



# 华发股份 (600325.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

## 稳健经营国企，行业调整逆势而上

### 投资逻辑

**立足珠海面向全国国企开发商，经营业绩稳步增长：**公司“一核心+三配套”的战略布局成型，以住宅为主业，商业运营、物业管理和上下游产业链为支撑。控股股东华发集团（实控人珠海市国资委）实力雄厚，连续七年跻身“中国企业500强”，为公司发展提供资源助力。公司营收稳步增长，近五年CAGR达25.7%，2023年前三季度营收同比+40.2%，归母净利润恢复正增长，同比+1.1%，优于行业平均。

**深耕效果显现，销售逆势增长：**公司2022年销售金额1202亿元，同比-1.4%，行业下行期维持稳定；2023年1-11月销售金额1211亿元，同比+18.3%，实现逆势增长，增速居TOP20房企第二。重点城市集中度持续提升，华东大区已成销售“压舱石”，近两年销售贡献占比均超50%；1H23销售前十城市占总销售金额比例达94.2%；2023年1-11月公司上海销售金额居全市榜单TOP3。

**投资聚焦核心城市，土储结构持续优化：**公司把握2021年下半年来以来的拿地窗口期，2022年投资金额460亿元，拿地强度升至38%；1H23投资金额343亿元，拿地强度升至45%；聚焦“9+2”核心城市，2022年以来公司拿地均位于一二线城市，其中一线城市拿地金额平均约50%。土地储备质优量足，流动性高。截至1H23，公司土储货值亿元4767亿元，一二线城市土储货值4397亿元，占比92%，其中“9+2”核心城市货值2922亿元，占比66%。优质土储支撑持续发展，预计未来两年销售保持同比+10%的增速。

**财务结构安全稳健，融资渠道维持畅通：**公司三道红线稳居绿档，1H23短期有息负债占比18.2%（行业平均24.6%）。融资成本持续优化，1H23平均融资成本5.59%，较2022年下降17BP。多元化融资渠道畅通，2022年公司债券融资超百亿，2023年10月成功完成定增股权融资，发行6.35亿股，每股8.07元，发行规模51.24亿元，进一步优化资本结构。

### 投资建议

我们预测2023/2024/2025年公司归母净利润分别为28.1亿元、31.2亿元和34.8亿元，同比增速分别为8.9%、11.2%和11.4%。公司站稳千亿级别销售规模，行业下行期仍能维持增长，在土拍窗口积极获取高利润水平项目，预计未来两年能实现规模和利润水平双增，业绩可期，给予公司2024年8.5x的PE，目标价9.64元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

政策落地不及预期，市场持续低迷，多家房企债务违约。

### 房地产组

分析师：杜昊旻（执业S1130521090001）

duhaomin@gjzq.com.cn

分析师：王祎馨（执业S1130523090003）

wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏

fang\_peng@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.45元

目标价（人民币）：9.64元



### 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	51,241	59,190	71,189	79,786	88,856
营业收入增长率	0.46%	15.51%	20.27%	12.08%	11.37%
归母净利润(百万元)	3,195	2,578	2,807	3,122	3,480
归母净利润增长率	10.09%	-19.31%	8.90%	11.22%	11.45%
摊薄每股收益(元)	1.509	1.218	1.020	1.135	1.264
每股经营性现金流净额	17.03	18.11	9.22	9.23	8.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.35%	13.06%	11.15%	11.43%	11.72%
P/E	3.99	7.44	7.30	6.57	5.89
P/B	0.61	0.97	0.81	0.75	0.69

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、立足珠海面向全国国企开发商，经营业绩稳步增长.....	5
1.1 深耕房地产开发三十载，立足珠海布局全国.....	5
1.2 控股股东华发集团实力雄厚，为公司发展提供有力保障.....	5
1.3 “一核心+三配套”战略格局形成，业务持续协同发展.....	7
1.4 公司营业收入稳步增长，利润水平行业领先.....	8
二、深耕效果显现，销售逆势增长.....	10
2.1 销售上行期增长快，下行期韧性强.....	10
2.2 深耕珠海布局全国，华东大区成销售“压舱石”.....	11
2.3 强大的产品力和完善的产品系列助力销售.....	12
2.4 预收覆盖营收倍数高，未来业绩有保障.....	13
三、投资聚焦核心城市，土储结构持续优化.....	14
3.1 拿地策略审时度势，投资逐渐聚焦一二线城市.....	14
3.2 把握拿地窗口，多元渠道补充优质土储.....	16
3.3 土地储备充裕，一二线城市占比高.....	18
四、财务结构安全稳健，融资渠道维持畅通.....	19
4.1 三道红线维持绿档，有息负债小幅增长.....	19
4.2 多元化融资渠道维持畅通，租赁住房 REITs 跻身百亿规模.....	21
4.3 享华发集团资源，获融资支持.....	22
4.4 债务结构持续优化，融资成本有望进一步下降.....	23
五、盈利预测与估值.....	24
5.1 盈利预测.....	24
5.2 相对估值.....	25
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司控股股东是华发集团，实控人为珠海市国资委.....	5
图表 3：华发集团是珠海第一龙头国企.....	6
图表 4：华发集团营收持续增长.....	6
图表 5：华发集团总资产持续增长.....	6
图表 6：公司是华发集团旗下最重要的上市主体.....	7
图表 7：公司目前已形成“一核心+三配套”业务新格局.....	8
图表 8：公司非房业务营收贡献在 4%-7%之间.....	8



图表 9: 公司营收总体呈增长态势.....	8
图表 10: 公司 23 年前三季度归母净利润恢复增长.....	8
图表 11: 公司业绩表现优于行业平均水平.....	9
图表 12: 公司毛利率水平高于行业整体.....	9
图表 13: 公司毛利率水平在行业内处于上游.....	9
图表 14: 公司销管费用率较 2019 年高点有所下降.....	9
图表 15: 公司销管费率在行业内处于中等水平.....	9
图表 16: 公司销售金额逆势增长.....	10
图表 17: 公司销售面积表现好于百强房企.....	10
图表 18: 公司销售均价远高于百强房企平均.....	10
图表 19: 公司百强房企全口径销售排名逐渐提高.....	10
图表 20: 2023 年 1-11 月百强房企销售情况.....	11
图表 21: 华东大区是公司销售的“压舱石”.....	12
图表 22: 1H23 公司前十城市贡献占比达 94.2%.....	12
图表 23: TOP 系产品: 珠海华发山庄.....	13
图表 24: TOP 系产品: 珠海华发山庄.....	13
图表 25: 府系产品: 上海华发华润静安府.....	13
图表 26: 四级系产品: 上海张江华发四季.....	13
图表 27: 城市系产品: 珠海华发琴澳新城.....	13
图表 28: 未来系产品: 武汉华发未来荟.....	13
图表 29: 公司新开工面积呈下降态势.....	14
图表 30: 公司竣工面积持续增长.....	14
图表 31: 2022 年预收账款加合同负债对营收的覆盖倍数为 1.68 倍.....	14
图表 32: 公司近年来拿地金额均超过 400 亿元.....	15
图表 33: 公司近年来拿地强度均在 30%以上.....	15
图表 34: 公司 2021、2022 年拿地强度居行业前茅.....	15
图表 35: 新增土储聚焦一二线城市.....	16
图表 36: 公司拿地楼面价呈上涨趋势.....	16
图表 37: “9+2”城销售金额占全国比例持续提升.....	16
图表 38: 2018 年 12 月公司全资子公司珠海华亿首次增资十字门城建 (单位: 万元).....	17
图表 39: 2020 年 9 月公司全资子公司珠海华亿第二次增资十字门城建 (单位: 万元).....	17
图表 40: 渠道二: 发力城市更新, 直接从土地一级市场拿地。.....	17
图表 41: 公司总土储较为充裕.....	18
图表 42: 公司土储覆盖销售面积的倍数较高.....	18
图表 43: 公司总土储中待建计容建面占比持续降低.....	18



图表 44:	公司一二线土储建面占比超过 80%.....	18
图表 45:	2022 年末公司土储建面前十城市.....	18
图表 46:	一二线土储货值占比 92%.....	19
图表 47:	“9+2”核心城市土储货值占比 66%.....	19
图表 48:	1H23 公司有息负债规模小幅增长.....	19
图表 49:	1H23 剔除预收款后的资产负债率为 66.7%.....	19
图表 50:	1H23 净负债率 71.7%.....	19
图表 51:	1H23 现金短债比 2.02.....	19
图表 52:	公司经营性现金流净额持续为正且保持增长.....	20
图表 53:	公司少数股东权益占比提升.....	20
图表 54:	2021 年 5 月首次增资海川公司（单位：万元）.....	20
图表 55:	2021 年 10 月第二次增资海川公司（单位：万元）.....	20
图表 56:	2022 年 3 月第三次增资海川公司（单位：万元）.....	20
图表 57:	2022 年公司发债规模维持稳定.....	21
图表 58:	2022 年公司通过各类发债渠道进行融资.....	21
图表 59:	预计 2024-25 年公司到期偿债压力较小.....	21
图表 60:	公司租赁住房 REITs 发行情况.....	21
图表 61:	公司股权融资成功完成.....	22
图表 62:	公司与关联方进行应收账款融资.....	22
图表 63:	公司与关联方进行融资租赁.....	23
图表 64:	公司向关联方借款.....	23
图表 65:	公司资产流速在行业内领先.....	23
图表 66:	1H23 公司短期有息负债占比 18.2%.....	24
图表 67:	公司短期有息负债占比在行业内属优秀.....	24
图表 68:	公司的融资成本呈下降趋势.....	24
图表 69:	横向对比公司融资成本仍有改善空间.....	24
图表 70:	公司主营业务盈利预测.....	25
图表 71:	可比公司估值.....	25

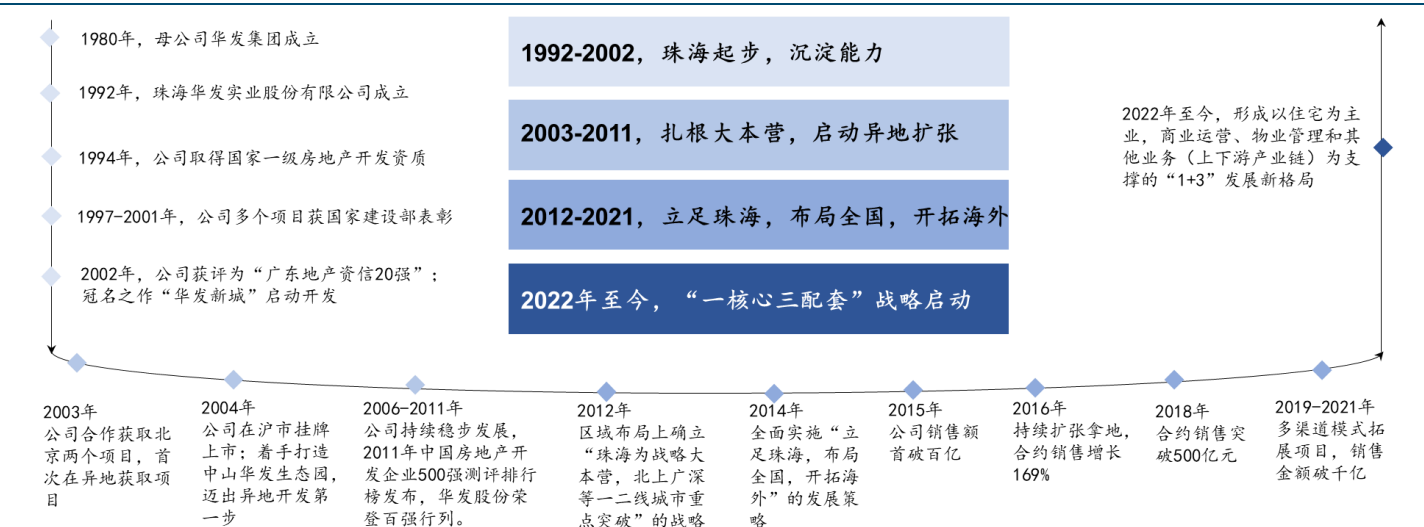


## 一、立足珠海面向全国的国企开发商，经营业绩稳步增长

### 1.1 深耕房地产开发三十载，立足珠海布局全国

珠海华发实业股份有限公司成立于1992年，于1994年取得国家一级房地产开发资质，2004年成功在上交所挂牌上市（股票代码：600325.SH）。2012年起，公司启动“立足珠海，布局全国，开拓海外”发展战略。截至2022年底，成功布局北京、上海、广州、深圳等近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，实现了从珠海华发到中国华发的华丽转身；同时积极布局多元领域，形成了以住宅为主业，商业运营、物业管理和上下游产业链为支撑的“一核心+三配套”的战略发展新格局。2022年公司全口径销售金额1202亿元，位列克而瑞百强房企第18位；2023年1-11月，在经营能力进一步提升的支撑下，销售再度逆势增长，实现全口径销售金额1211亿元，位列克而瑞百强房企第14位，权益口径排名跻身行业前十。

图表1：公司发展历程

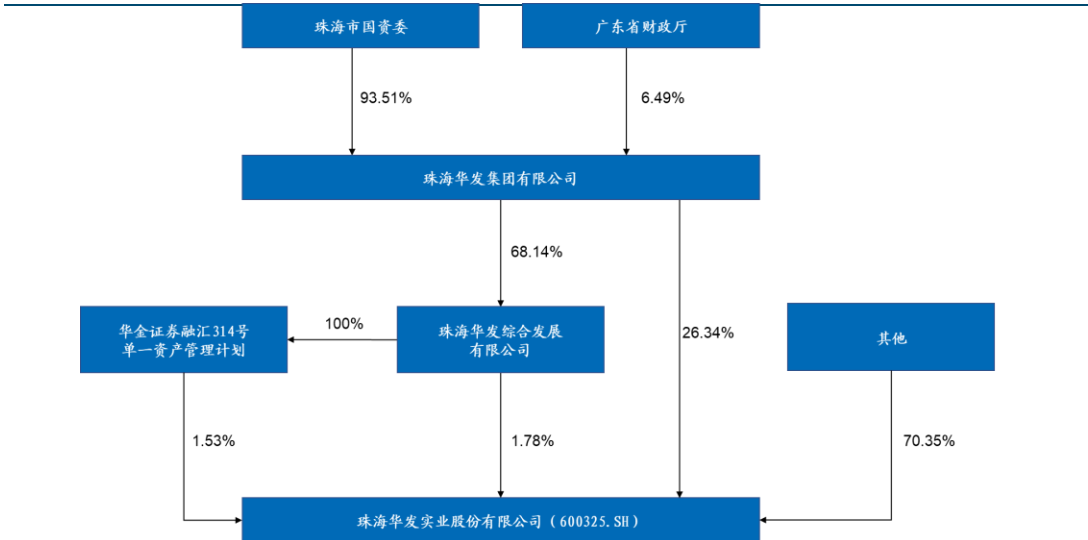


来源：公司官网，国金证券研究所

### 1.2 控股股东华发集团实力雄厚，为公司发展提供有力保障

公司控股股东是华发集团，实控人为珠海市国资委。公司于2023年10月成功完成定增发行，定增后公司控股股东华发集团直接持有公司26.34%的股份，其一致行动人华发综合直接及通过华金证券融汇314号单一资产管理计划共持有公司3.31%股份，即华发集团直接和间接持有公司股份合计29.65%，较定增前的28.49%提升1.16pct。公司其他股东主要包括中央汇金、投资基金、沪股通、社保基金等。

