

地方国资龙头房企，规模稳步提升

——华发股份（600325）首次覆盖

增持(首次)

2023年12月27日

报告关键要素：

公司经过多年的精耕细作，实现从地方到全国化布局发展，持续深耕于基本面较好的城市主体，在行业逆境中实现持续增长，体现出了公司管理层优秀的管理决策能力，同时公司控股股东实力较强持续给与公司多维度的支持，公司财务健康，杠杆水平控制有度，建议积极关注。

投资要点：

珠海国资龙头房企，经营管理稳健扎实。公司于1992年成立，2012年起，公司实行“扎根珠海，走向全国”战略，开启全国布局，2022年公司进入全国前20强房企。公司控股股东华发集团连续八年跻身“中国企业500强”，具有较强实力并持续支持公司发展，历史上多次增持公司股份、参与公司定增等。公司管理层稳定，通过股权激励将公司利益与中高层管理人员绑定，带动管理层积极性和主动性。

经营：稳中有进，持续突破。业务，公司在深耕房地产开发主业的同时，积极布局多元化业务，目前已经形成了以住宅为主业，商业运营、物业管理、上下游产业链为支撑的“1+3”多元化业务发展格局。销售，公司2014-2022年销售金额复合增速达到39%，在同行业主要上市公司中排名居前，整体实现了快速扩张，2021年、2022年、2023年H1公司合同销售金额分别为1,218.9、1,202.4和769.3亿元，同比分别变动+1.2%、-1.4%和+55.8%，显著优于百强平均水平。区域，聚焦核心城市，持续保持并发挥华东区域的压舱石效应，持续稳固珠海区域龙头地位，公司“4+1”全国区域战略布局持续深化。新增土储聚焦于基本面稳健的核心城市，未来去化更具保障。投资，以销定投，保持稳健的拿地力度，2022年和2023年（截至12月17日）公司拿地强度分别为39.7%和33.1%。与今年同业销售规模居前的主要房企比，公司2023年1-11月拿地强度居于中等偏上水平。土储，土储充足，聚焦基本面较好的城市，截至2022年末公司待开发土地建面有386.38万平，在建面积1,385.06万平，合计1,771.44万平，2022年末待开发土地建面与当年销售面积相当。2022年末公司待开发规划建面和在建建面的前十大城市占比合计达到69.4%，前15大城市占比达到82.4%，通过分析比较公司土储布局的主要城市的2014-2022年人均GDP以及常住人口的

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59189.81	72426.62	79331.87	85266.78
增长比率(%)	15.51	22.36	9.53	7.48
归母净利润(百万元)	2577.82	2777.77	2897.06	3523.49
增长比率(%)	-19.31	7.76	4.29	21.62
每股收益(元)	0.94	1.01	1.05	1.28
市盈率(倍)	7.64	7.09	6.80	5.59
市净率(倍)	1.00	0.80	0.71	0.63

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	2,752.15
流通A股(百万股)	2,117.15
收盘价(元)	7.08
总市值(亿元)	194.85
流通A股市值(亿元)	149.89

个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：潘云娇

执业证书编号：S0270522020001

电话：02032255210

邮箱：panyj@wlzq.com.cn

增速情况来看，除个别城市人均GDP有所下降外，大部分城市均保持人口净流入以及人均GDP增长的态势，整体基本面较好，为公司未来土储去化奠定较好的基础。

财务：财务健康，杠杆水平控制有度。公司业绩表现稳健，已售未结算收入对营收保障倍数较高。2014-2022年公司营业收入CAGR达30.34%，归母净利润CAGR达18.87%，2023年前三季度公司实现营业总收入472.5亿元，同比增长40.24%，归母净利润22.01亿元，同比增长1.14%。三道红线转绿后持续保持在较低杠杆水平。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2023-2025年营业收入分别为724、793、853亿元，归母净利润分别为27.8、29.0、35.2亿元，当前股价（截止2023年12月20日）对应PE分别为7.1、6.8、5.6倍，首次覆盖并给予“增持”评级。

风险因素：房地产行业政策宽松不及预期、行业信用风险持续超预期扩散、结算收入不及预期、公司销售增长不及预期、公司毛利率表现不及预期等

正文目录

1 珠海国资龙头房企，经营管理稳健扎实	5
1.1 持续深耕主业，股东背景实力强	5
1.2 公司股权稳定，集团多维度支持	5
1.3 管理层稳定，激励机制不断完善	7
2 经营：稳中有进，持续突破	8
2.1 业务：产品持续迭代升级，形成“1+3”业务发展格局	8
2.2 销售：规模较快增长，行业地位稳步提升	9
2.3 区域：持续聚焦核心城市，精耕细作	11
2.4 投资：以销定投，保持稳健的拿地力度	13
2.5 土储：土储充足，聚焦基本面较好的城市	14
3 财务：财务健康，杠杆水平控制有度	16
3.1 业绩：业绩稳健增长，结算收入有保障	16
3.2 盈利能力：盈利能力承压，但韧性较强	17
3.3 杠杆：三道红线保持绿档，融资成本续降	19
3.4 权益：少数股东权益占比持续提升	21
4 公司估值与盈利预测	22
5 投资建议与风险因素	23

图表 1: 华发股份历史沿革	5
图表 2: 华发股份股权结构（截至 2023 年 6 月末）	6
图表 3: 历次公司控股股东或董监高增持情况	6
图表 4: 华发股份董事会团队主要成员简介	7
图表 5: 公司“1+3”业务发展格局	8
图表 6: 公司历年收入构成	9
图表 7: 2014 年以来华发股份在行业内销售排名情况	9
图表 8: 华发股份近年来的销售规模(左轴)以及增速(右轴)	10
图表 9: 2014-2022 年主要上市房企销售金额复合增速比较	10
图表 10: 华发股份五大区域销售金额占比	11
图表 11: 公司历年销售均价变动趋势(元/平)	11
图表 12: 华发股份权益销售金额(左轴，亿元)及权益销售占比(右轴，%)情况	11
图表 13: 2013-2023 年华发股份累计新增土储规模(左轴)居前的城市及其占比(右轴)情况	12
图表 14: 2013-2022 年华发股份聚焦的核心城市常住人口复合增速(%)	12
图表 15: 华发股份(权益)拿地金额(左轴)及其占比(右轴)	13
图表 16: 华发股份(权益)拿地面积(左轴)及其占比(右轴)	13
图表 17: 华发股份拿地强度	13
图表 18: 2023 年 1-11 月同业权益拿地强度比较	13
图表 19: 华发待开发及在建面积(万平米)	14
图表 20: 公司土储对合同销售面积覆盖度	14
图表 21: 华发股份历年新增土储结构	15
图表 22: 2022 年末公司待开发及在建面积所在城市情况(平方米)	15
图表 23: 2014-2022 年主要城市人均 GDP 和常住人口复合增速	15

