新股本摊薄)为 0.98/1.06/1.23 元/股, 维持“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; 公司房地产销售不及预期

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	51,241	59,190	68,843	78,833	88,814
同比(%)	0.5%	15.5%	16.3%	14.5%	12.7%
归属母公司净利润（百万元）	3,195	2,578	2,695	2,913	3,376
同比(%)	10.1%	-19.3%	4.6%	8.1%	15.9%
毛利率(%)	25.8%	20.2%	18.8%	19.7%	20.5%
ROE(%)	15.3%	13.1%	9.9%	9.9%	10.6%
EPS（摊薄）（元）	1.16	0.94	0.98	1.06	1.23
P/E	7.19	8.91	8.53	7.89	6.81
P/B	1.10	1.16	0.84	0.78	0.72

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年11月8日收盘价

注：EPS为按定增后最新股本摊薄

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	350,880	417,291	449,169	498,142	
货币资金	52,832	23,632	48,991	13,773	
应收票据	4	4	5	5	
应收账款	883	1,704	1,630	1,644	
预付账款	3,422	4,917	5,697	6,356	
存货	243,544	315,175	317,782	388,414	
其他	50,195	71,859	75,064	87,950	
非流动资产	51,811	59,547	60,842	57,158	
长期股权投资	25,217	25,217	25,217	25,217	
固定资产(合计)	2,892	3,814	4,732	5,621	
无形资产	494	644	788	922	
其他	23,207	29,873	30,106	25,398	
资产总计	402,691	476,839	510,011	555,300	
流动负债	173,763	231,741	257,519	295,157	
短期借款	35	835	1,335	1,835	
应付票据	729	512	894	675	
应付账款	33,302	44,297	43,613	54,470	
其他	139,696	186,097	211,677	238,178	
非流动负债	119,479	125,764	128,464	130,764	
长期借款	82,584	86,584	88,584	90,584	
其他	36,894	39,179	39,879	40,179	
负债合计	293,242	357,505	385,983	425,921	
少数股东权益	89,707	92,097	94,578	97,454	
归属母公司股东权益	19,743	27,237	29,450	31,925	
负债和股东权益	402,691	476,839	510,011	555,300	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	59,190	68,843	78,833	88,814	
同比(%)	15.5%	16.3%	14.5%	12.7%	
归属母公司净利润	2,578	2,695	2,913	3,376	
同比(%)	-19.3%	4.6%	8.1%	15.9%	
毛利率(%)	20.2%	18.8%	19.7%	20.5%	
ROE%	13.1%	9.9%	9.9%	10.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.94	0.98	1.06	1.23	
P/E	8.91	8.53	7.89	6.81	
P/B	1.16	0.84	0.78	0.72	
EV/EBITDA	18.87	22.14	16.97	20.69	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	59,190	68,843	78,833	88,814	
营业成本	47,243	55,872	63,296	70,619	
营业税金及附加	2,610	3,098	3,784	4,441	
销售费用	1,900	2,045	2,444	3,108	
管理费用	1,758	1,907	2,365	2,842	
研发费用	108	110	142	178	
财务费用	229	330	1,117	530	
减值损失合计	-760	1	1	1	
投资净收益	1,538	1,377	1,577	1,332	
其他	129	-49	-41	-64	
营业利润	6,249	6,811	7,222	8,365	
营业外收支	34	-30	-30	-30	
利润总额	6,283	6,781	7,192	8,335	
所得税	1,557	1,695	1,798	2,084	
净利润	4,726	5,086	5,394	6,251	
少数股东损益	2,148	2,390	2,481	2,875	
归属母公司净利润	2,578	2,695	2,913	3,376	
EBITDA	5,224	6,380	7,378	8,243	
EPS(基本)(元)	1.12	0.98	1.06	1.23	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	38,344	-37,660	18,564	-42,341	
净利润	4,726	5,086	5,394	6,251	
折旧摊销	458	437	456	482	
财务费用	618	1,651	1,708	1,754	
投资损失	-235	-1,510	-1,377	-1,577	
营运资金变动	33,622	-43,451	12,712	-54,339	
其它	430	-6	-130	4,843	
投资活动现金流	-46,530	-6,347	415	170	
资本支出	-30,705	-1,067	-1,042	-1,042	
长期投资	-18,229	-6,120	-120	-120	
其他	2,405	841	1,577	1,332	
筹资活动现金流	11,001	14,103	6,381	6,952	
吸收投资	13,911	4,390	0	0	
借款	95,411	4,800	2,500	2,500	
支付利息或股息	-10,003	-2,451	-2,908	-3,154	
现金流净增加额	2,818	-29,904	25,359	-35,218	



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。

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；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。