图表2：公司控股股东是华发集团，实控人为珠海市国资委



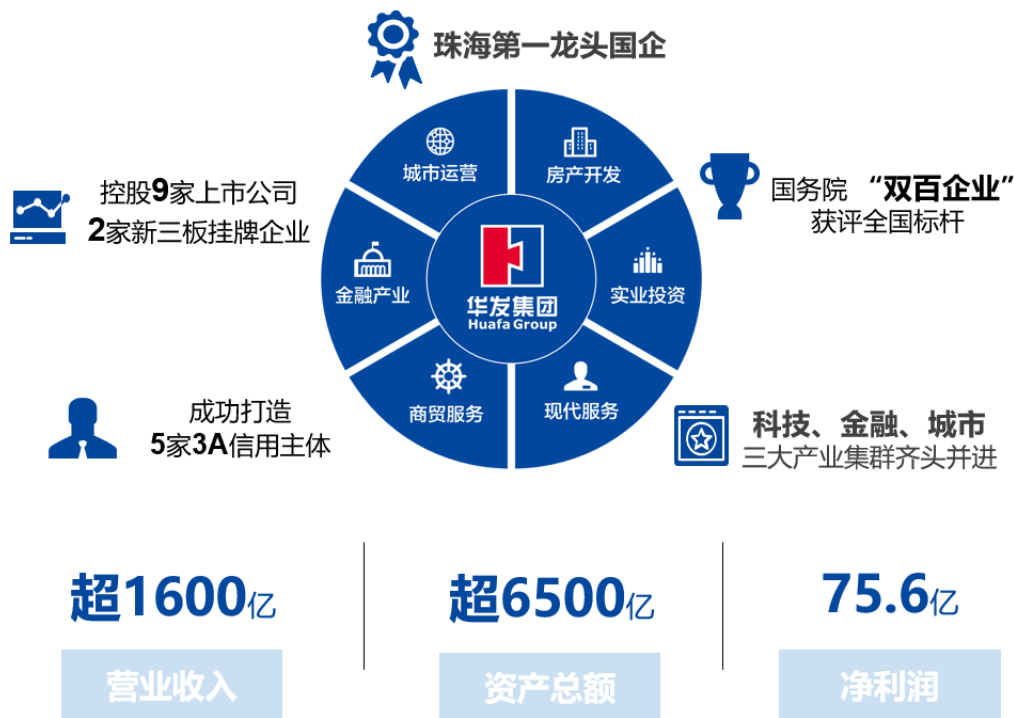
来源：公司公告，wind，国金证券研究所 注：2023年10月定增完成后





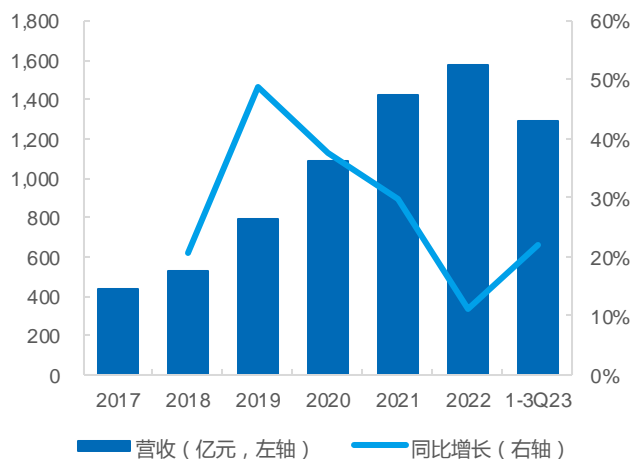
**公司控股股东华发集团实力雄厚。**华发集团组建于1980年，与珠海经济特区同龄，是珠海最大的综合型国有企业集团，素有“一城珠海，半城华发”的美誉。华发集团2016年起连续七年跻身“中国企业500强”，2022年位列第183名。2022年资产规模超6500亿元（2023年三季报已超过7000亿元），营收超1600亿元，利润总额112亿元，净利润75.6亿元，同比分别增长12%、9%、9%。华发集团也是珠海第一纳税大户，主要经营指标稳居全市国企第一，全省国企前五。

图表3：华发集团是珠海第一龙头国企

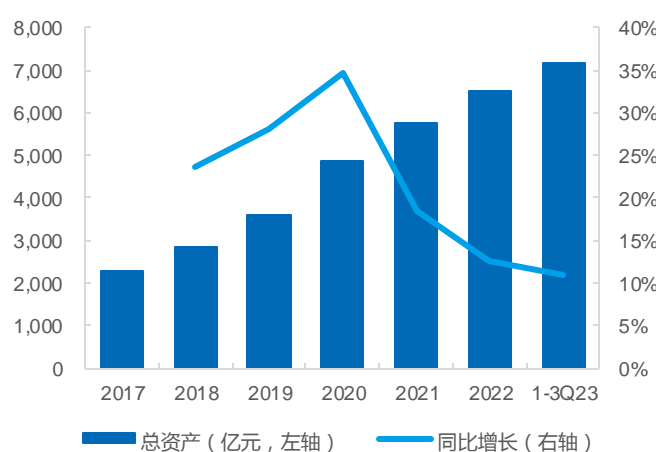


来源：公司官网，国金证券研究所

图表4：华发集团营收持续增长



图表5：华发集团总资产持续增长



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

华发集团已从单一的区域型房地产企业转型为“科技、金融、城市”三大产业集群齐头并进的**综合型企业集团**。当前战略布局城市运营、房产开发、金融产业、实业投资、商贸服务、现代服务6大业务板块，控股华发股份、华金资本、华发物业服务、庄臣控股、维业股份、华灿光电、光库科技、迪信通和方正科技9家上市公司，以及“华冠科技”“华冠电容”2家新三板挂牌企业，同时成功打造华发集团、华发股份、华发综合发展、华发投控、华发科技5家“3A信用主体”。公司的市值、总营收、净利润在华发集团中均大幅领先于其他上市公司，足以成为华发集团旗下最重要的上市主体。


**图表6：公司是华发集团旗下最重要的上市主体**

公司	业务板块	简介	市值(亿元 人民币)	1H23 总营 收(亿元)	总营收 占比	1H23 净利 润(亿元)	净利润 占比
华发股份	房产开发	近年来积极实施“立足珠海，面向全国”的发展战略，正从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、保障住房的综合性地产商跨越。	206	314.8	34.3%	25.3	72.5%
华灿光电	实业投资	公司是我国领先的半导体技术型企业，目前已成为国内第二大 LED 芯片供应商，国内第一大显示屏用 LED 芯片供应商。	110	11.4	1.2%	-3.6	-10.4%
光库科技	实业投资	公司是专业从事光纤器件和芯片集成的国家高新技术企业，产品应用于光纤激光、光纤通讯、数据中心、无人驾驶、光纤传感、医疗设备、科研等领域。	123	3.4	0.4%	0.3	0.9%
华金资本	实业投资	公司由投资+实业双轮驱动。投资方面重点布局高端制造、医疗健康、新能源等国家战略新兴产业；实业方面主要从事电子器件制造、水质净化等业务。	39	1.8	0.2%	0.3	0.8%
迪信通	实业投资	公司是移动通讯连锁巨头企业，现已覆盖 25 个省市的近 1500 多家零售门店，向广大消费者提供手机销售、配件以及增值软件服务、手机个性化服务、售后等服务。	13	91.5	10.0%	-0.3	-0.8%
方正科技	实业投资	目前致力于成为“智慧城市的真实贡献者”，紧密围绕智慧城市建设和运营，利用云计算、大数据分析等前沿技术，为智慧城市提供从顶层设计到垂直行业软硬件解决方案，业务涵盖 PCB 元器件—高速宽带接入—多垂直行业解决方案，覆盖智慧城市信息化建设各层次。	126	14.5	1.6%	0.5	1.4%
维业股份	实业投资	公司是一家以建筑装饰设计与施工及土木工程建筑为主的综合性企业集团，已连续 19 年入选中国建筑装饰百强企业前列。	24	76.5	8.3%	0.2	0.5%
华发物业服务	现代服务	公司位列 2022 中国物业服务百强企业第 19 位，目前进驻超 40 个城市、服务项目超 300 个，服务面积超 4000 万方。	14	8.3	0.9%	1.1	3.0%
庄臣控股	现代服务	1979 年开始为香港政府及各工商业机构提供全面的专业洁淨服务，目前已发展成香港首屈一指的环境卫生服务供应商。	2	11.1	1.2%	0.3	0.9%

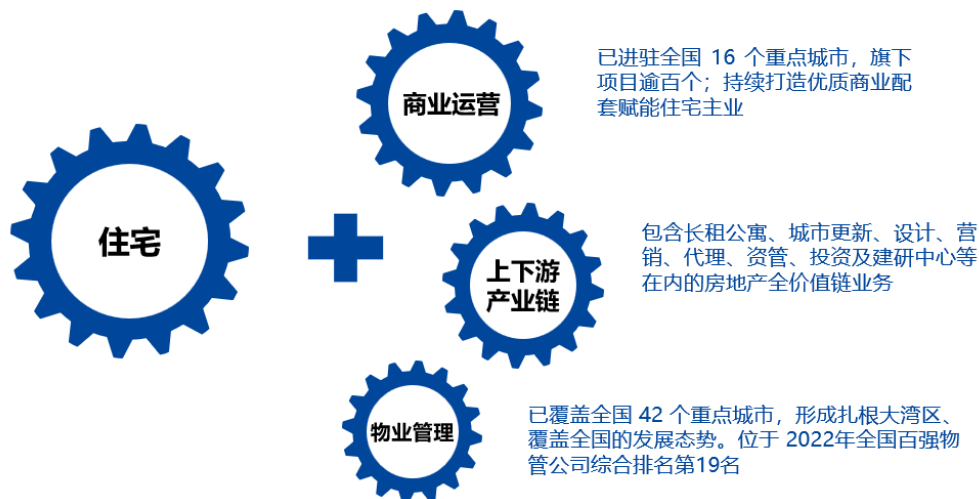
来源：各公司公告，各公司官网，wind，国金证券研究所 注：市值截至 2023 年 11 月 30 日

### 1.3 “一核心+三配套”战略格局形成，业务持续协同发展

近年来，公司在开发巩固住宅主业的基础上，深入商业运营和上下游产业链价值挖掘，为企业发展不断注入新动能，2022 年将物业服务板块纳入业务范围，形成以住宅开发为核心，商业运营、物业管理与上下游产业链为配套的协同发展模式。商业运营方面，已进驻全国 16 个重点城市，旗下项目逾百个；持续打造优质商业配套赋能住宅主业（承接主业拓展带来的自持商业资产）。物业管理方面，已覆盖全国 42 个重点城市，形成扎根大湾区、覆盖全国的发展态势，位于 2022 年全国百强物管公司综合排名第 19 名（承接主业交付后的物业服务业务）。上下游产业链方面，包含长租公寓、城市更新、设计、营销、代理、资管、投资及建研中心等在内的房地产全价值链业务。从营收结构看，三配套构成的非房业务历年来贡献营收占比在 4%-7%之间（2023 年并入华发物业服务后有所提升）。

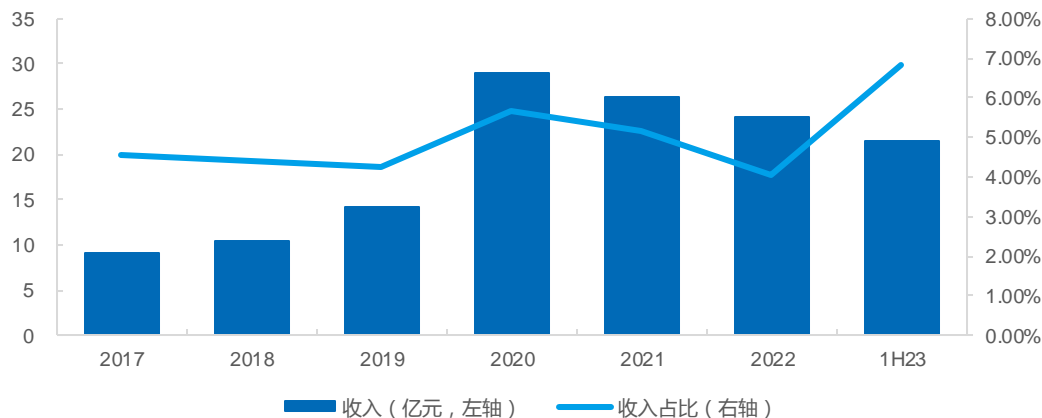


图表7：公司目前已形成“一核心+三配套”业务新格局



来源：公司官网，国金证券研究所

图表8：公司非房业务营收贡献在 4%-7% 之间

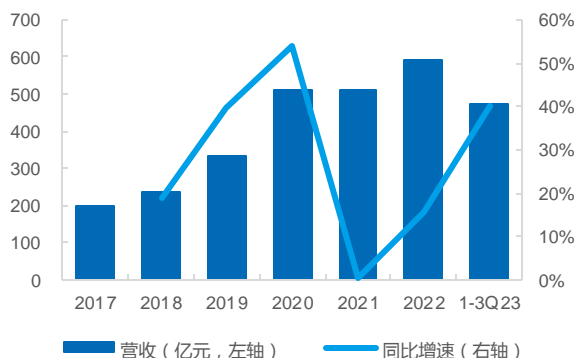


来源：公司公告，国金证券研究所

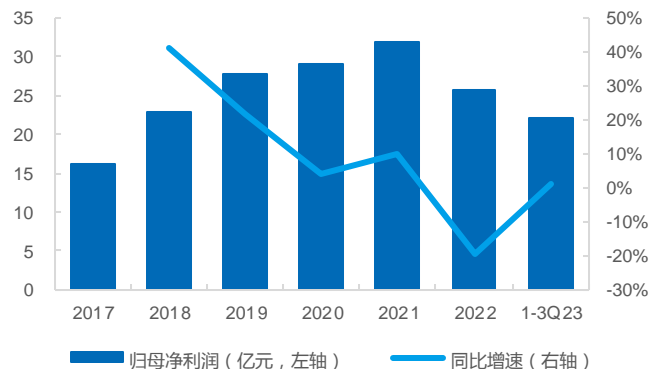
#### 1.4 公司营业收入稳步增长，利润水平行业领先

公司营业收入稳步增长，归母净利润随行业整体大势有所下滑。公司营业收入近年来保持增长态势，2017-2021 年年均复合增速 25.7%；在行业大幅调整背景下，公司 2022 年营收逆势增长，实现 591.9 亿元，同比增长 15.5%；2023 年前三季度营收 472.5 亿元，同比增长 40.2%。归母净利润在 2017-2021 年保持增长态势，年均复合增速 18.5%；2022 年受毛利率下行和资产减值准备影响，实现 25.8 亿元，同比下滑 19.3%；2023 年前三季度归母净利润恢复正增长，实现 22.0 亿元，同比增长 1.1%，业绩表现好于行业整体平均。