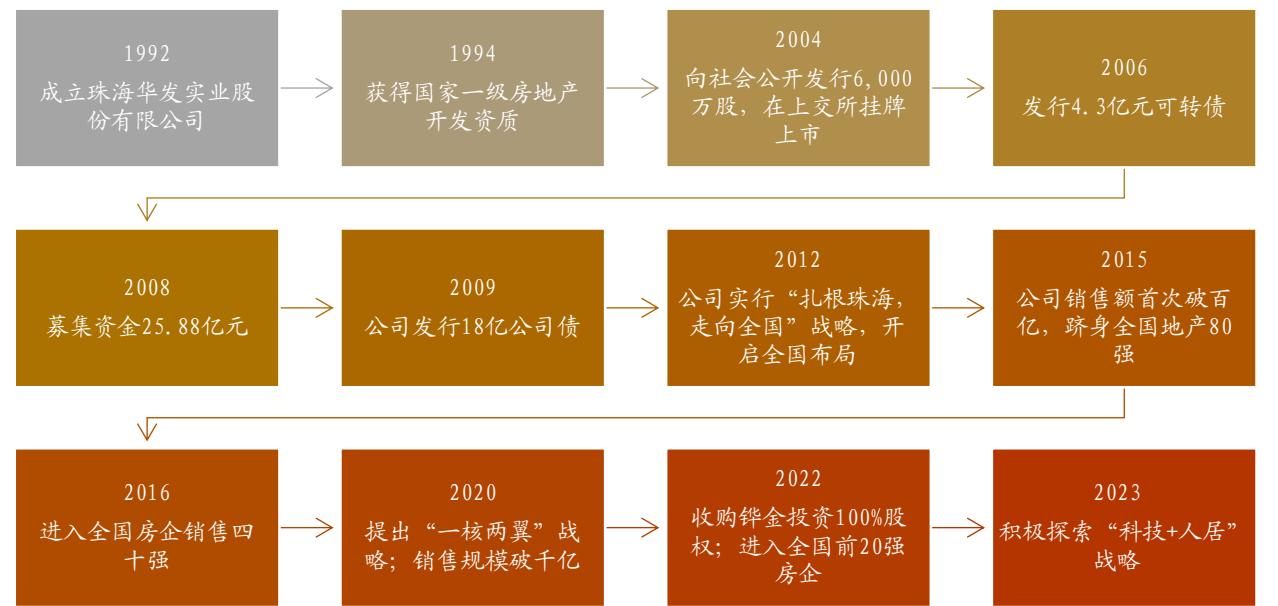
图表 24: 华发股份营业收入 (亿元, 左轴) 及增速 (%，右轴)	16
图表 25: 华发股份归母净利润 (亿元, 左轴) 及增速 (%，右轴)	16
图表 26: 华发股份竣工面积 (万平, 左轴) 及增速 (%，右轴)	17
图表 27: 华发股份新开工面积 (万平, 左轴) 及增速 (%，右轴)	17
图表 28: 已售未结算金额 (亿元, 左轴) 与当年营业收入规模的比值 (倍数, 右轴)	17
图表 29: 公司历年毛利率水平与 A 股头部上市房企比较 (%)	17
图表 30: 公司历年新增土储楼面均价与销售均价比值.....	17
图表 31: 公司历年净利率水平与 A 股头部上市房企比较 (%)	18
图表 32: 公司历年 ROE 水平与 A 股头部上市房企比较 (%)	18
图表 33: 华发股份与 A 股头部上市房企期间费用率比较 (%)	18
图表 34: 公司历年净负债率水平 (%)	19
图表 35: 公司历年现金短债比情况.....	19
图表 36: 公司历年剔除预收账款后的资产负债率水平 (%)	20
图表 37: 公司历年经营活动现金流量净额 (亿元)	20
图表 38: 公司历年有息负债规模 (左轴, 亿元) 及其增速 (右轴)	20
图表 39: 华发股份有息负债结构.....	20
图表 40: 华发股份平均融资成本.....	20
图表 41: 公司存量债券余额结构.....	20
图表 42: 部分上市房企 2023 年 H1 平均融资成本比较	21
图表 43: 华发股份历年少数股东权益占比与少数股东损益占比	21
图表 44: 华发股份合营及联营企业权益占净资产比重	21
图表 45: 各项业务核心假设及盈利预测结果	22
图表 46: 盈利预测结果.....	23

1 珠海国资龙头房企，经营管理稳健扎实

1.1 持续深耕主业，股东背景实力强

珠海华发实业股份有限公司（以下简称“华发股份”或“公司”），于1992年成立，前身始创于1980年，拥有国家一级房地产开发资质；2004年公司成功在上海证券交易所发行上市，同年进入全国上市房企20强的前五名；2005年，华发股份入选全国股权分置改革试点；2006年，华发股份发行4.3亿元可转债在上交所正式上市，成为国家实施上市公司股权分置改革以来首个可转债再融资项目和首个房地产上市公司公开再融资项目；2008年，华发股份完成配股，共募集资金25.88亿元；2009年华发股份18亿元公司债在上海证券交易所上市；2012年起，公司实行“扎根珠海，走向全国”战略，开启全国布局；2015年公司实现销售金额133亿元，进入百亿梯队，跻身房地产销售80强；2020年，公司提出“一核两翼”战略，以住宅为核心，持续优化商业运营与延伸上下游产业链同步发展。2022年公司推进收购铧金投资100%股权，并于2023年实现华发物业（股票代码：00982.HK）的间接控股权，同时，2022年公司进入全国前20强房企。2023年公司持续精准施策，推动销售规模稳步提升。华发股份积极响应国家产业政策，加快转型升级，致力推动产业多元化，打造上下游产业链，已经形成以住宅为主业，商业运营、物业管理与其它业务（含上下游产业链企业及境外公司）为支撑的“1+3”发展格局，实现了从区域单一性房地产企业到全国综合性房地产企业的跨越。

图表1:华发股份历史沿革



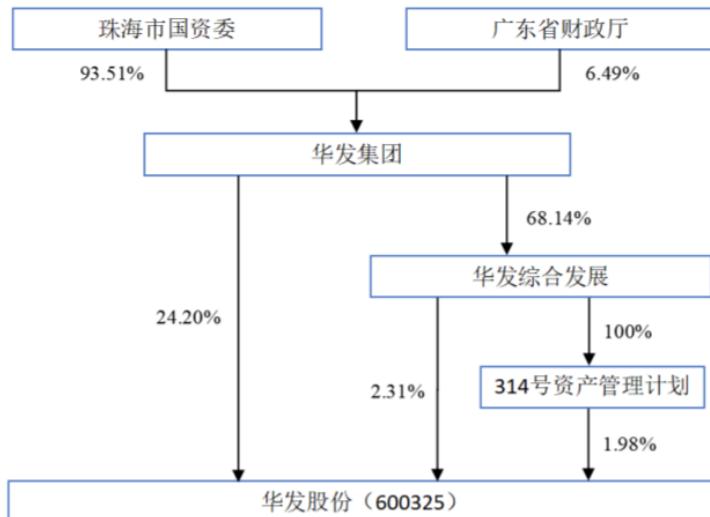
资料来源：公司官网，公司公告，房天下，万联证券研究所

公司控股股东华发集团组建于1980年，2016年起连续八年跻身“中国企业500强”，其旗下除控股华发股份外，还控股华金资本、华发物业服务、庄臣控股、维业股份、光库科技、迪信通、方正科技7家上市公司，以及华冠科技、华冠电容两家新三板挂牌企业，截至2022年末，华发集团资产总额达1000亿元、营收1,604亿元、净利润77.2亿元。华发集团深耕科技、城市和金融三大产业领域，实力较强，在华发股份的发展过程中有能力提供更多的支持。

1.2 公司股权稳定，集团多维度支持

截至2023年6月末，公司控股股东为珠海华发集团有限公司，其直接及间接通过华发综合发展及其一致行动人314号资产管理计划控制发行人28.49%的股份。珠海市国资委持有华发集团93.51%的权益，为公司实际控制人。2023年11月公司完成股票增发，发行股数为6.35亿股，其中控股股东华发集团获配股数为1.81亿股，直接持股比例增至26.34%，增发完成后公司总股本增至27.52亿股。

图表2:华发股份股权结构 (截至 2023 年 6 月末)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

控股股东增持彰显对公司发展信心。梳理公司历年公告情况来看，公司控股股东或董监高对华发股份进行5次增持。从前三次增持情况来看，增持公告发布至未来一年左右的时间内均获得较好的收益。2023年9月26日，公司公告控股股东华发集团计划未来6个月内，拟通过集中竞价等交易方式增持公司股票，拟增持的股份数量不低于1,588万股(含本数)，最高不超过3,175万股(含本数)，价格不超过15元/股(含本数)。

图表3:历次公司控股股东或董监高增持情况

公告时间/增持期间	公告内容	公告日起一年内涨幅(%)
2005年8月12日-2005年10月21日	华发集团期间增持公司 571.56 万股，占公司总股本的 2.8578%	31.03
2008年10月7日	华发集团通过在二级市场买入的方式，于 2008 年 10 月 6 日增持本公司股份 10 万股。拟在本公告发布之日起 12 个月内，从二级市场上继续择机增持本公司股份（含已增持部分）不超过公司已发行股份的 2%	85.12
2014/7/22-2014/7/23	珠海华发实业股份有限公司副总裁阳静女士于 2014 年 7 月 22 日和 23 日以自有资金从二级市场买入本公司股票共计 15,000 股	145.54
2014/7/24	珠海华发实业股份有限公司部分董事、监事及高级管理人员于 7 月 24 日以自有资金从二级市场买入本公司股票	164.75

2023年9月26日-

华发集团计划自本次增持计划披露之日起6个月内，通过上海证券交易所系统以包括不限于集中竞价交易方式增持公司无限售流通A股股票，拟增持的股份数量不低于1,588万股（含本数），最高不超过3,175万股（含本数），价格不超过15元/股（含本数）

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.3 管理层稳定，激励机制不断完善

公司核心管理团队稳定。公司上市以来共经历两任掌门人，公司前任董事长袁小波在2004年至2014年任职，2012年华发股份全面实施“立足珠海、布局全国、开拓海外”的发展战略，2014年李光宁先生出任公司董事局主席，坚持践行“立足珠海、布局全国、开拓海外”的发展战略。

图表4:华发股份董事会团队主要成员简介

姓名	现任职务	简介
李光宁	公司董事局主席；华发集团党委副书记、董事、总经理；华发物业董事长等	1971年出生，硕士研究生学历，经济师。曾任珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理；公司董事局秘书、董事。
陈茵	公司董事局副主席、总裁	1970年出生，博士研究生学历，工程师。曾任珠海英格仕房产开发有限公司总经理助理兼工程业务部经理；公司销售部经理、总经理助理、副总裁。
郭凌勇	公司董事局副主席、执行副总裁；珠海华发城市运营投资控股有限公司董事长	1973年出生，本科学历。曾任公司市场部经理；珠海十字门中央商务区建设控股公司常务副总经理、总经理、董事长；珠海华发文化产业投资控股有限公司董事长；珠海华发集团有限公司总经理助理、副总经理等。
汤建军	公司董事局副主席、副总裁	1969年出生，硕士研究生学历。曾任珠海市香洲区唐家镇镇长、镇人大主席、镇委书记；珠海市大学园区工作委员会副主任；珠海市政府副秘书长；佛山市政府副秘书长；佛山市南海区委常委、组织部长、区编委办主任、人才办主任；佛山市委副秘书长；珠海市国资委正处级干部。
俞卫国	公司董事、常务执行副总裁兼财务负责人	1966年出生，硕士研究生学历，中国注册造价工程师，中国注册资产评估师，高级审计师。历任珠海市审计局基本建设审计科副科长；公司财务总监、副总裁。
谢伟	公司董事；华发集团董事，常务副总经理；华发物业执行董事、行政总裁等	1974年出生，硕士研究生学历，经济师。曾任深圳市国际企业股份有限公司董事局秘书、投资部经理；华发集团总经理助理；珠海华发投资控股有限公司副总经理；珠海华发集团财务有限公司董事长；珠海铧创投资管理有限公司董事长；珠海铧创投资担保有限公司董事长；公司董事局秘书。
许继莉	公司董事；华发集团首席资金官；珠海华发集团财务有限公司董事长等	1971年出生，硕士研究生学历，经济师。曾任中国农业银行珠海市分行副行长；兴业银行珠海分行副行长。
郭瑾	公司董事；珠海华发实体产业投资控股有限公司董事长；珠海发展投资基金管理有限公司董事长；珠海华金资本股份有限公司董事长	1972年出生，本科学历，经济师。2014年5月至2021年3月任珠海华金资本股份有限公司董事、总裁。
张延	公司董事、执行副总裁、党委书记、首席工程官	1968年出生，土木系博士/博士研究生学历，结构工程专业。曾任珠海市建设局政策法规科科长；珠海建设局勘察设计科科长；2006年12月至2010年5月任珠海市房地产和城乡规划建设局总工程师。

资料来源：wind，万联证券研究所

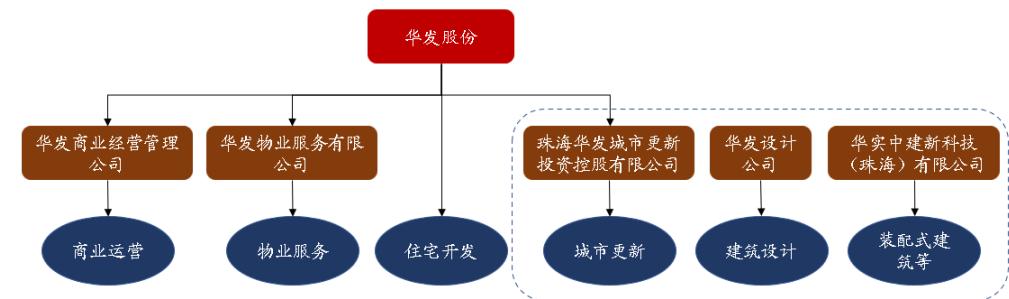
积极实施股权激励，带动管理层积极性。公司持续完善激励机制，推出股权激励措施，公司于2017年实施了股权激励政策，2017年股权激励方案授予激励对象包括中高层管理人员合计160人，设置考核条件主要包括以2015年为基准年，2017年-2020年公司每年净利润增长率分别不低于20%、30%、40%、50%，以及净资产收益率分别不低于8.5%、8.8%、9%、9.5%，主营业务比率不低于97%等，公司顺利完成考核要求。

2 经营：稳中有进，持续突破

2.1 业务：产品持续迭代升级，形成“1+3”业务发展格局

产品体系升级，打造核心竞争力。华发股份积极响应国家产业政策，加快转型升级，致力推动产品多元化。经过多年发展，2023年迭代推出“优+产品体系”5.0，以“三力十二优”“七大质美生活场景”赋予人居住宅全新定义，筑就优家生活。截至2022年末，公司已打造近200个匠心人居项目，多个项目获得广厦奖、亚洲不动产奖等国内外大奖，跻身克而瑞“中国房地产企业产品力”前15强。公司在深耕房地产开发主业的同时，积极布局多元化业务，目前已经形成了以住宅为主业，商业运营、物业管理及上下游产业链为支撑的“1+3”多元化业务发展格局。

图表5:公司“1+3”业务发展格局



资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

商业运营业务，公司目前商业运营业务以公司全资子公司珠海华发商业经营管理公司作为旗下唯一的商业地产运营管理业务平台，专业从事商业地产项目运营管理，包括前期规划、招商及后期管理运营，是公司及集团在全国范围内购物中心、商业街等商业项目的运营管理公司。商业板块布局逐渐成熟，步入战略转型发展新轨道，在2021年，珠海、太仓、威海、中山、武汉等城市的六大重点项目开业，全面打响华发商业品牌。阅潮、华商百货和华发奥特美康体中心三大自营业务线已逐步成型，产品生态体系愈加成熟。

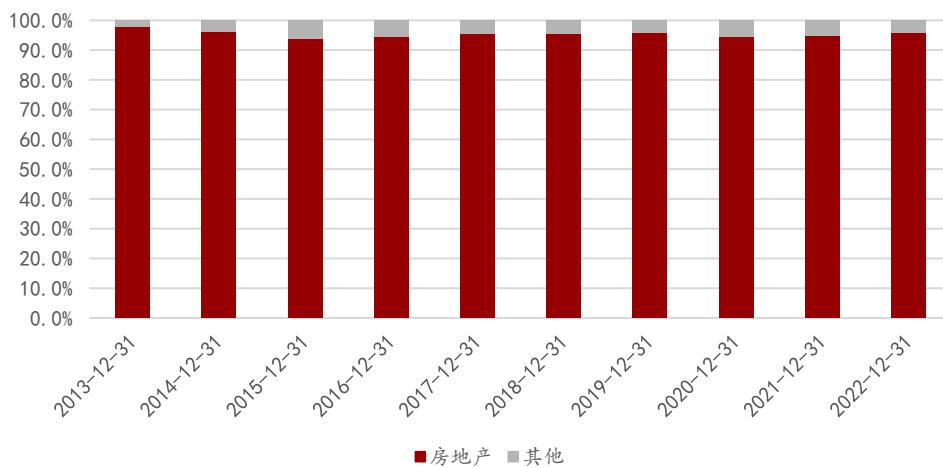
物业服务业务，公司的间接控股子公司华发物业服务有限公司创立于1985年，是一家社区生活运营商和综合设施服务商，截至2023年中期末，华发物业服务公司管理覆盖北京、上海、广州、深圳、武汉、重庆、南京等全国42个重点物业组合，形成扎根大湾区、辐射全国的发展态势。

上下游产业链稳步发展，多元产业格局持续深化。公司除了在商业地产以及物业管理方面的布局外，积极向城市更新、设计、营销、装配式建筑、长租公寓等业务领域延伸地产业务产业链，推动产业升级发展。其中，城更业务以珠海华发城市更新投资控股有限公司为主体运营，其立足于深耕珠海的发展定位，其存量业务在数量及规模上均位列珠海第一。租赁住房方面，华发优生活打造多元化租住三大产品线，包括