图表9：公司营收总体呈增长态势



图表10：公司 23 年前三季度归母净利润恢复增长



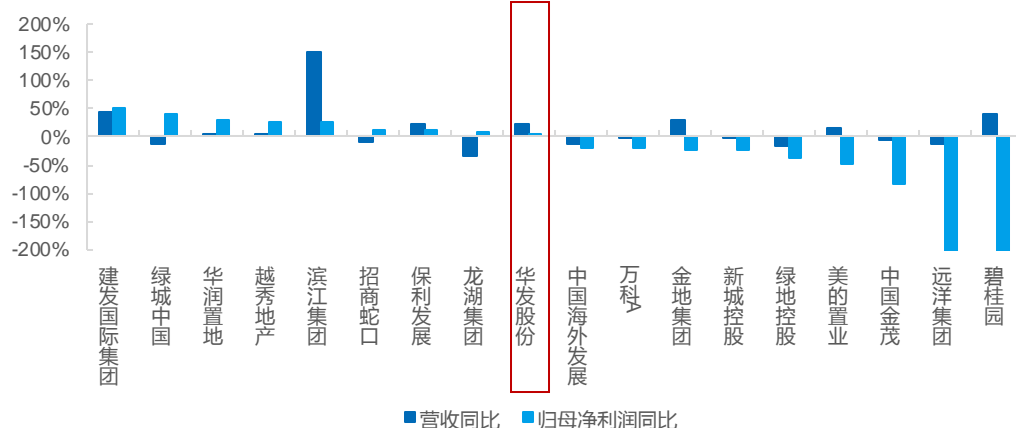
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所





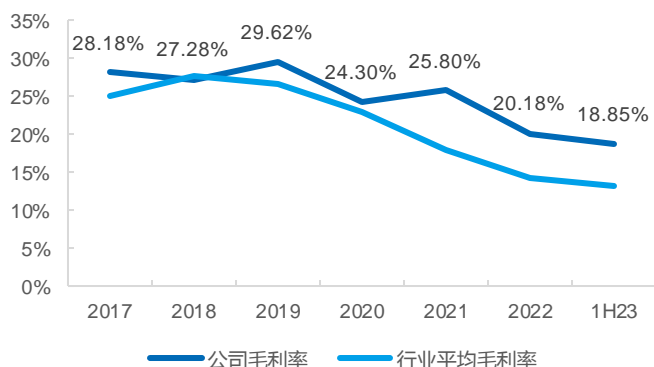
图表11：公司业绩表现优于行业平均水平



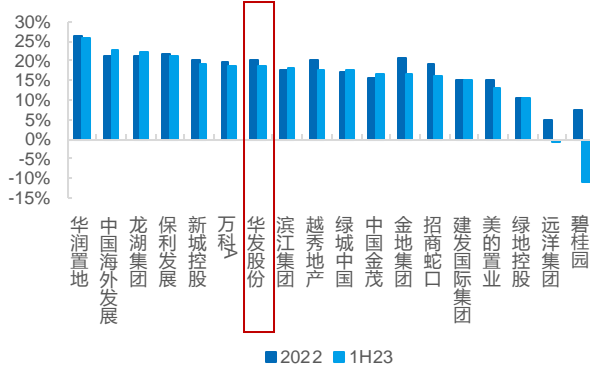
来源：各公司公告，国金证券研究所 注：横向对比业绩期为 2023 年上半年

公司毛利率水平随行业大势下行，在行业中仍处于较高水平。2019 年以来，在高地价和限房价背景下，行业整体毛利率下行，公司也不例外，1H23 年公司毛利率 18.85%，较 2022 年全年下降 1.33 个百分点，但从绝对水平看，仍高出行业平均（13.29%）毛利率 5.56 个百分点，在行业内处于上游水平。

图表12：公司毛利率水平高于行业整体



图表13：公司毛利率水平在行业内处于上游

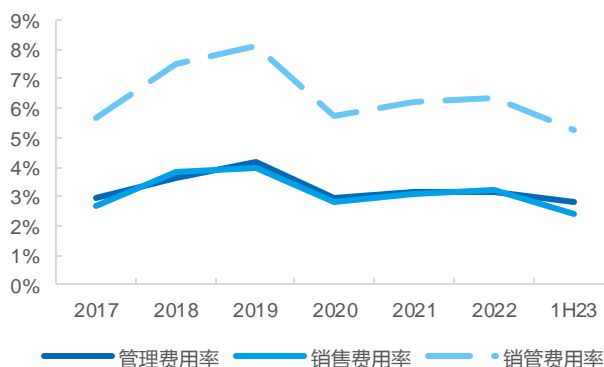


来源：各公司公告，国金证券研究所 注：行业毛利率通过 65 个样本房企计算

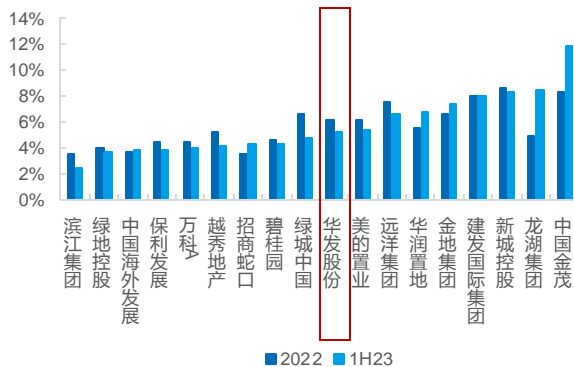
来源：各公司公告，国金证券研究所

持续提升核心竞争力，公司销管费用率较有所下降。公司凭借良好的产品力和持续提升的精细化管理，费效管控能力提升，1H23 年公司销售费用率 2.43%，管理费用率 2.80%，销管费用率 5.23%，较 2019 年高点时的 8.14% 已下降 2.92 个百分点。从横向来看，公司的销管费用率当前在行业内处于中等水平，后续有望进一步压降。

图表14：公司销管费用率较 2019 年高点有所下降



图表15：公司销管费率在行业内处于中等水平



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所



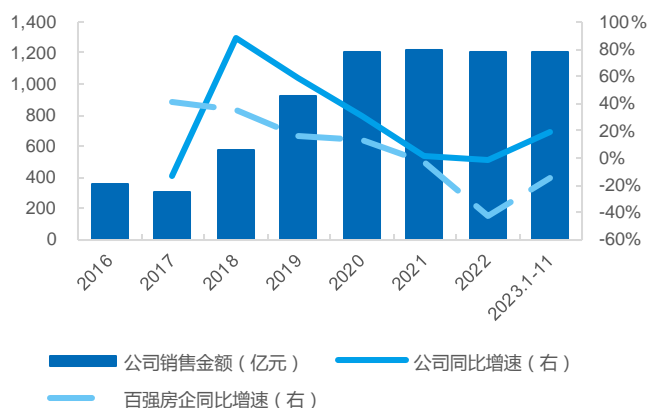
## 二、深耕效果显现，销售逆势增长

### 2.1 销售上行期增长快，下行期韧性强

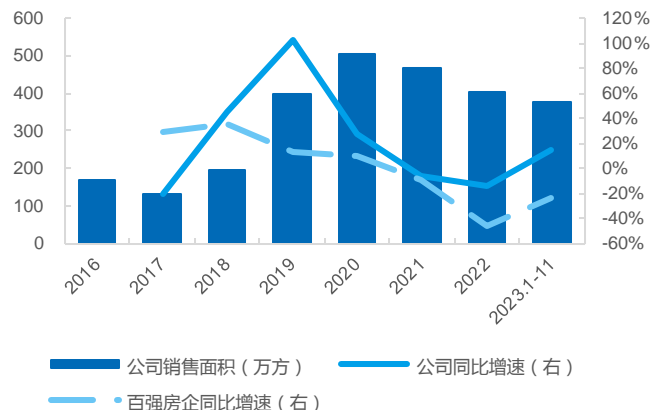
公司销售规模逆势增长，销售房价远高于百强房企。2022 年公司全口径销售金额 1202.4 亿元，同比下降 1.4%；全口径销售面积 400.9 万方，同比下降 14.5%；销售均价提升至 29993 元/平，为同期百强房企的 1.9 倍。2023 年 1-11 月公司全口径销售金额 1211.5 亿元，同比上升 18.3%（百强房企平均-15.5%）；销售面积 377.6 万方，同比上升 14.8%；销售均价为 32084 元/平，为同期百强房企的 1.8 倍。

公司销售在行业上行期增长快，在下行期韧性强，百强位次逐步提高。公司自 2018 年起实现跨越式发展，全口径销售金额在百强房企中的位次逐步提高。在行业上行期时，公司销售金额和面积的同比增速均优于百强房企，2016-21 年销售金额 CAGR 达到 27.8%。在行业下行期，公司销售韧性更足，2022 年百强房企销售金额和销售面积分别同比下跌 42.3%和 46.7%，公司下跌幅度明显小于百强房企。2023 年 1-11 月，凭借 2022 年以来积极获取的优质土储，公司销售规模逆势大幅提升，增速居 TOP20 房企中的第二。

图表16：公司销售金额逆势增长



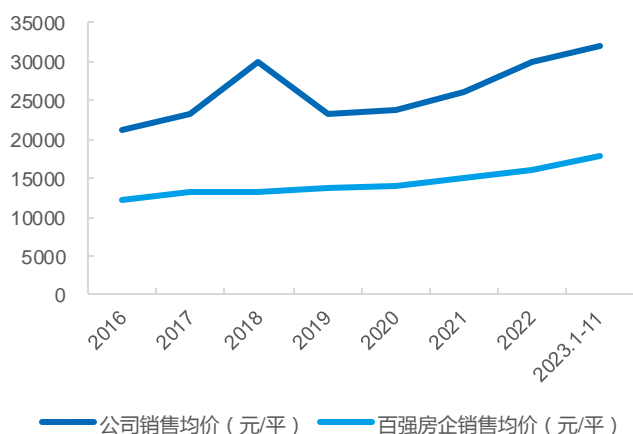
图表17：公司销售面积表现好于百强房企



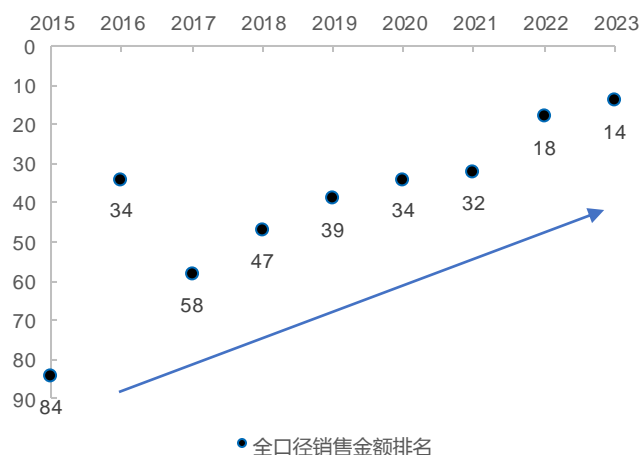
来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所 注：百强房企指当期全口径销售额前 100 房企，下同

来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所

图表18：公司销售均价远高于百强房企平均



图表19：公司百强房企全口径销售排名逐渐提高



来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所

来源：公司公告，克而瑞，国金证券研究所 注：2023 年为 1-11 月销售排名



图表20: 2023年1-11月百强房企销售情况

TOP房企	全口径								权益口径				
	2023年1-11月排名	2023年1-10月排名	2022年排名	1-11月销售金额(亿元)	累计同比	11月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比	1-11月销售金额(亿元)	累计同比	11月销售金额(亿元)	单月环比	单月同比
保利发展	1	1	2	3995	0%	313	-13%	-15%	2710	1%	215	-9%	-16%
万科地产	2	2	3	3430	-9%	314	1%	-13%	2230	-9%	204	1%	-13%
中海地产	3	3	5	2870	11%	230	-8%	-7%	2583	7%	207	-8%	-10%
华润置地	4	4	4	2860	14%	242	-12%	9%	2037	17%	152	-23%	-15%
招商蛇口	5	5	6	2709	9%	236	15%	3%	1680	10%	147	16%	6%
碧桂园	6	6	1	2125	-52%	78	-4%	-79%	1709	-50%	63	-4%	-79%
绿城中国	7	8	8	1687	-9%	205	16%	-12%	1120	6%	151	13%	3%
建发房产	8	9	10	1639	13%	183	40%	-25%	1220	18%	107	9%	-30%
龙湖集团	9	7	9	1627	-11%	105	-28%	-40%	1073	-8%	67	-31%	-39%
金地集团	10	10	7	1431	-29%	102	-7%	-43%	887	-29%	63	-7%	-43%
滨江集团	11	11	13	1431	7%	108	7%	-29%	698	-10%	41	-8%	-42%
越秀地产	12	13	16	1328	29%	118	30%	-1%	797	-22%	71	30%	-41%
中国金茂	13	12	12	1320	-4%	100	-20%	-30%	911	-4%	69	-20%	-30%
华发股份	14	14	18	1212	18%	91	7%	-50%	841	33%	61	23%	-34%
绿地控股	15	15	14	1025	-13%	101	27%	-2%	923	-13%	91	27%	-2%
中国铁建	16	16	15	1010	-4%	172	65%	-27%	749	-6%	121	41%	-38%
融创中国	17	17	11	792	-51%	36	-24%	-57%	436	-53%	20	56%	-55%
新城控股	18	18	19	713	-35%	51	-14%	-24%	504	-33%	38	-14%	-19%
旭辉集团	19	19	17	647	-45%	37	-17%	-12%	334	-52%	19	-17%	-23%
中交房地产	20	20	28	624	8%	39	-9%	-36%	374	20%	25	-7%	-22%
美的置业	21	21	24	617	-10%	39	-13%	-7%	395	-8%	25	-13%	-5%
卓越集团	22	23	23	570	-10%	37	50%	23%	366	-6%	28	71%	-27%
中国恒大	23	22	42	567	33%	21	-41%	-6%	531	31%	19	-41%	-7%
首开股份	24	25	21	558	-28%	60	36%	9%	324	-28%	35	36%	9%
中国中铁	25	24	/	556	/	30	-47%	/	411	/	22	-47%	/
联发集团	26	26	43	523	28%	35	-13%	-32%	275	2%	23	-13%	-32%
保利置业	27	27	40	505	12%	19	-29%	-76%	379	13%	13	-38%	-81%
城建集团	28	30	41	492	6%	51	-31%	59%	280	6%	29	-31%	59%
大悦城控股	29	29	37	481	-2%	26	-61%	-63%	282	4%	18	-55%	-50%
国贸地产	30	31	51	477	45%	56	124%	203%	274	57%	34	71%	223%
各梯队情况	TOP10			24373	-10%	2007	-2%	-19%	17284	-8%	1394	-5%	-22%
	TOP11-30			15445	-14%	1192	0%	-36%	10301	-19%	775	3%	-37%
	TOP31-50			6875	-24%	461	-11%	-35%	4886	-22%	336	-4%	-37%
	TOP51-110			8595	-23%	625	-9%	-44%	6315	-22%	458	-18%	-42%
	TOP100			55288	-15%	4285	-3%	-31%	38786	-15%	2963	-5%	-32%