华府系、华庭系及华寓系列。

公司当前的收入来源仍以房地产开发业务为主，其他业务收入规模较小，公司2013-2022年房地产开发业务收入占比在93%-98%，非地产开发类业务整体收入占比较低，但是绝对规模实现了较快提升，2022年非房地产开发业务收入达到24亿元，2013-2022年复合增速达到34.7%，高于房地产开发业务的增速。

图表6:公司历年收入构成

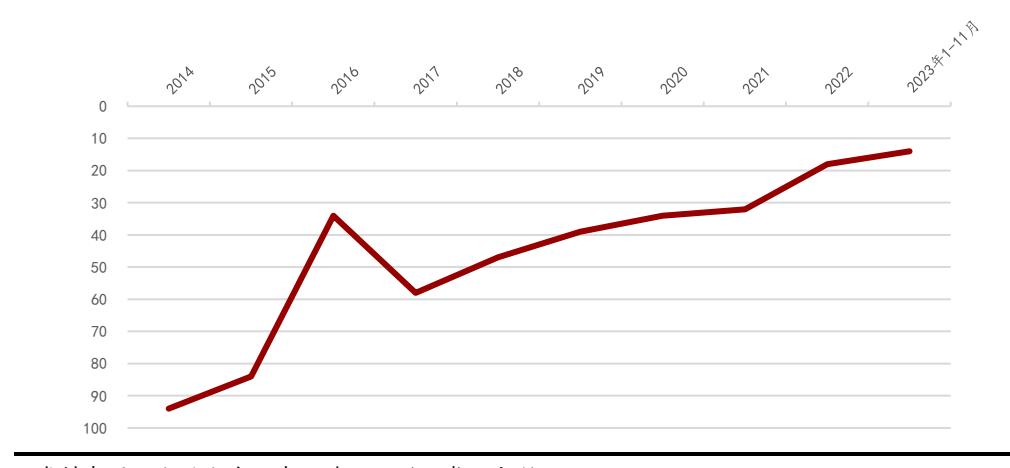


资料来源: wind, 万联证券研究所

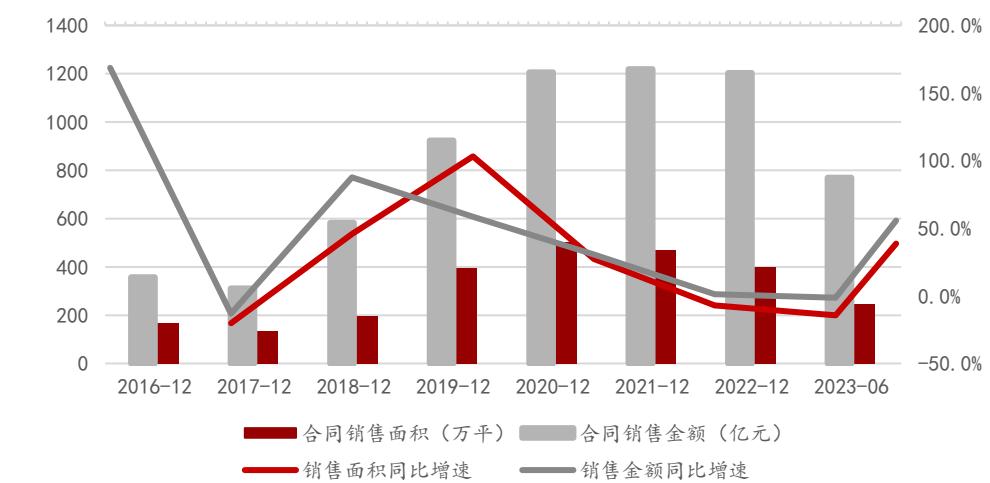
2.2 销售：规模较快增长，行业地位稳步提升

销售规模稳健提升，行业排名持续攀升。公司2014-2022年销售金额复合增速达到39%，在同行业主要上市公司中排名居前，整体实现了快速扩张。从历年销售表现来看，仅2017年出现销售规模下滑，预计主要是受公司核心区域上海等地房地产市场销售表现不佳影响，此后伴随公司持续对外扩张，整体销售规模实现稳健增长。2021-2023年在房地产行业下行期，公司销售规模保持稳健，2021年、2022年、2023年H1公司合同销售金额分别为1,218.9、1,202.4和769.3亿元，同比分别变动+1.2%、-1.4%和+55.8%，销售面积分别为468.8、400.9、247.8万方，同比分别变动-7.0%、-14.5%和+38.7%。2021年、2022年、2023年H1百强全口径销售金额增速分别为-2.2%、-40.4%、+0.0%，公司整体表现显著优于百强房企平均水平。根据公司公告以及克而瑞百强房企销售排行榜，公司2014年全口径销售金额排名94名，至2023年1-11月公司销售金额排名居于行业第14位，实现行业地位快速提升。

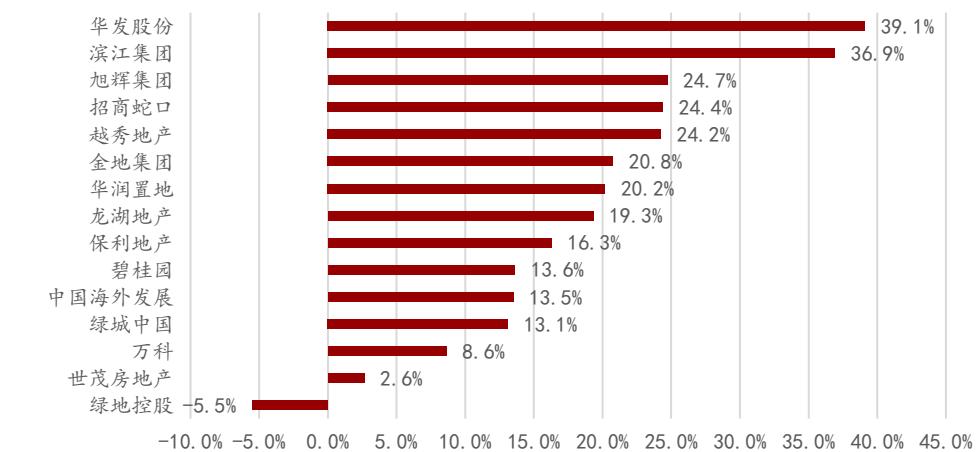
图表7:2014年以来华发股份在行业内销售排名情况



图表8:华发股份近年来的销售规模(左轴)以及增速 (右轴)



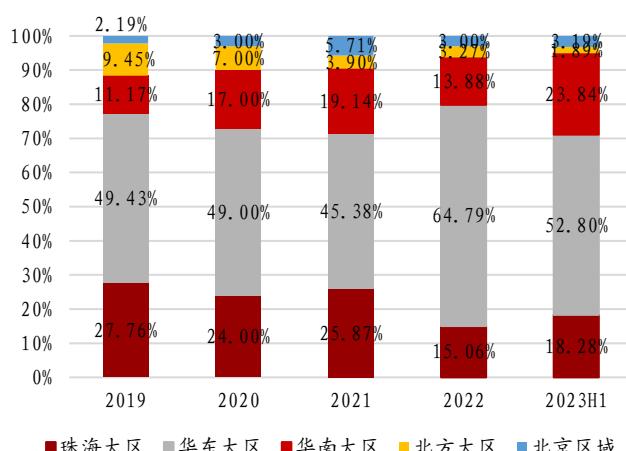
图表9:2014-2022 年主要上市房企销售金额复合增速比较



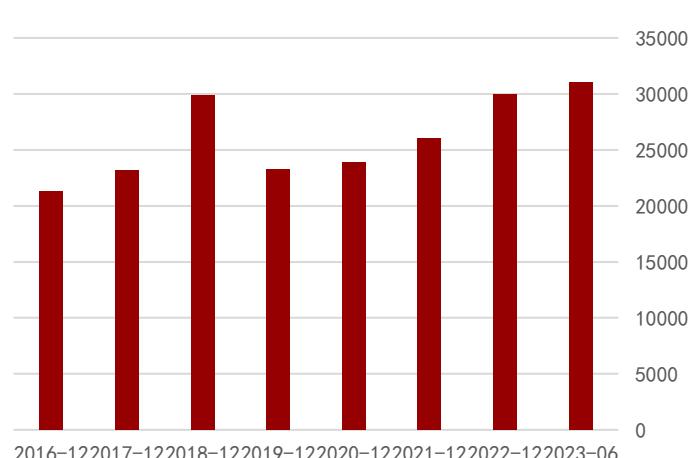
2.3 区域：持续聚焦核心城市，精耕细作

聚焦核心城市，持续保持并发挥华东区域的压舱石效应，持续稳固珠海区域龙头地位。2012年起，公司全面实施“立足珠海，布局全国”的发展战略，在巩固珠海大本营的同时，聚焦于粤港澳大湾区、长三角区域、京津冀协同发展区域以及长江经济带等核心城市群，最终形成珠海大区、华东大区、华南大区（不含珠海）、北方大区及北京区域的“4+1”全国战略布局。截至2023年中期末，公司已经进驻全国近50个城市，实现了全国化业务布局。从区域结构来看，珠海作为公司的基本盘整体占比较高，2023H1年珠海大区占比达到18.28%，持续保持珠海区域龙头地位，华南大区（不含珠海）占比23.84%，华东区域占比52.8%，北京区域占比3.19%，北方区域（不含北京）占比1.89%。其中华东区域作为公司的“压舱石”，在公司销售规模占比较高，2019年至2023H1，华东区域销售金额占比均保持在45%以上，压舱石地位持续巩固。公司始终坚持“战略深耕、精准布局”的战略，推进“4+1”区域布局，深耕一、二线城市，2019以来销售均价逐年增长。

图表10:华发股份五大区域销售金额占比



图表11:公司历年销售均价变动趋势（元/平）

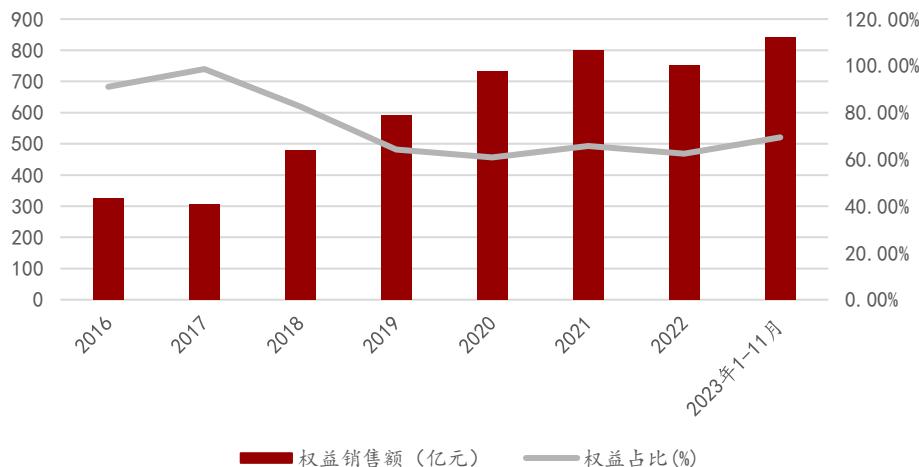


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，同花顺ifind，万联证券研究所

权益销售占比维持相对稳定，合作开发控制有度：行业下行期，合作开发模式具有较好的分散企业资金压力、扩张规模的作用，华发股份主要与华润置地、招商蛇口等大型国央企合作开发。2016年和2017年公司权益销售金额占比均大于90%，而2018年开始下降，近几年权益占比维持在65%左右。

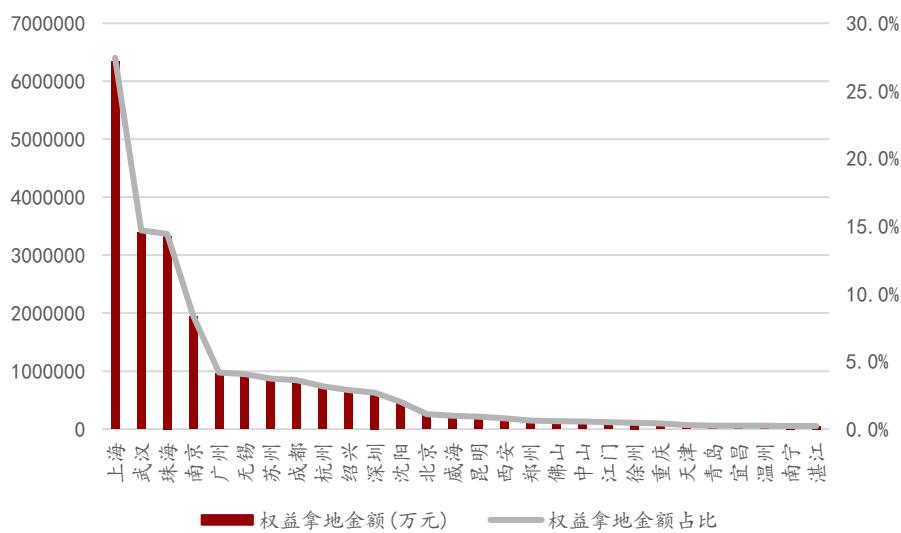
图表12:华发股份权益销售金额（左轴，亿元）及权益销售占比（右轴，%）情况



资料来源：中指研究院，克而瑞，公司公告，wind，万联证券研究所

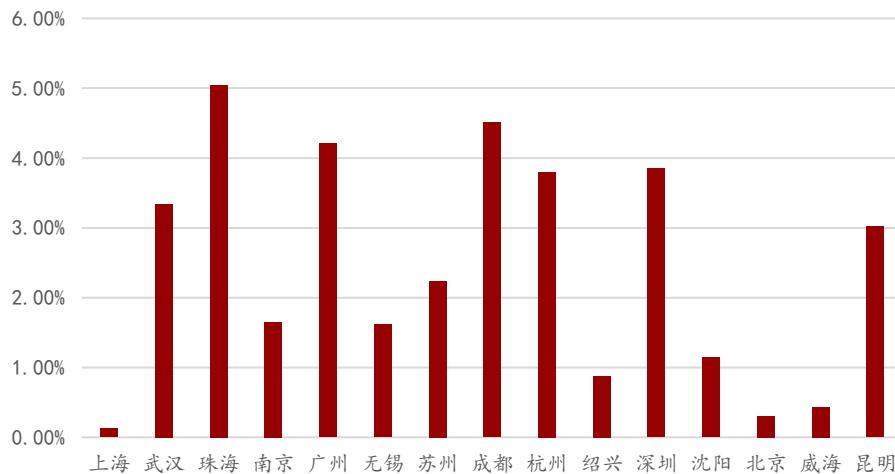
新增土储聚焦于基本面稳健的核心城市，未来去化更具保障。根据中指研究院数据统计，2013-2023年期间公司累计新增土储权益拿地金额前十城市占比合计达到86.6%，前15城占比达到94.3%。公司聚焦的主要核心城市常住人口在过去约十年间复合增速均实现正增长，对公司销售去化具有较强基本面支撑，也体现出了公司较强的投资决策能力。

图表13:2013-2023年华发股份累计新增土储规模（左轴）居前的城市及其占比（右轴）情况



资料来源：中指研究院，万联证券研究所，以上数据截至2023年12月17日

图表14:2013-2022年华发股份聚焦的核心城市常住人口复合增速 (%)

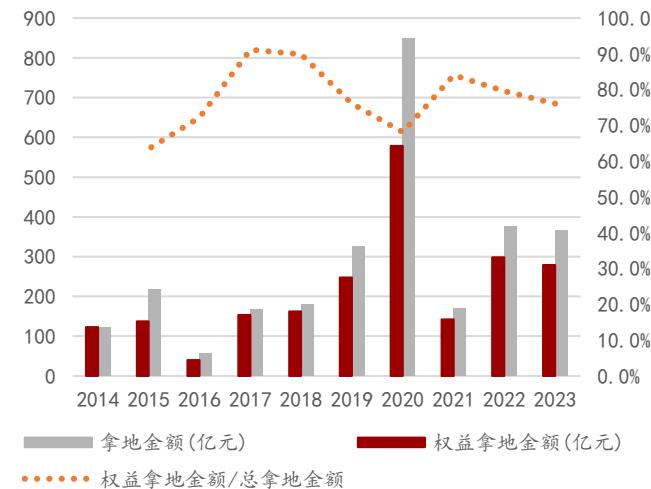


资料来源：各地统计局，wind，万联证券研究所

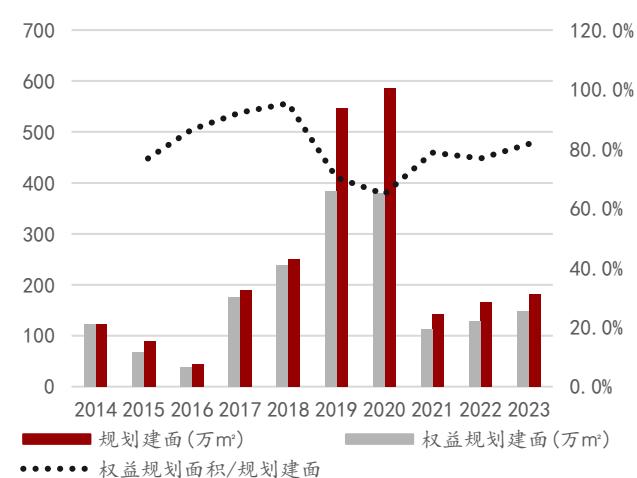
2.4 投资：以销定投，保持稳健的拿地力度

随市场变化灵活调整投资策略：根据中指研究院数据统计，公司拿地规模从2017年开始保持相对稳健的状态，在2020年迎来拿地高峰，但随着2021年下半年房地产行业骤然降温，公司主动收缩对外投资规模，2022年随着地方加大优质地块的推出以提高土地市场的活跃度，公司顺势择优增加拿地规模，2022年和2023年拿地规模恢复至相对较高的水平，2022年和2023年1-11月拿地强度分别为39.7%和27.8%。与今年同业销售规模居前的主要房企比，公司2023年1-11月拿地强度居于中等偏上水平。