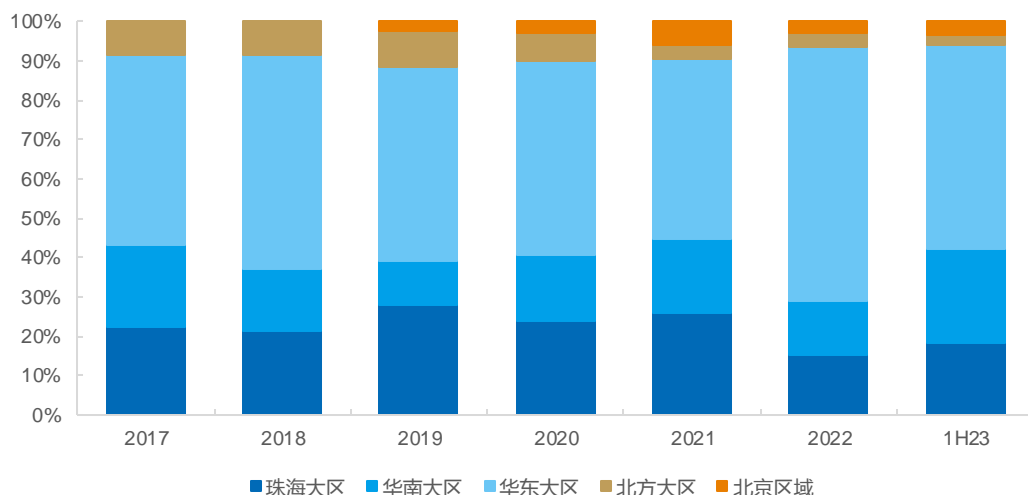
来源: 各公司公告, 克而瑞, 国金证券研究所

## 2.2 深耕珠海布局全国, 华东大区成销售“压舱石”

公司深耕珠海, 布局全国, 目前已形成了珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区、北京区域共五大区域的全国化布局, “4+1”业务格局不断夯实。2022年公司珠海大区、华南大区(广深、川渝、长沙、昆明等)、华东大区(上海、南京、杭州、武汉等)、北方大区(郑州、青岛、沈阳、大连等)和北京区域(北京、天津、西安等)销售金额贡献占比分别为15.1%、13.9%、64.8%、3.3%和3.0%, 华东大区尤其是上海已成为公司销售的压舱石。2023年上半年, 公司各区域销售贡献占比格局大致不变, 珠海大区、华南大区、华东大区、北方大区和北京区域销售金额贡献占比分别为18.2%、23.8%、52.2%、2.6%和3.2%, 华南区域内深圳、广州贡献提升。



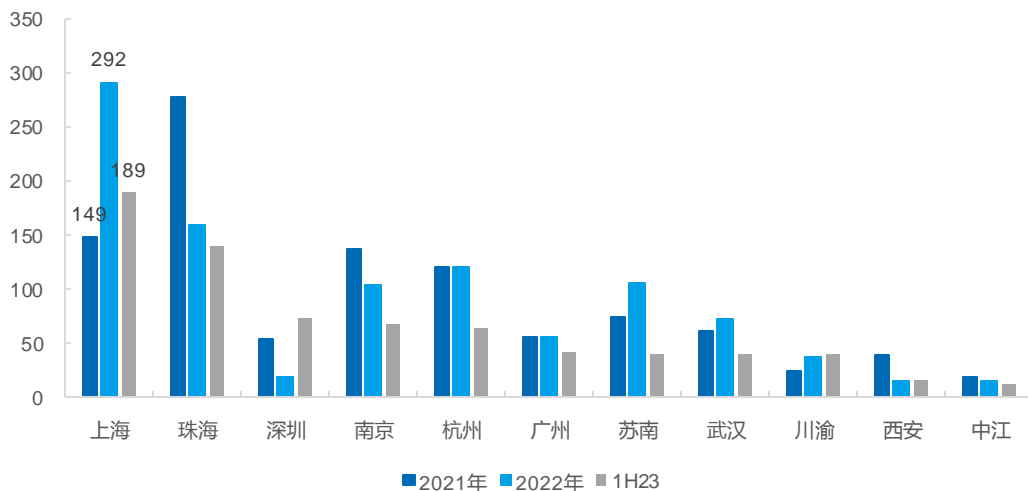
图表21：华东大区是公司销售的“压舱石”



来源：公司公告，国金证券研究所

**深耕效果显现，重点城市销售排名提升。**公司 2023 年上半年销售前十城市占总销售额比例达 94.2%，集中度持续提升（2021、2022 年分别为 88.3%、92.3%）；上海（单城贡献 24.6%）、珠海上半年销售额破百亿元，深圳、南京、杭州销售也超过 50 亿元。从单城市排名看，公司在上海销售排名持续提升，2023 年 1-11 月销售居上海房企权益销售金额排行榜 TOP3。

图表22：1H23 公司前十城市贡献占比达 94.2%



来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3 强大的产品力和完善的产品系列助力销售

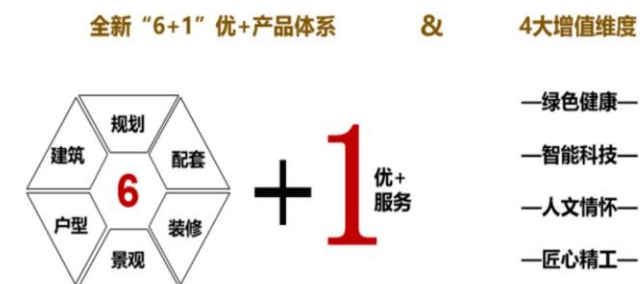
公司强大的产品力助力销售。公司产品近年累计获得鲁班奖、詹天佑奖、亚洲不动产奖、缪斯国际设计大奖等国内外奖项超过 100 项。2020 年公司推出“优+产品体系 4.0”，包含“6+1”产品体系以及增值赋能四大维度。“6”指的是 6 个方面的产品：优+规划、优+建筑、优+户型、优+景观、优+装修、优+配套，“+1”则指优+服务。四大维度是围绕绿色健康、智能科技、人文情怀、匠心精工给客户奉献更多的超额附加值。

公司完整的产品系列能够满足各类客户需求。公司以“优+产品体系 4.0”打造出五个产品系列——TOP 系、府系、四季系、城市系、未来系，涵盖从高端豪宅到刚需入门，分别对应满足不同人群的居住需求：①未来系主要面向刚需型用户，面积较为紧凑，是入门级产品；②城市系主要面向追求美好生活的改善型用户，打造引领城市生活品质升级的典范之作；③四季系主要面向追求轻奢的用户，是最具代表性的王牌产品，具有广泛良好的市场口碑；④府系主要面向城市富裕阶层，配套高端，并通过赋予文化内涵以表达对精神的追求；⑤TOP 系主要面对城市高净值人群，定位国际化一流水准，核心特点是稀缺性和不可复制性。





图表23: TOP 系产品: 珠海华发山庄



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表24: TOP 系产品: 珠海华发山庄



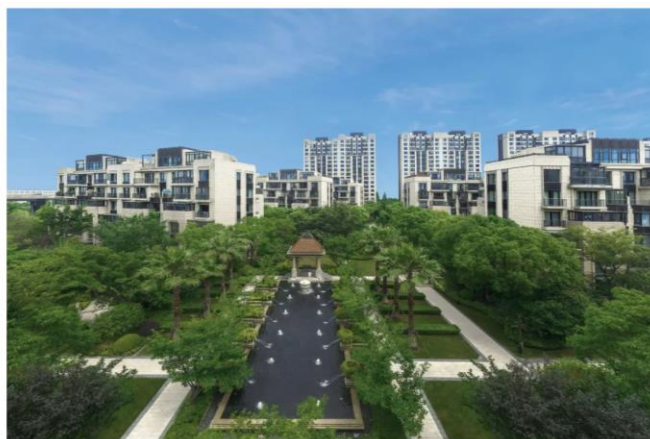
来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表25: 府系产品: 上海华发华润静安府



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表26: 四级系产品: 上海张江华发四季



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表27: 城市系产品: 珠海华发琴澳新城



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表28: 未来系产品: 武汉华发未来荟



来源: 公司官网, 国金证券研究所

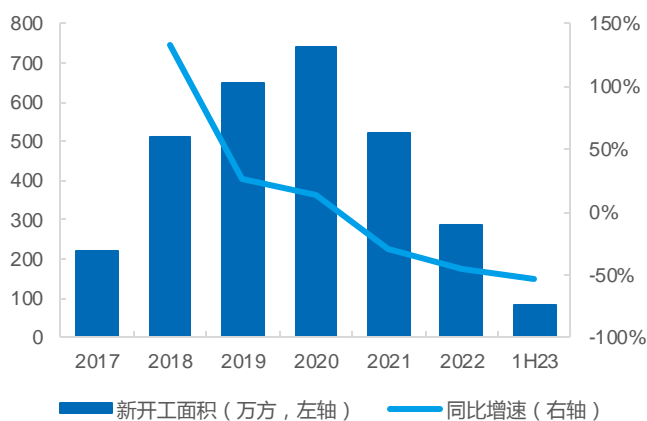
## 2.4 预收覆盖营收倍数高, 未来业绩有保障

**预收覆盖营收 1.68 倍, 未来业绩确定性强。**基于行业形势, 公司自 2021 年以来谨慎开工, 重点保交付, 1H23 新开工面积 85.4 万方, 同比下降 53.9%; 竣工面积 274.2 万方, 同比上升 47.2%, 维持较高水平。公司 1H23 年预收账款加合同负债总额 995 亿元, 较 2022 年末增长 23.1%, 对 2022 年全年营收的覆盖倍数为 1.68 倍, 有能力保障公司未来营收增长的确性。



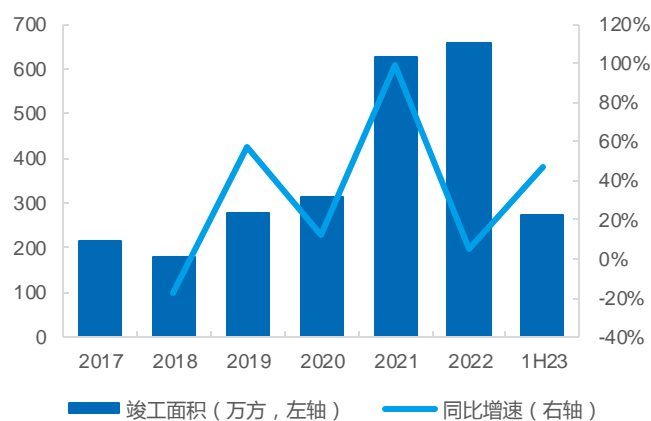


图表29：公司新开工面积呈下降态势



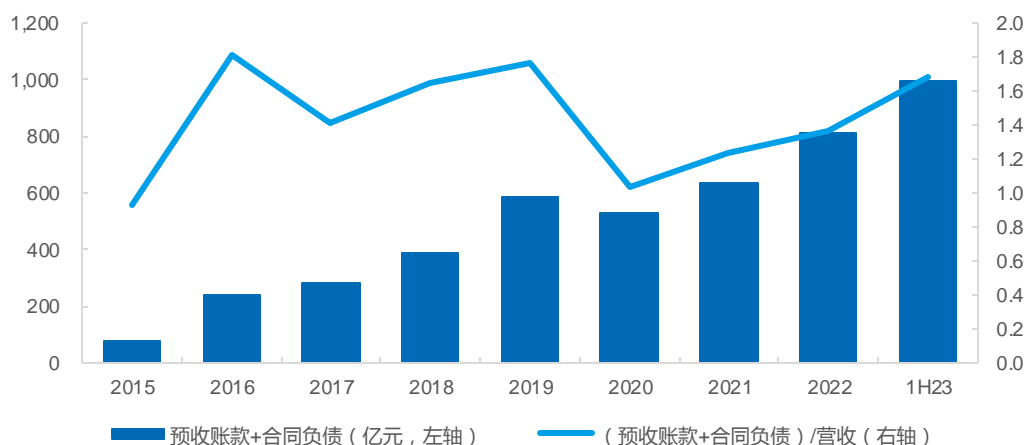
来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：公司竣工面积持续增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：2022年预收账款加合同负债对营收的覆盖倍数为1.68倍