图表15:华发股份(权益)拿地金额(左轴)及其占比(右轴)



图表16:华发股份(权益)拿地面积(左轴)及其占比(右轴)

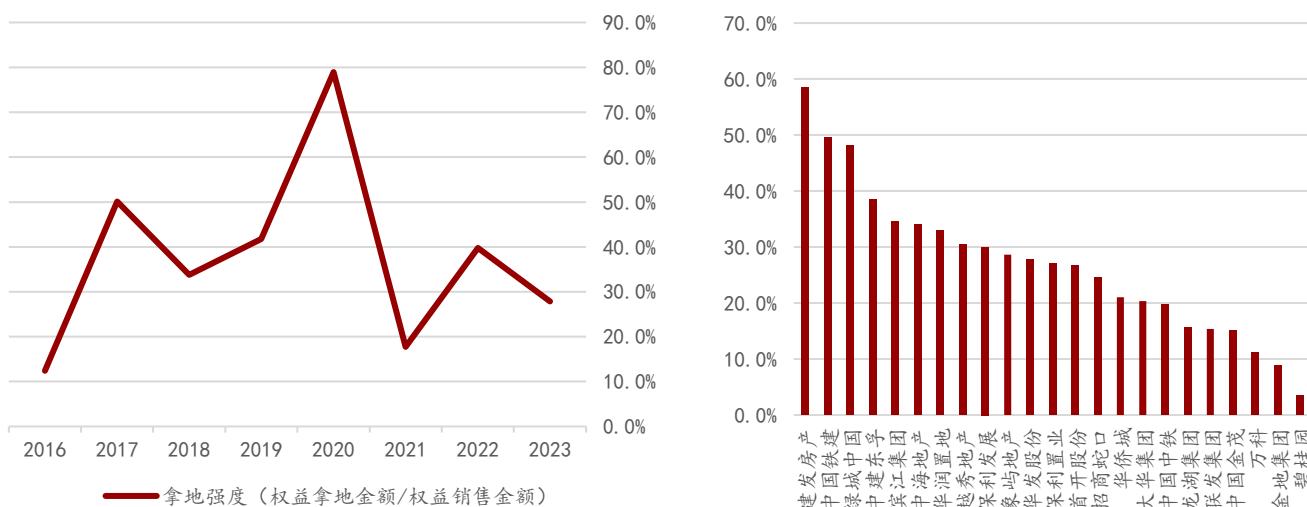


资料来源：中指研究院，万联证券研究所，截至2023年12月17日

资料来源：中指研究院，万联证券研究所，截至2023年12月17日

图表17:华发股份拿地强度

图表18:2023年1-11月同业权益拿地强度比较



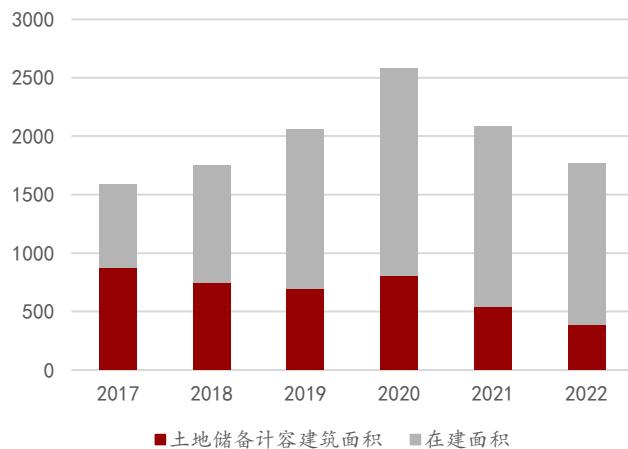
资料来源：中指研究院，万联证券研究所，拿地强度=权益拿地金额/权益销售金额，其中2023年数据为2023年1-11月的数据。

资料来源：中指研究院，万联证券研究所，拿地强度=权益拿地金额/权益销售金额，数据采用中指研究院2023年1-11月百强销售及拿地排行榜。

2.5 土储：土储充足，聚焦基本面较好的城市

公司待开发土地面积下降，但整体保持土储充足。截至2022年末公司待开发土地建面有386.38万平，在建面积1,385.06万平，合计1,771.44万平，2022年末待开发土地建面与当年销售面积相当，公司历年待开发土地建面对销售面积的覆盖度持续下降，预计主要是在行业去杠杆的过程中，公司逐步降低杠杆水平，但是目前仍保持较为充足的土地储备。

图表19:华发待开发及在建面积 (万平米)



图表20:公司土储对合同销售面积覆盖度



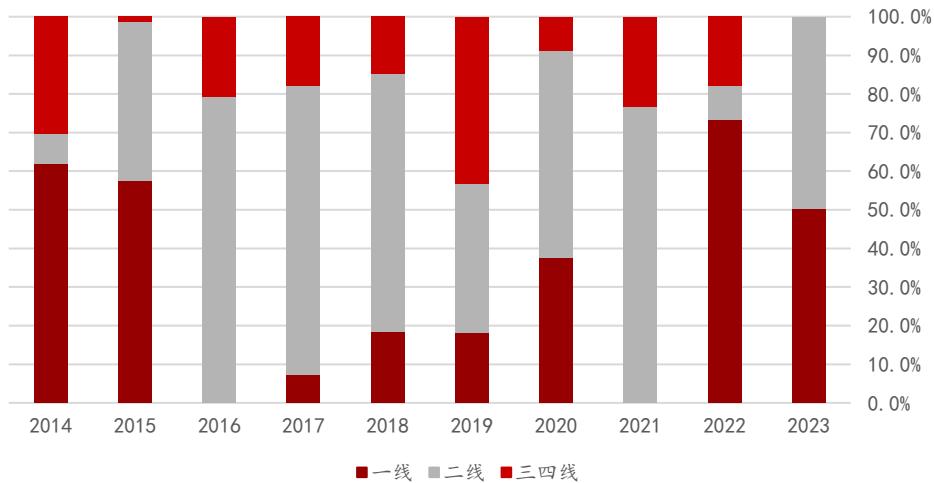
资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司坚持“战略深耕、精准布局”的投资策略，2022年末公司待开发规划建面和在建面的前十大城市占比合计达到69.4%，前15大城市占比达到82.4%，前20大城市达到90.8%，通过分析比较公司土储布局的主要城市的2014-2022年人均GDP以及常住人口的增速情况来看，除个别城市有所下降外，大部分城市均保持人口净流入以及人均GDP增长的态势，整体基本面较好，为公司未来土储去化奠定较好的基础。从公司历年新增土储在各能级城市的布局情况来看，根据中指研究院数据统计显示，历年新增土储以一二线城市为主，仅2019年三四线新增土储占比相对较高，在行业整体