来源：公司公告，国金证券研究所 注：1H23 覆盖倍数分母为 22 年全年营收

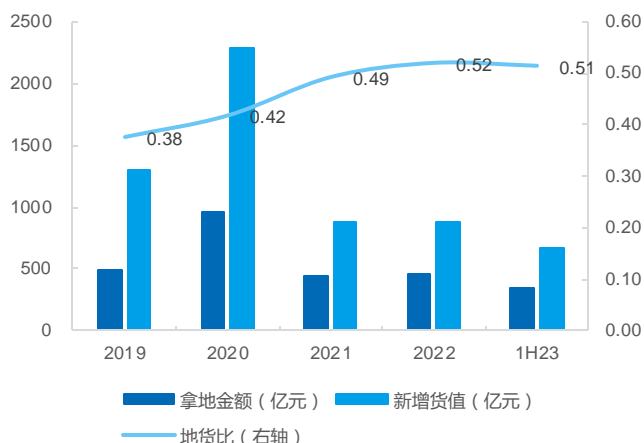
### 三、投资聚焦核心城市，土储结构持续优化

#### 3.1 拿地策略审时度势，投资逐渐聚焦一二线城市

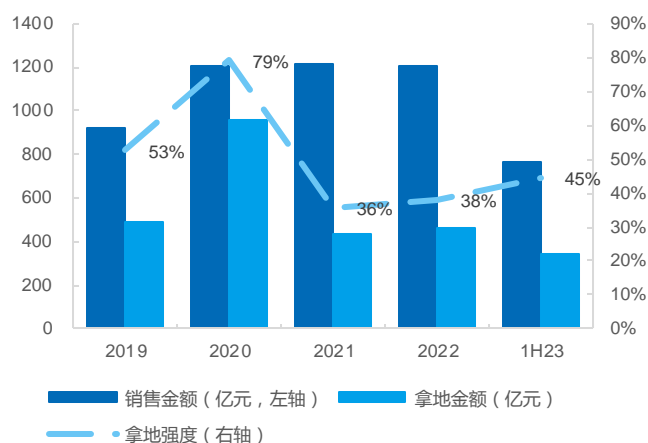
公司审时度势，错峰拿地，把握良好投资节奏。由于 2021 年上半年市场竞争较为激烈以及下半年地产销售市场骤然转冷，在 2020 年获取较多项目后，公司在 2021 年主动收缩了投资力度，拿地金额和新增货值于 2021 年处阶段性底部。而 2022 年大量房企陷入流动性危机进而退出了土地市场，同时地方政府亦推出众多利润率较高、区位较好的优质地块，公司充分把握机遇，顺势加大投资力度，全年拿地金额 460 亿元，同比 2021 年的 436 亿元增长 5.5%，拿地强度提升至 38%，拿地强度居行业前茅。2023 年上半年保持较积极的拿地态度，总投资金额达 343 亿元，拿地强度升至 45%。



图表32：公司近年来拿地金额均超过400亿元



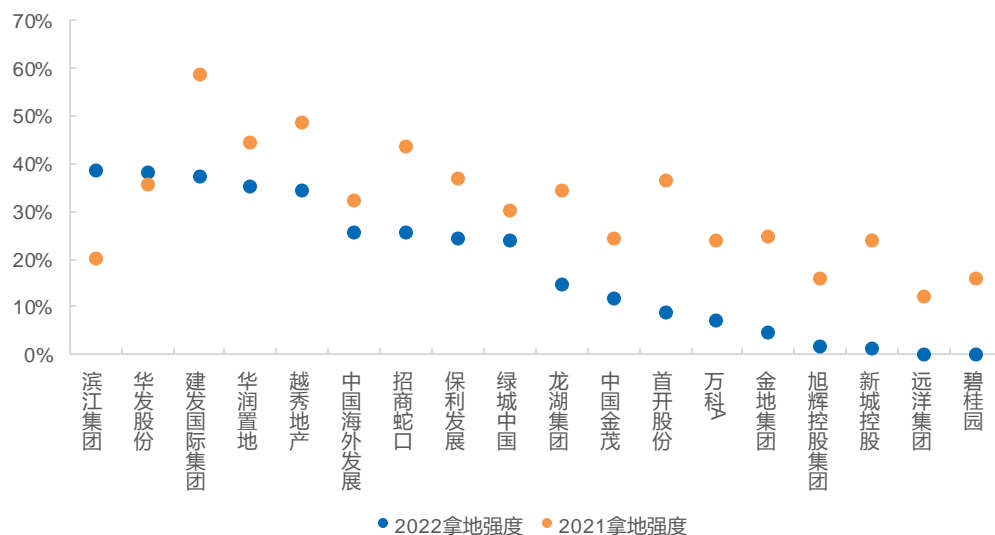
图表33：公司近年来拿地强度均在30%以上



来源：公司公告，国金证券研究所 注：销售与拿地均为全口径；地货比=拿地金额/新增货值

来源：公司公告，国金证券研究所 注：销售与拿地均为全口径；拿地强度=拿地金额/新增货值

图表34：公司2021、2022年拿地强度居行业前茅

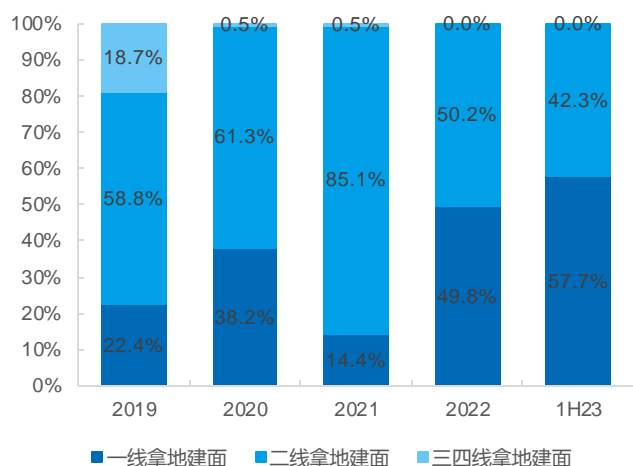


来源：各公司公告，克而瑞，中指研究院，国金证券研究所

**公司投资聚焦一二线城市，拿地质量持续提升。**2022年以来，土地市场热度持续低温，公司投资聚焦优质高能级城市，重点在“9+2”城拿地（9城为上海、深圳、广州、杭州、南京、苏州、成都、西安和长沙，2城为北京和珠海），近三年地货比均在0.5以上，拿地楼面价也持续提升。2022年公司共拿地19宗，拿地建面254万方，总投资额460亿元，平均拿地楼面价18080元/平，均位于一二线城市，其中一线城市拿地8宗（均位于上海），拿地金额229亿元，占比49.8%；二线城市拿地10宗，拿地金额231亿元。2023年上半年公司坚持聚焦一二线的投资战略，获取项目11宗，拿地建面，总投资额343亿元，也均位于一二线城市，其中一线城市拿地2宗（上海、广州各1宗），拿地金额198亿元，占比57.7%；二线城市拿地9宗，拿地金额145亿元，成都3宗、杭州2宗、长沙2宗、南京1宗、苏州1宗。



图表35：新增土储聚焦一二线城市



来源：公司公告，国金证券研究所

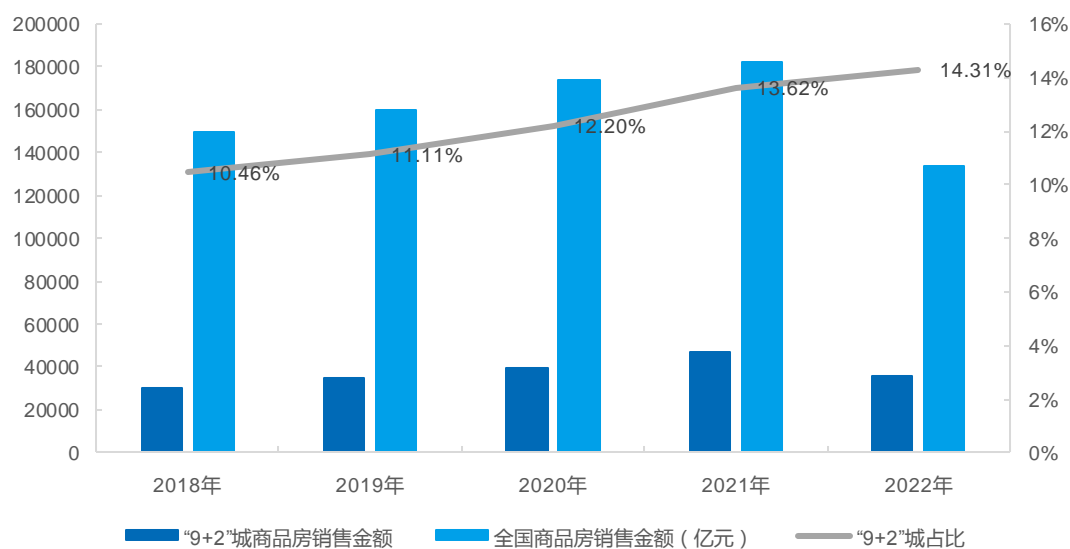
图表36：公司拿地楼面价呈上涨趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

重点城市市场容量充足，足以支撑公司持续发展。公司投资聚焦的重点“9+2”城市市场容量大，11城商品房销售金额占全国商品房销售金额比例持续提升，即使在2022年行业大幅下行背景下，11个城市商品房销售金额也有3.58万亿元，占全国商品房销售金额的14.31%，能够给公司持续发展的空间。

图表37：“9+2”城销售金额占全国比例持续提升



来源：中指研究院，克而瑞，国家统计局，国金证券研究所

### 3.2 把握拿地窗口，多元渠道补充优质土储

公司在审时度势，投资聚焦一二线城市的同时，也拓展了多元的拿地模式，除公开市场招拍挂外，集团产业协同拿地、城市更新、收并购也是获取优质土地的重要渠道。

**渠道一：受华发集团的大力支持，享受集团的优质资源。**2004年9月，华发集团曾向公司出具避免同业竞争的承诺函：如华发集团在公司经营区域以外的其他地域涉及与公司经营范围相同或相类似的业务或项目，在公司明确表示不进入该市场的前提下，可由华发集团继续经营；如公司明确表示进入该市场，则应将业务或项目转让给公司或以合作方式由公司为主开发。

2009年5月，为启动横琴新区开发、促进珠海城市发展、建设珠江口西岸核心城市、构筑粤港澳合作实体平台，华发集团成立了十字门控股。2010年9月，十字门控股全资设立十字门城建。华发集团为了支持公司的发展，允许公司的全资子公司珠海华亿两次增资十字门城建，最终使得公司透过珠海华亿持有十字门城建75%的股份，进而获得十字门城建旗下的优质资产——华发城建国际海岸花园项目。


**图表38：2018年12月公司全资子公司珠海华亿首次增资十字门城建（单位：万元）**

股东名称	增资前		本次增资		增资后	
	注册资本	比例	注册资本	投资金额	注册资本	比例
十字门控股	1000	100%	0	0	1000	50%
珠海华亿投资有限公司	0	0%	1000	351498	1000	50%
合计	1000	100%	1000	351498	2000	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表39：2020年9月公司全资子公司珠海华亿第二次增资十字门城建（单位：万元）**

股东名称	增资前		本次增资		增资后	
	注册资本	比例	注册资本	投资金额	注册资本	比例
十字门控股	1000	50%	0	0	1000	25%
珠海华亿投资有限公司	1000	50%	2000	707068.81	3000	75%
合计	2000	100%	2000	707068.81	4000	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

**渠道二：发力城市更新，直接从土地一级市场拿地。**近年来公司在各地积极参与城市更新项目，开拓土地一级市场，2020年公司开始全面发力“旧改”工作，加速“旧改”布局，组建专门“旧改”项目拓展团队，力争在重点区域和城市实现突破。2023年，公司在上海城市更新取得重大突破，与招商蛇口联合获取上海静安城市更新项目。

**图表40：渠道二：发力城市更新，直接从土地一级市场拿地。**

年份	公司参与城市更新的具体案例
2015年	公司拿下2005年之后武汉市最大规模的城市旧改项目：青岛路旧改项目P(2015)049号地块，着力开发华发外滩荟项目
2016年	公司旗下珠海正汉置业成为珠海湾仔银坑村改造项目开发企业
2017年	正式开启珠海香洲区广昌社区旧村更新项目的进程
2018年	公司旗下城市更新公司与江门市蓬江区国企签订《框架协议》，共同推进双龙村、联合村项目更新工作
2019年	凭借各项同意率均超80%，公司接手中山石岐区员峰片区三旧改造项目
2020年	公司分别介入珠海金湾区三灶镇鱼林村和香洲区旧工业厂房的城市更新项目
2021年	首进徐州、义乌，城市更新项目走出大本营斩获土地，实现从0到1的突破
2022年	获取珠海峰景湾二期城市更新项目
2023年	公司与招商蛇口联合获取上海静安城市更新项目

来源：公司官网，房天下，乐居网，搜狐网，国金证券研究所

**渠道三：优中选优，收购出险企业的项目股权。**2021年以来房企爆雷事件愈演愈烈，与公司合作的部分房企亦出现爆雷情况，公司充分展现国企担当，大力发挥国企在收并购方面的优势，收购出险房企的优质项目股权。

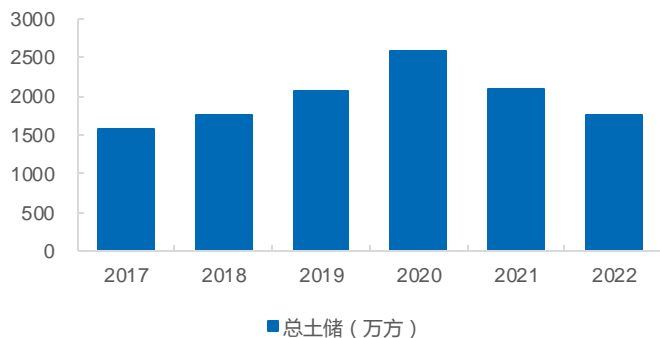
- 收购案例一：2020年10月，融创、公司、云安集团联合竞得昆明草海片区5宗地块，持股比例分别为40%、40%和20%，三家共同开发融创文旅城二期。2022年1月，公司收购了融创昆明融创文旅城二期40%股权，交易价格14亿元，其中现金代价12亿元、债权代价2亿元，持股比例增至80%。
- 收购案例二：2020年4月，珠海奥园新城置业有限公司（广东奥园商业地产集团持股55%，珠海粤西金属持股30%，珠海新达城物管持股15%）取得珠海市香洲区联安村旧改项目实施主体资格。2022年2月，珠海联安村与公司举办合作签约仪式，公司正式接手联安村城市更新项目。
- 收购案例三：2020年11月，公司与深圳融创文旅合资设立项目公司融华置地，持股比例分别为49%和51%，合作开发深圳市宝安区沙井街道地块，打造融创华发冰雪文旅城项目。2023年1月，公司拟收购深圳融创文旅持有的融华置地51%股权及其对融华置地享有的债权，标的股权收购价款35.7亿元，标的债权收购价款1190万元。收购完成后，公司持有融华置地100%股权。



### 3.3 土地储备充裕，一二线城市占比高

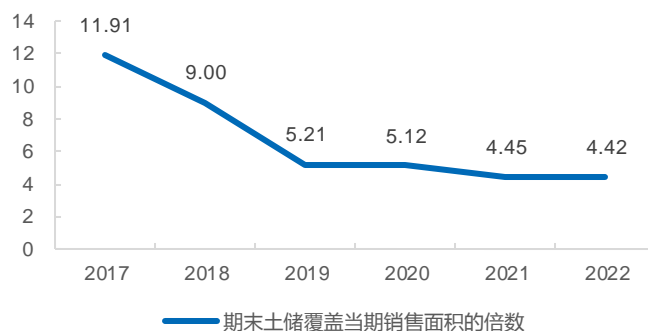
公司总土储充裕，土储建面面对销售面积覆盖超4倍。受城市布局持续优化影响，公司重点在核心一二线城市拿地，土储总建面自2020年逐步下降，但总量仍然充裕。截至2022年末，公司在建建筑面积1385万方，待建计容建面386万方，总土储共计1771万方。2017-22年，公司土储建面覆盖销售面积的倍数（期末土储/当期销售面积）呈下降趋势，但2022年仍能维持4.42倍的水平，公司具备充足的土储，能够支撑未来销售。

图表41：公司总土储较为充裕



来源：公司公告，国金证券研究所

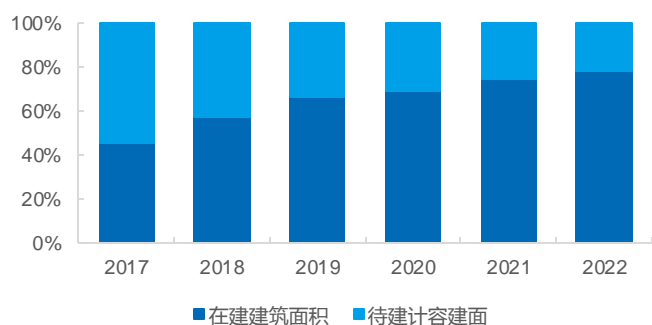
图表42：公司土储覆盖销售面积的倍数较高



来源：公司公告，国金证券研究所

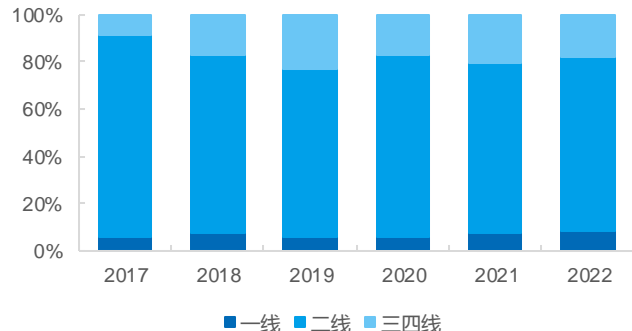
公司土储结构良好，一二线城市土储建面占比超80%。近年来公司开发周期提速，总土储中待建计容建面占比持续降低，在建建筑面积占比提升，截至2022年末，公司在建土储建面占比78.6%，待建土储建面占比21.4%。公司总土储主要分布在一二线城市，近年来一二线土储建面占比维持在80%左右，2022年总土储建面中一线占比8.1%，二线占比73.6%，三四线占比18.3%，一二线合计占比81.7%。分城市看，2022年末，公司在武汉、珠海两城的土储建面超200万方，在上海土储建面达98万方。当前销售市场分化，一二线城市销售好于三四线，土储流动性高，助力公司在市场下行期更好地实现销售去化。

图表43：公司总土储中待建计容建面占比持续降低



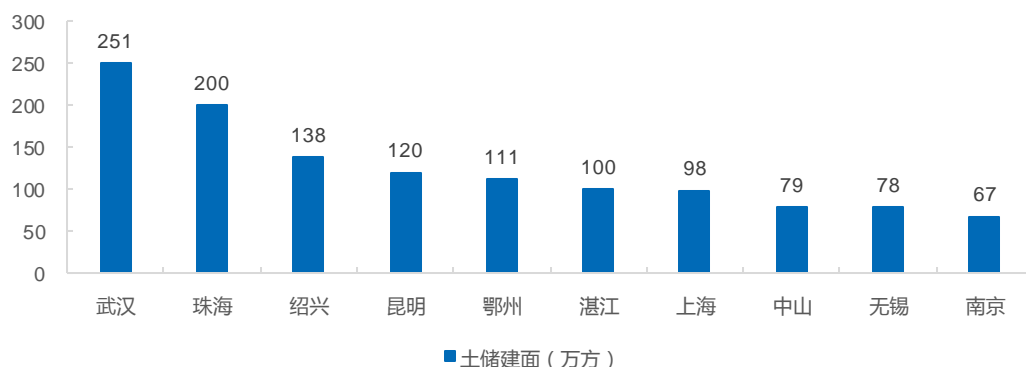
来源：公司公告，国金证券研究所

图表44：公司一二线土储建面占比超过80%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表45：2022年末公司土储建面前十城市



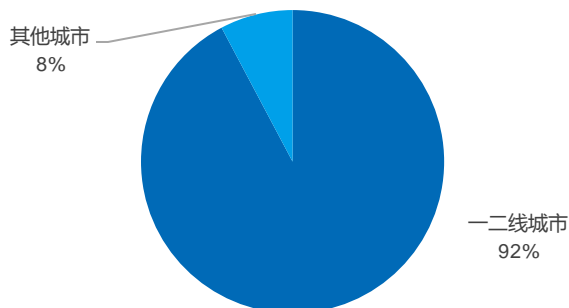
来源：公司公告，国金证券研究所





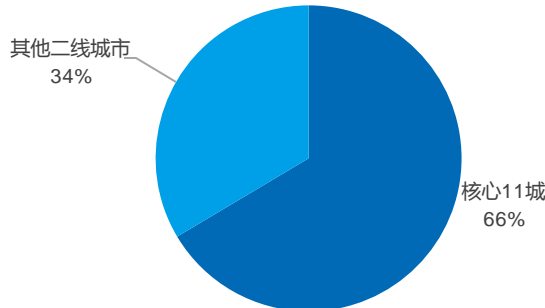
公司一二线土储货值占比 92%，核心 11 城货值占比 66%。截至 1H23，公司土储总货值约 4767 亿元（不含华发集团托管项目货值）。从土储区域布局来看，珠海大区、华南大区和华东大区分别占比 31%、30%和 31%；从土储能级看，一二线城市土储货值 4397 亿元，占比 92%，其中“9+2”核心 11 城货值 2922 亿元，占比 66%。优质的土储布局支撑公司良好的销售和持续发展。

图表46：一二线土储货值占比 92%



来源：公司公告，国金证券研究所 注：截至 1H23

图表47：“9+2”核心城市土储货值占比 66%



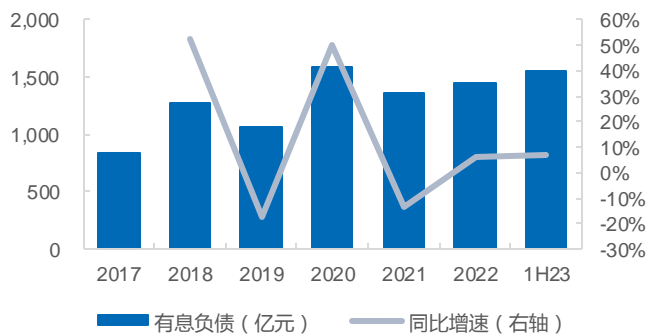
来源：公司公告，国金证券研究所 注：“9+2”核心 11 城为上海、北京、广州、深圳、杭州、成都、南京、苏州、长沙、西安、珠海；截至 1H23

## 四、财务结构安全稳健，融资渠道维持畅通

### 4.1 三道红线维持绿档，有息负债小幅增长

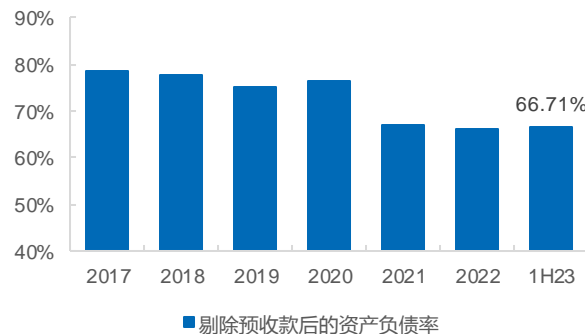
三道红线转绿后维持绿档，有息负债规模小幅增长。2021 年底公司三道红线首次转入绿档，截至 1H23，公司剔除预收款后的资产负债率为 66.71%，较 2022 年末小幅增加 0.71pct；净负债率为 71.7%，较 2022 年末下降 2.13pct；现金短债比为 2.02，与 2022 年基本持平。公司 1H23 有息负债规模为 1560.83 亿元，较 2022 年末增长 7.2%，一方面在行业融资困难的 2022 年仍能保持有息负债的增长，充分说明公司优秀的融资能力，另一方面主动控制有息负债增速（远低于绿档房企 15%的增速限制），稳健发展。

图表48：1H23 公司有息负债规模小幅增长



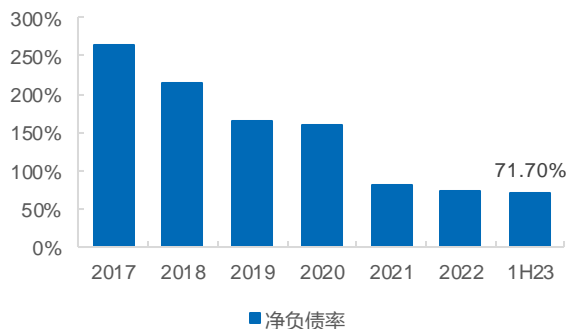
来源：公司公告，国金证券研究所

图表49：1H23 剔除预收款后的资产负债率为 66.7%



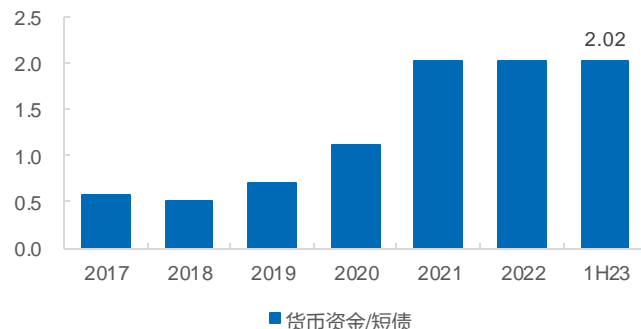
来源：公司公告，国金证券研究所

图表50：1H23 净负债率 71.7%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表51：1H23 现金短债比 2.02

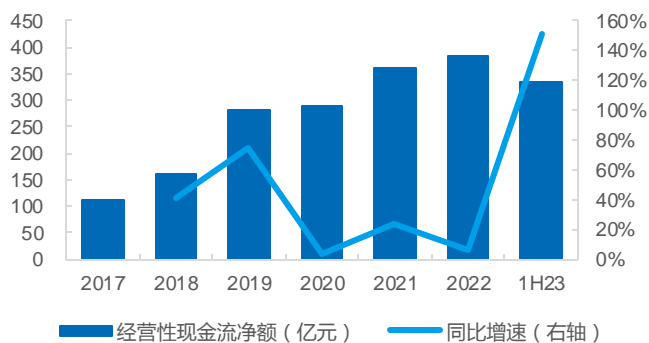


来源：公司公告，国金证券研究所



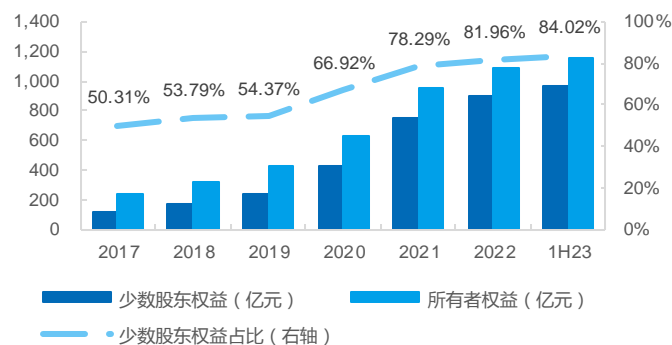
**经营性现金流持续为正,助力公司成功转入绿档。**公司在 2021 年底转绿主要是由于:  
①公司持续狠抓销售回款(2021 年销售回款 707 亿元/+32.3%, 2022 年销售回款 723 亿元/+2.2%, 1H23 销售回款 510 亿元/67.0%); ②主动压降负债、去杠杆, 2021 年有息负债规模较 2020 年下降 13.8% (218.6 亿元); ③公司少数股东权益增长, 壮大并表所有者权益规模, 近年公司少数股东权益规模及占比呈上升趋势, 助力净负债率降至 100% 以下。

图表52: 公司经营性现金流净额持续为正且保持增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表53: 公司少数股东权益占比提升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**华发集团多次增资子公司, 公司少数股东权益增加, 负债结构改善。**2021 年 5 月, 公司与华发城运、城建集团 (均为华发集团子公司) 首次向海川公司 (公司并表子公司) 分别增资 49.5 亿元、49.5 亿元、0.5 亿元。2021 年 10 月, 公司与华发城运、城建集团第二次向海川公司分别增资 198 亿元、198 亿元、1.99 亿元。2022 年 3 月, 公司单独向海川公司增资 5.44 亿元。经历三次增资, 华发城运、城建集团共增资 250 亿元, 公司共增资 252.95 亿元。华发集团多次向公司的并表子公司增资, 助力公司改善负债结构, 降低负债率, 为公司的进一步发展提供了有力的支撑。

图表54: 2021 年 5 月首次增资海川公司 (单位: 万元)

	增资前		本次投资		增资后	
	注册资本	占比	金额	新增注册资本	注册资本	占比
华发股份	12793.20	49.75%	495025.00	12268.28	25061.48	49.75%
华发城运	12793.20	49.75%	495025.00	12268.28	25061.48	49.75%
城建集团	128.57	0.50%	4975.00	123.3	251.87	0.50%
合计	25714.97	100.00%	995025.00	24659.86	50374.83	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表55: 2021 年 10 月第二次增资海川公司 (单位: 万元)

	增资前		本次投资		增资后	
	注册资本	占比	金额	新增注册资本	注册资本	占比
华发股份	25061.48	49.75%	1980099.5025	24688.52	49750.00	49.75%
华发城运	25061.48	49.75%	1980099.5025	24688.52	49750.00	49.75%
城建集团	251.87	0.50%	19900.4975	248.13	500.00	0.50%
合计	50374.83	100.00%	3980099.5025	49625.17	100000.00	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表56: 2022 年 3 月第三次增资海川公司 (单位: 万元)

	增资前		本次投资		增资后	
	注册资本	占比	金额	新增注册资本	注册资本	占比
华发股份	49750.00	49.75%	54412.16	903.61	50,653.61	50.2000%
华发城运	49750.00	49.75%	-	-	49,750.00	49.3045%
城建集团	500.00	0.50%	-	-	500	0.4955%
合计	100000.00	100.00%	54412.16	903.61	100,903.61	100.00%