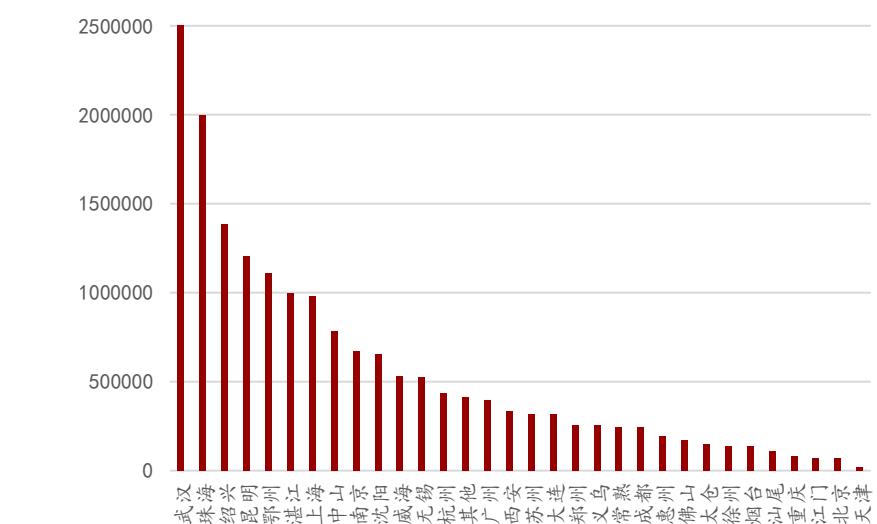
政策趋紧的环境下公司回归对一二线核心城市布局，截至2023年12月17日，公司2023年新增土储主要都集中在一二线城市。

图表21:华发股份历年新增土储结构



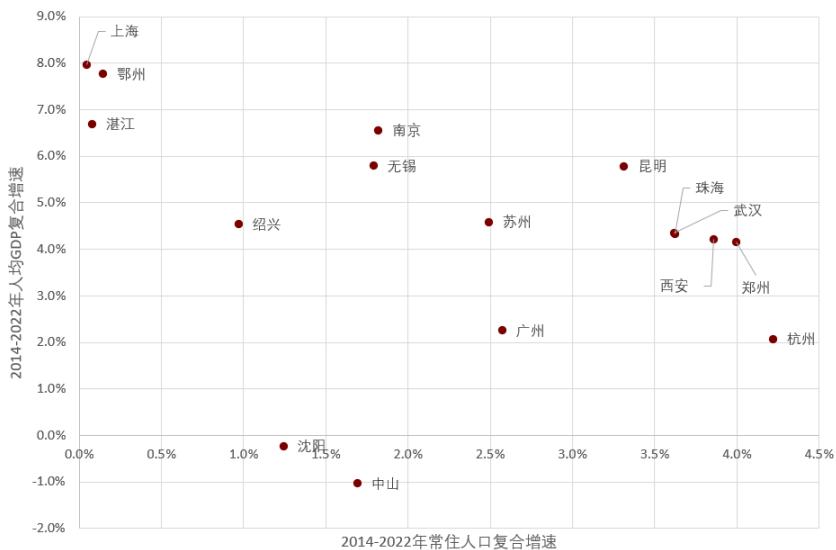
资料来源：中指研究院，万联证券研究所

图表22:2022年末公司待开发及在建面积所在城市情况(平方米)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表23:2014-2022年主要城市人均GDP和常住人口复合增速



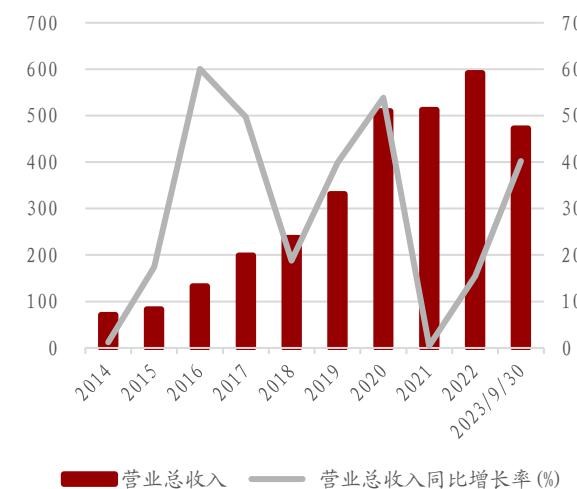
资料来源：各地统计局，万联证券研究所

3 财务：财务健康，杠杆水平控制有度

3.1 业绩：业绩稳健增长，结算收入有保障

公司业绩表现稳健，已售未结算收入对营收保障倍数较高。2014-2022年公司营业收入CAGR达30.34%，归母净利润CAGR达18.87%，2023年前三季度公司实现营业总收入472.5亿元，同比增长40.24%，归母净利润22.01亿元，同比增长1.14%。伴随公司过去多年销售规模的稳健增长，已售未结算金额（以预收款项与合同负债合计数估算）保持较快增长，截至2023年9月末已售未结算规模为1,019.98亿元，是2022年营业总收入规模的1.72倍，对未来公司结算收入的稳定增长奠定扎实的基础。2023年H1公司新开工面积为85.36万方，同比-53.9%，竣工面积为274.24万方，同比增长47.2%，在“保交楼”政策导向下，公司积极推动竣工交付工作，竣工端实现较快增长，进一步保障结算收入增长。但受行业下行以及竣工优先等因素影响，公司新开工面积明显下降。

图表24:华发股份营业收入(亿元, 左轴)及增速(%, 右轴)



图表25:华发股份归母净利润(亿元, 左轴)及增速(%, 右轴)



资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

图表26:华发股份竣工面积(万平, 左轴)及增速(%, 右轴)
图表27:华发股份新开工面积(万平, 左轴)及增速(%, 右轴)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表28:已售未结算金额(亿元, 左轴)与当年营业收入规模的比值(倍数, 右轴)

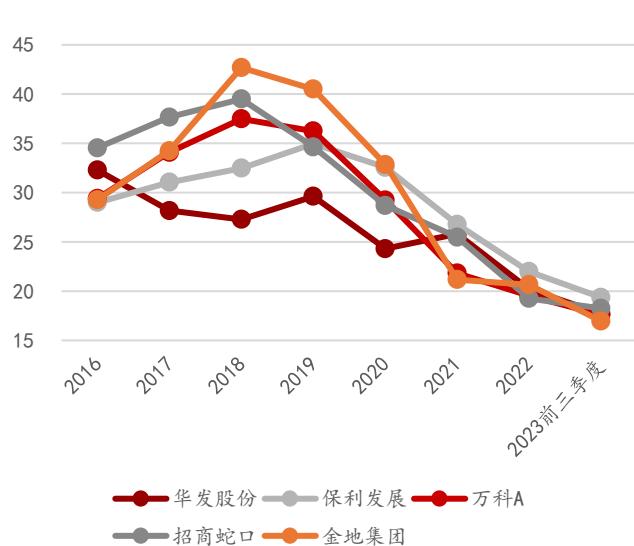


资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所，2023年前三季度数据中的营业收入以2022年全年营收数据计算

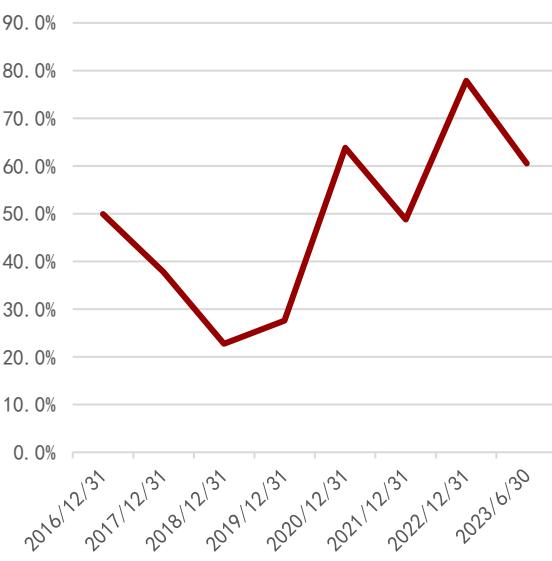
3.2 盈利能力：盈利能力承压，但韧性较强

毛利率持续下降，但仍具韧性。2021年下半年以来房地产行业骤然降温，叠加限房价等政策调控因素影响，房地产行业整体毛利率水平呈现下降趋势。公司坚持“一盘一策”、精细化管理，聚焦于基本面较好的城市，近几年新增土储楼面均价/销售均价比值保持稳中有升的态势，一定程度保障了盈利水平的韧性。2023年前三季度公司毛利率水平为17.72%，较2022年全年水平下降与A股上市头部房企相比，整体水平相当，但从历史数据来看，公司毛利率水平降幅更小，表现出较强韧性。

图表29:公司历年毛利率水平与 A 股头部上市房企比较 (%)
图表30:公司历年新增土储楼面均价与销售均价比值 (%)