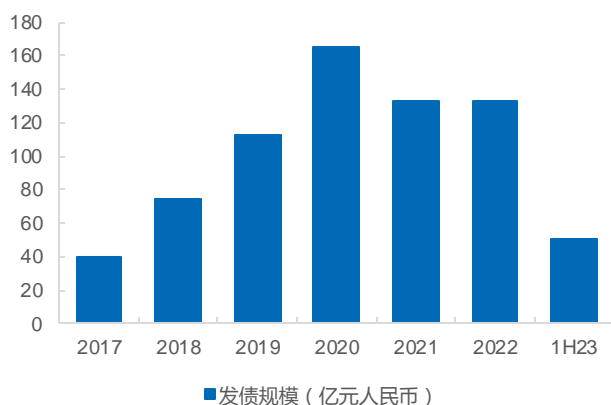
来源: 公司公告, 国金证券研究所



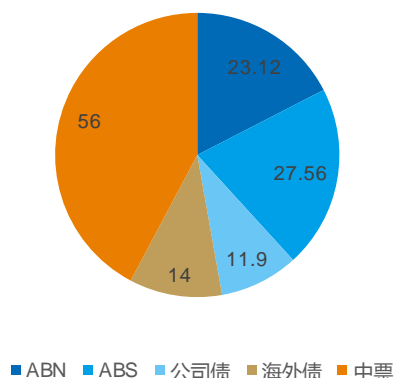
## 4.2 多元化融资渠道维持畅通，租赁住房 REITs 跻身百亿规模

公司债券融资顺畅，预计未来三年到期偿债压力较小。2022 年由于行业违约潮频发，房企融资渠道受限，公司在此背景下，通过 ABN、ABS、公司债、海外债（现已偿还）、中票各类渠道共计发债 132.58 亿元人民币，与 2021 年 133.4 亿元的发债规模相当，融资渠道仍维持畅通。2H23-2025 年公司债券到期规模总计 112.6 亿元人民币，单季最高偿债金额 30 亿元，而公司 2021、2022 年销售回款金额均超过 700 亿元，预计公司所面临的到期偿债压力较小。

图表57：2022 年公司发债规模维持稳定



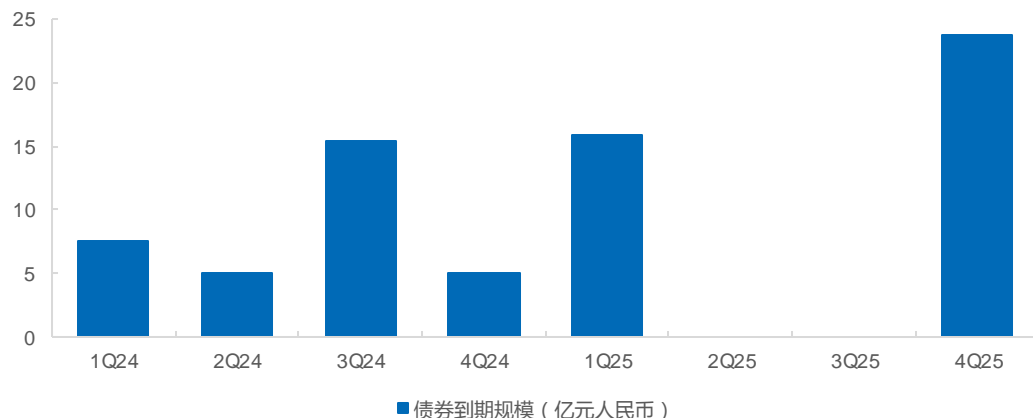
图表58：2022 年公司通过各类发债渠道进行融资



来源：wind，国金证券研究所 注：海外债按当期汇率折算

来源：wind，国金证券研究所 注：单位为亿元人民币，海外债按当期汇率折算

图表59：预计 2024-25 年公司到期偿债压力较小



来源：wind，国金证券研究所 注：海外债按当期汇率折算

公司租赁住房 REITs 跻身百亿规模，融资渠道稳步拓宽。2018 年起，公司率先向上交所申报发行租赁住房类 REITs 一号，并先后完成三期共 50 亿额度的发行，成为市场上首支全额发行的租赁住房储架类 REITs 项目，被上交所列为“典型企业”、“典型案例”。2022 年 7 月，公司租赁住房二号类 REITs 第一期成功发行，标志着公司长租房类 REITs 储架规模已迈入百亿大关，发行规模及存续项目全市场第一，融资渠道继续稳步拓宽。

图表60：公司租赁住房 REITs 发行情况

中联前海开源-华发租赁住房一号资产支持专项计划							
	债券代码	债券简称	发行起始日	发行金额 (亿元)	发行利率	期限	评级
第一期	156945.SH	华发 R1 优	2019/3/27	13.91	5%	18 年	AAA
	156946.SH	华发 R1 次	2019/3/27	1.57	-	18 年	
第二期	165458.SH	华发 R2 优	2019/12/24	7.25	5.39%	18 年	AAA
	165459.SH	华发 R2 次	2019/12/24	4.04	-	18 年	
第三期	169770.SH	华发 R3 优	2020/11/3	14.87	5%	18 年	AAA
	169771.SH	华发 R3 次	2020/11/3	8.2	-	18 年	


**华金-华发租赁住房二号资产支持专项计划**

	债券代码	债券简称	发行起始日	发行金额（亿元）	发行利率	期限	评级
第一期	180289.SH	华发 RH1A	2022/7/13	18.5	5.39%	18 年	AAA
	180290.SH	华发 RH1C	2022/7/13	3.06	-	18 年	

来源：wind，国金证券研究所

**首批推出股权融资方案，成功完成定增发行。**2022 年 11 月 28 日晚，证监会调整优化涉房企业 5 项股权融资措施，支持房企融资的“第三支箭”正式落地。公司快速响应政策利好，拟向包括控股股东华发集团在内的不超过 35 家特定对象非公开发行不超过 6.35 亿股股票，拟募集资金总额不超过 60 亿元，其中 45 亿元用于项目开发，15 亿元用于补充流动资金，本次发行均以现金认购，其中华发集团承诺参与认购金额不超过人民币 30 亿元，且认购数量不低于本次非公开发行实际发行数量的 28.49%。2023 年 10 月 28 日，公司成功完成定增发行，发行 6.35 亿股，每股 8.07 元，发行规模 51.24 亿元，其中大股东华发集团认购 14.60 亿元。公司是政策放松后 A 股市场中第一批出具完整可行的股权融资方案的房企，定增成功落地，助力公司保交付，补充流动性资金，支持公司持续发展。

**图表61：公司股权融资成功完成**

时间	股权融资进展
2022/12/5	公司发布涉及发行股票的若干公告：拟向包括控股股东华发集团在内的不超过 35 家特定对象非公开发行不超过 6.35 亿股，募集资金总额不超过 60 亿元，其中 45 亿元用于项目开发，15 亿元用于补充流动资金
2022/12/5	召开第十届董事局第二十三次会议、第十届监事会第十一次会议，审议通过涉及发行股票的若干议案，并同意提呈股东大会审议
2022/12/5	计划 2022 年 12 月 21 日召开 2022 年第六次临时股东大会，审议涉及发行股票的若干议案
2022/12/16	珠海市国资委批复同意公司非公开发行 A 股股票事项
2022/12/21	第六次临时股东大会以均超过 98% 的支持率决议通过涉及发行股票的若干议案
2023/1/4	中国证监会受理公司非公开发行 A 股股票事项
2023/3/1	向特定对象发行股票申请获上海证券交易所受理
2023/8/4	上交所审核通过公司向特定对象发行股票申请
2023/9/13	向特定对象发行股票申请获证监会同意注册批复
2023/10/28	定增成功发行

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.3 享华发集团资源，获融资支持

**充分享受华发集团资源，进一步拓宽融资渠道。**华发集团具有丰富的金融资源，公司及子公司可通过与华发集团旗下公司以关联交易的形式进行融资，包括但不限于：①应收账款融资。公司及下属子公司将项目销售形成的购房尾款、应收账款通过保理等方式进行融资。②借款。2016-20 年公司向关联方申请 4 笔借款，并于 2021 年 6 月续期 3 笔借款，其他借款条件不变。③融资租赁。公司对旗下项目所需的建材、设施设备等融资租赁。公司通过利用华发集团的资源进行关联交易，不仅解决了公司对资金的需求，提高了资产使用效率，更进一步拓宽了融资渠道。

**图表62：公司与关联方进行应收账款融资**

公告日	标的资产	融资金额（亿元）	融资成本（每年）	融资期限	交易方
2019/5/21	全资子公司铎国商贸的应收账款	4	8.5%	2 年	铎金保理
2019/6/6	控股子公司华发景龙的应收账款	3	8.5%	2 年	铎金保理
2019/10/24	项目销售形成的约 29 亿元购房尾款收益权	19	7.9%	1 年	华金资管
2019/12/14	项目销售形成的不超过 55 亿元应收款	50	8.4%	单笔 6 个月	华金资管
2020/2/20	控股子公司华发景龙的应收账款	3	7.9%	1 年	华金保理
2020/8/27	全资子公司铎国商贸的应收账款	5	6%	2 年，单笔 1 年	华金保理
2021/3/23	项目销售形成的约 4.13 亿元购房尾款应收款债权	2.63	7%	1 年	华金保理
2021/5/26	全资子公司华发建筑设计咨询公司的应收账款	2.05	6%	2 年	华金保理



公告日	标的资产	融资金额 (亿元)	融资成本 (每年)	融资期限	交易方
2021/6/8	项目销售形成的约 4.59 亿元购房尾款应收款债权	2.87	7%	2 年	华金保理
2021/8/31	全资子公司铎国商贸的应收账款	6	6%	单笔 2 年	华金保理
2021/12/1	项目销售形成的约 3.96 亿元售房尾款收益权	3.68	6.9%	2 年	珠海投控集团
2022/1/20	项目销售形成的约 5 亿元购房尾款应收款债权	3	7%	2 年	华金保理
2022/3/8	项目销售形成的约 10 亿元购房尾款应收款债权	7	7%	2 年	华金保理

来源：公司公告，国金证券研究所

图表63：公司与关联方进行融资租赁

公告日	租赁方式	融资金额 (亿元)	租赁利率 (每年)	租赁期限	交易方
2015/11/26	直接租赁	6	4.75%	5 年	横琴华通金融租赁
2019/1/31	售后回租	3	央行公布的人民币三至五年同期贷款基准利率上浮 55%	5 年	横琴华通金融租赁
2022/3/8	售后回租	6	6.50%	3 年	横琴华通金融租赁

来源：公司公告，国金证券研究所

图表64：公司向关联方借款

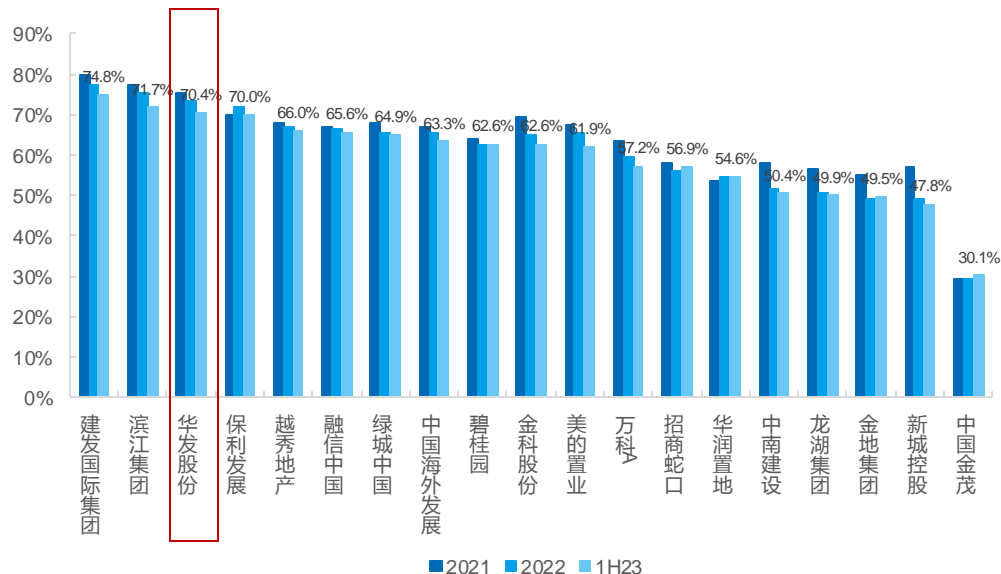
公告日	金额	年利率	原借款期限	续期期限	交易方
2016/11/18	5 亿人民币	6%	5 年	5 年	香港华发
2017/3/25	1 亿美元	6%	3 年	-	香港华发
2018/10/13	2 亿美元	8.5%	3 年	3 年	香港华发
2020/6/13	3 亿美元	7%	2 年	3 年	香港华发

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.4 债务结构持续优化，融资成本有望进一步下降

公司资产流动性高，资产流速行业领先。当前和未来较长一段时间，房企间的竞争是资产流动性的竞争。谁能拿好地、快速去化，谁就能获得更好的利润水平，抢占更高的市场份额，土储和资产质量高、流动性好的房企，未来发展空间更大。从资产结构来看，货币资金和存货这类流动性高的资产占比越高，周转效率越高，公司近年来资产流速均在 70% 以上，1H23 年为 70.4%。

图表65：公司资产流速在行业内领先



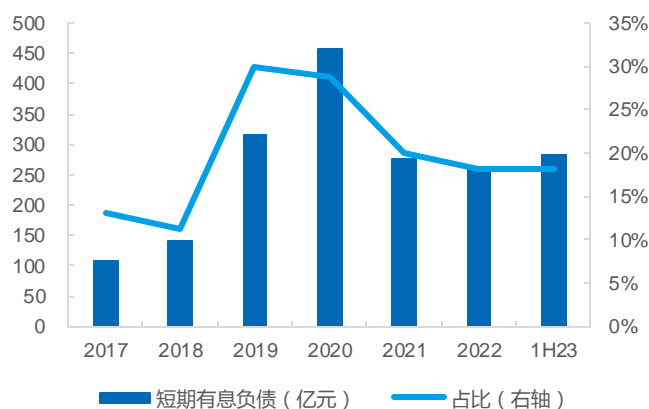
来源：公司公告，国金证券研究所 注：资产流速=（存货+货币资金）/总资产，仅考虑流动资产部分





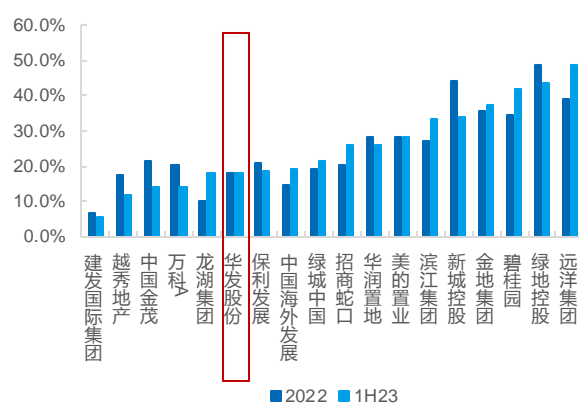
公司债务结构良好，短期有息负债占比低。2021-2022 年公司短期有息负债占比持续降低，1H23 为 18.2%（低于 20%），保持合理健康结构。从行业对比看，1H23 年行业典型房企整体短期有息负债占比 24.6%，公司债务期限结构在行业内属优秀。

图表66：1H23 公司短期有息负债占比 18.2%



来源：公司公告，国金证券研究所

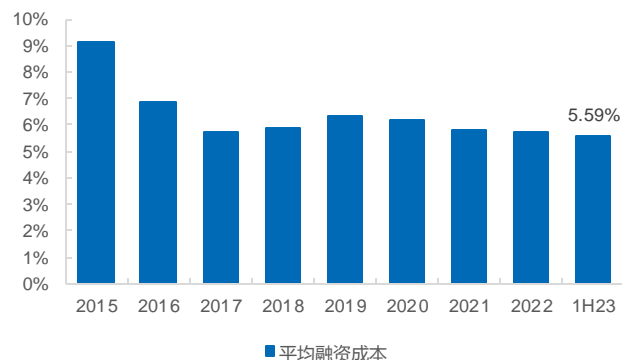
图表67：公司短期有息负债占比在行业内属优秀



来源：公司公告，国金证券研究所

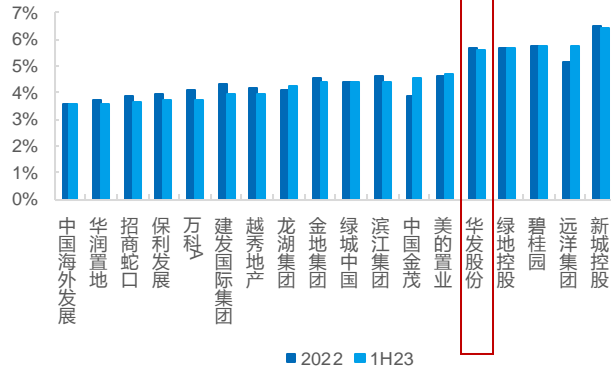
公司融资成本呈下降态势，有望持续改善。近年来公司通过以低息经营性贷款置换高息借款等方式，降低融资成本，融资成本 2019 年以来持续下降；2022 年公司平均融资成本 5.76%，较 2021 年下降 4BP；2023 年公司凭借良好的现金流状况，进一步压降融资成本 17BP 至 5.59%。公司作为未陷入流动性困境的国企，横向对比平均融资成本偏高，主要由于：①公司在 2021 年底非“绿档”房企；②公司过往采用的应收账款融资等融资途径的成本较高。凭借销售回款高效，现金流持续为正的优势，以及银行等金融机构对国资背景房企的偏好，公司可进一步置换高息债务，融资成本有望持续改善。

图表68：公司的融资成本呈下降趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

图表69：横向对比公司融资成本仍有改善空间



来源：各公司公告，国金证券研究所

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 712 亿元、798 亿元和 889 亿元，同比增速分别为 20.3%、12.1%和 11.4%；归母净利润分别为 28.1 亿元、31.2 亿元和 34.8 亿元，同比增速分别为 8.9%、11.2%和 11.4%。核心假设：

- 销售金额预测：公司 2023 年 1-11 月销售金额 1211 亿元，同比+18%，12 月公司可售资源充足，预计能 2023 年全年 1320 亿元的销售目标，同比+10%。2021 年下半年以来房地产市场低迷，土拍竞争减缓，公司趁势补充优质土储，未来可灵活推货，维持销售规模稳定增长，预计公司 2024、2025 年销售增速稳定在 10%。
- 营业收入预测：①房地产业结转收入由 10%当年销售金额、30%去年销售金额和 60%前年销售金额构成，权益比例逐步提升，并表比例在 50%-70%之间。②2022 年新并表华发物业服务，同时商业运营和管理逐步恢复增长，预计 2023-25 年商业和物业营收增速维持在 10%左右。



- 毛利率预测：由于 2018-2020 年高地价（且限价）项目逐步结转，公司近两年毛利率或维持低位，2024 年随着 2021 年下半年的高利率项目结转，毛利率或有提升，预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 18.5%、18.7%和 19.9%。
- 费用率预测：公司精细化管理标准高，费用管理严格，且坚持深耕和优秀的产品品质亦能助力费效管控，预计 2023-2025 年销管费用合计占营业收入比例将保持小幅下行趋势，分别为 5.64%、5.63%和 5.56%。

**图表70：公司主营业务盈利预测**

单位/百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售金额	121,900	120,200	131,980	145,178	159,695
(+/-)(%)	1.2%	-0.5%	9.8%	10.0%	10.0%
房地产业务收入	48,599	56,784	68,543	76,875	85,654
(+/-)(%)	1.0%	16.8%	20.7%	12.2%	11.4%
其他业务收入	2,642	2,406	2,647	2,911	3,202
(+/-)(%)	-8.7%	-8.9%	10.0%	10.0%	10.0%
营业收入	51,241	59,190	71,189	79,786	88,856
(+/-)(%)	0.5%	15.5%	20.3%	12.1%	11.4%
毛利率	25.80%	20.19%	18.45%	18.73%	19.88%
销管费率	6.07%	6.18%	5.64%	5.63%	5.56%
归母净利润	3,195	2,578	2,807	3,122	3,480
(+/-)(%)	10.09%	-19.31%	8.90%	11.22%	11.45%
归母净利率	6.23%	4.36%	3.94%	3.91%	3.92%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5.2 相对估值

可比公司选择行业头部企业保利发展、招商蛇口、中国海外发展，以及近两年发展速度较快的改善型房企建发国际集团、绿城中国、滨江集团、越秀地产，可比公司 2023-2025 年 PE 平均值分别为 6.3x、4.7x 和 3.9x。考虑公司积极错峰拿地补充优质土储，土储质量高，流动性强，且 1000-2000 亿的销售规模能维持 10%增速，预计未来业绩增幅可期，较行业平均有超额收益，我们给予公司 2023 年 8.5x 的 PE，对应目标价为 9.64 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级（当前股价 7.45 元/股，对应上涨空间约 30%）。

**图表71：可比公司估值**

股票代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600048.SH	保利发展	10.34	1,238	6.28	5.08	4.37	197.0	243.5	283.4
001979.SZ	招商蛇口	9.80	888	13.39	8.28	6.31	66.3	107.3	140.8
002244.SZ	滨江集团	7.89	245	5.19	3.99	3.33	47.2	61.4	73.6
0688.HK	中国海外发展	12.11	1,325	5.10	4.31	3.60	260.0	307.3	368.3
3900.HK	绿城中国	6.95	176	3.46	2.88	2.33	50.8	61.2	75.5
1908.HK	建发国际集团	14.79	273	4.38	3.21	2.68	62.3	85.1	101.7
0123.HK	越秀地产	6.25	251	6.12	5.33	4.44	41.0	47.1	56.5
可比公司平均值			628	6.3	4.7	3.9	103.5	130.4	157.1
600325.SH	华发股份	7.45	205	7.30	6.57	5.89	28.1	31.2	34.8

来源：wind，公司公告，国金证券研究所 注：1）数据截至 2023 年 12 月 12 日； 2）可比公司均为国金预测； 3）港股上市公司股价和市值均转换为人民币，港币兑人民币汇率为 0.9172（2023 年 12 月 12 日）



## 风险提示

**宽松政策落地不及预期。**当期市场销售持续低迷，宽松政策出台预期强烈，若高能级城市宽松政策落地不及预期，市场销售或进一步下行。

**房地产市场持续低迷。**公司主业为房地产开发，若政策利好对市场信心的提振不及预期，市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

**多家房企出现债务违约。**若在宽松政策出台期间，多家房企出现债务违约，将对市场信心产生更大的冲击，房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等，房地产业良性循环实现难度加大。



## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	51,006	51,241	59,190	71,189	79,786	88,856
增长率	53.9%	0.5%	15.5%	20.3%	12.1%	11.4%
主营业务成本	-38,611	-38,020	-47,243	-58,058	-64,845	-71,193
%销售收入	75.7%	74.2%	79.8%	81.6%	81.3%	80.1%
毛利	12,396	13,220	11,947	13,132	14,942	17,663
%销售收入	24.3%	25.8%	20.2%	18.4%	18.7%	19.9%
营业税金及附加	-3,397	-3,361	-2,610	-2,848	-3,590	-4,265
%销售收入	6.7%	6.6%	4.4%	4.0%	4.5%	4.8%
销售费用	-1,450	-1,582	-1,900	-2,086	-2,368	-2,604
%销售收入	2.8%	3.1%	3.2%	2.9%	3.0%	2.9%
管理费用	-1,454	-1,527	-1,758	-1,931	-2,124	-2,336
%销售收入	2.9%	3.0%	3.0%	2.7%	2.7%	2.6%
研发费用	-37	-79	-108	-71	-80	-89
%销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	6,058	6,670	5,571	6,196	6,780	8,369
%销售收入	11.9%	13.0%	9.4%	8.7%	8.5%	9.4%
财务费用	-264	-235	-229	-269	-272	-277
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-126	-92	-840	-668	-504	-388
公允价值变动收益	201	20	173	100	50	20
投资收益	459	575	1,538	808	1,002	922
%税前利润	7.3%	8.4%	24.5%	12.9%	14.1%	10.6%
营业利润	6,358	6,962	6,249	6,204	7,093	8,686
营业利润率	12.5%	13.6%	10.6%	8.7%	8.9%	9.8%
营业外收支	-105	-133	34	35	35	36
税前利润	6,253	6,829	6,283	6,238	7,129	8,722
利润率	12.3%	13.3%	10.6%	8.8%	8.9%	9.8%
所得税	-1,693	-2,152	-1,557	-1,560	-1,925	-2,616
所得税率	27.1%	31.5%	24.8%	25.0%	27.0%	30.0%
净利润	4,560	4,677	4,726	4,679	5,204	6,105
少数股东损益	1,658	1,482	2,148	1,872	2,082	2,625
归属于母公司的净利润	2,902	3,195	2,578	2,807	3,122	3,480
净利率	5.7%	6.2%	4.4%	3.9%	3.9%	3.9%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	4,560	4,677	4,726	4,679	5,204	6,105
少数股东损益	1,658	1,482	2,148	1,872	2,082	2,625
非现金支出	245	428	1,299	940	805	709
非经营收益	-650	-309	-1,303	-200	-288	-107
营运资金变动	24,954	31,265	33,622	19,969	19,676	17,940
经营活动现金净流	29,109	36,061	38,344	25,387	25,397	24,646
资本开支	-44,964	-29,905	-30,705	-23,891	-26,634	-19,669
投资	-16,989	-11,426	-18,229	-11,753	-9,236	-10,856
其他	941	-2,655	2,405	829	999	916
投资活动现金净流	-61,012	-43,986	-46,530	-34,815	-34,871	-29,609
股权募资	16,032	33,599	13,911	3,473	-50	-50
债权募资	44,783	-6,472	10,434	11,978	17,964	14,056
其他	-12,028	-12,100	-13,343	-1,662	-1,815	-1,996
筹资活动现金净流	48,786	15,027	11,001	13,789	16,099	12,010
现金净流量	16,824	7,106	2,818	4,361	6,626	7,048

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	43,642	49,994	52,832	57,008	63,484	70,412
应收款项	1,133	1,801	2,278	2,928	3,281	3,654
存货	211,375	217,378	243,544	266,557	291,962	310,518
其他流动资产	36,351	43,514	52,226	57,264	60,404	63,622
流动资产	292,501	312,687	350,880	383,756	419,131	448,206
%总资产	90.9%	88.1%	87.1%	85.8%	85.1%	84.1%
长期投资	23,876	33,624	42,074	53,806	63,045	73,907
固定资产	1,154	3,041	3,480	3,420	3,838	4,241
%总资产	0.4%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	609	623	689	801	900	990
非流动资产	29,344	42,370	51,811	63,604	73,391	84,783
%总资产	9.1%	11.9%	12.9%	14.2%	14.9%	15.9%
资产总计	321,844	355,057	402,691	447,361	492,522	532,990
短期借款	39,039	23,259	25,405	25,877	34,555	40,539
应付款项	50,530	54,352	57,019	66,390	72,377	77,516
其他流动负债	66,207	75,196	91,339	107,525	124,657	141,026
流动负债	155,777	152,807	173,763	199,792	231,589	259,081
长期贷款	79,411	77,170	82,584	86,714	91,049	95,602
其他长期负债	23,311	29,189	36,894	44,096	48,908	52,319
负债	258,499	259,166	293,242	330,602	371,547	407,003
普通股股东权益	20,953	20,819	19,743	25,181	27,316	29,702
其中：股本	2,117	2,117	2,117	2,752	2,752	2,752
未分配利润	10,764	12,644	14,046	16,011	18,197	20,633
少数股东权益	42,392	75,073	89,707	91,578	93,660	96,285
负债股东权益合计	321,844	355,057	402,691	447,361	492,522	532,990

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.371	1.509	1.218	1.020	1.135	1.264
每股净资产	9.897	9.833	9.325	9.149	9.925	10.792
每股经营现金净流	13.748	17.033	18.111	9.225	9.228	8.955
每股股利	0.450	0.460	0.370	0.306	0.340	0.379
回报率						
净资产收益率	13.85%	15.35%	13.06%	11.15%	11.43%	11.72%
总资产收益率	0.90%	0.90%	0.64%	0.63%	0.63%	0.65%
投入资本收益率	2.20%	2.08%	1.74%	1.83%	1.82%	2.02%
增长率						
主营业务收入增长率	53.87%	0.46%	15.51%	20.27%	12.08%	11.37%
EBIT 增长率	52.56%	10.11%	-16.49%	11.23%	9.43%	23.43%
净利润增长率	4.21%	10.09%	-19.31%	8.90%	11.22%	11.45%
总资产增长率	37.48%	10.32%	13.42%	11.09%	10.10%	8.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.5	1.5	3.7	5.0	5.0	5.0
存货周转天数	1,750.9	2,058.0	1,780.6	1,680.0	1,650.0	1,600.0
应付账款周转天数	178.8	283.3	249.5	240.0	230.0	220.0
固定资产周转天数	5.9	19.9	17.8	17.1	15.8	14.6
偿债能力						
净负债/股东权益	147.14%	76.23%	71.63%	68.42%	72.41%	73.40%
EBIT 利息保障倍数	22.9	28.4	24.3	23.0	24.9	30.2
资产负债率	80.32%	72.99%	72.82%	73.90%	75.44%	76.36%

来源：公司年报、国金证券研究所



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。





## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究