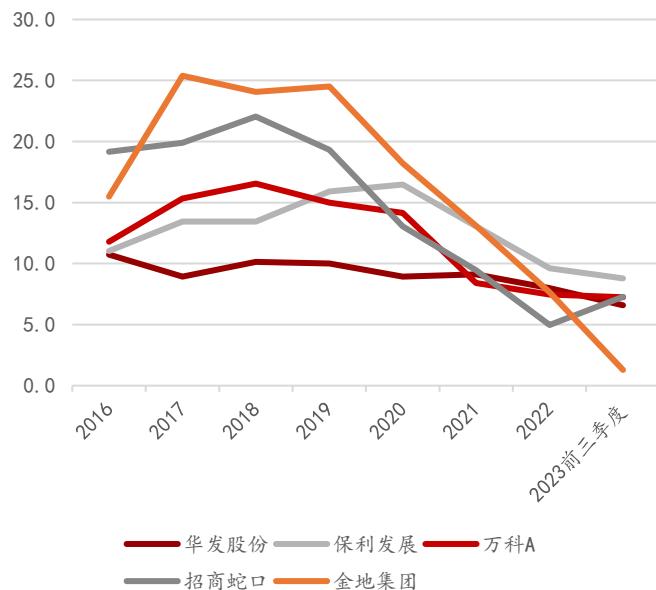
资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所



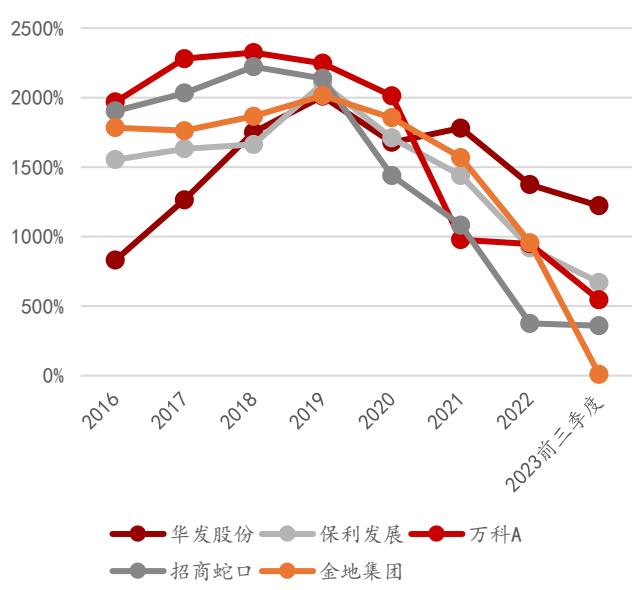
资料来源：公司公告，中指研究院，万联证券研究所，2023年中期楼面价以截至2023年12月17日的数据进行计算

净利率保持相对稳定，ROE水平优于A股上市头部房企。公司近几年净利率水平维持在6%-11%，由于行业整体盈利水平承压，近几年净利率水平略有下降，但整体降幅较小。2023年前三季度，公司ROE水平为12.22%，明显高于A股头部上市房企，具有相对较强的股东回报率。从费用率角度来看，公司坚持勤俭办企，持续降费创效，不断提升费用管理的精细化与体系化水平。公司近三年期间费用率保持相对平稳，财务费用率保持在低位，销售费用率与A股头部房企水平相当，管理费用率低于金地集团，略高于其他所选三家A股上市头部房企。

图表31:公司历年净利率水平与 A 股头部上市房企比较 (%) 图表32:公司历年 ROE 水平与 A 股头部上市房企比较 (%)

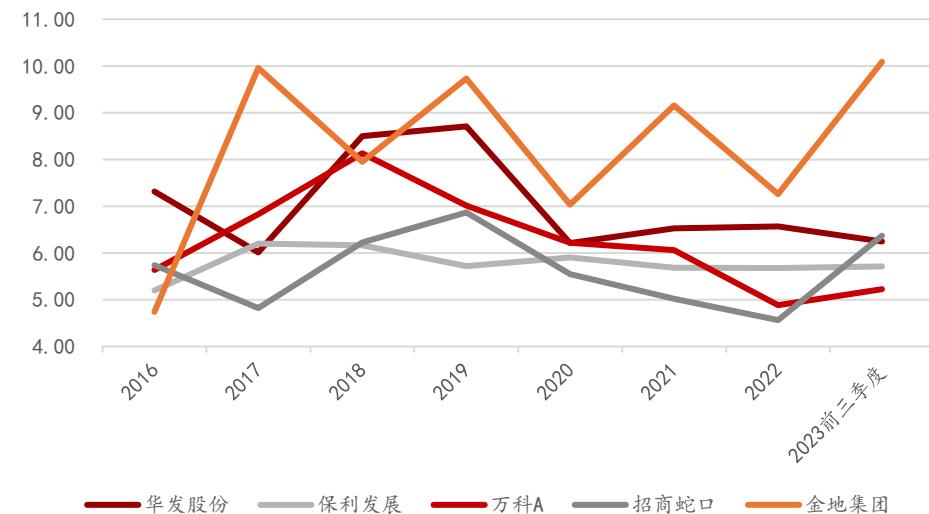


资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所



资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

图表33:华发股份与 A 股头部上市房企期间费用率比较 (%)

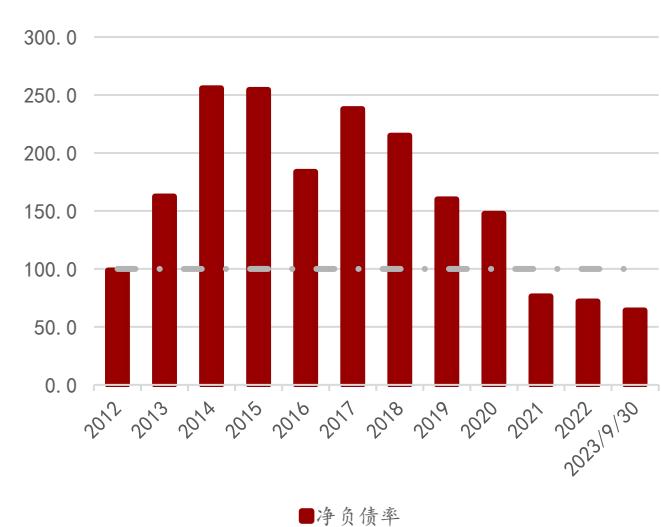


资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

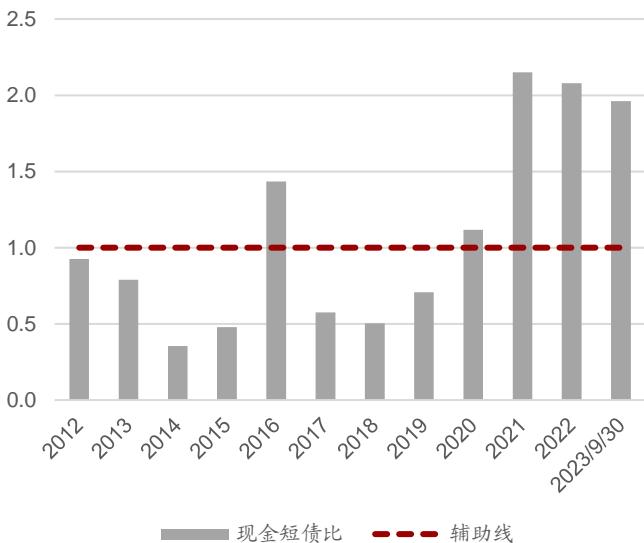
3.3 杠杆：三道红线保持绿档，融资成本续降

三道红线转绿后持续保持在较低杠杆水平。2021年，公司贯彻落实国家监管政策要求，通过全面提速回款、优化融资结构、把控投拓节奏等方式，降负债、去杠杆成效显著，仅一年时间完成三道红线转绿，充分体现了公司财务管理安全稳健，为公司高质量发展打下了更加坚实的基础。截至2023年9月末公司净负债率为64.1%，公司剔除预收后资产负债率为64.9%，现金短债比2.0倍，净负债率以及剔除预收债权后的资产负债率持续下降，现金短债比保持较高位置。公司杠杆率较快下降并保持在较低水平的主要措施包括：其一，公司销售回款加速，现金流表现持续较好，经营活动现金流量净额持续提升；其二，公司合作开发占比提升，有效降低并表杠杆水平；其三，融资结构持续优化，公司长短债结构持续优化，截至2023年9月末，公司短期债务占比为20.72%，近三年短债与长债比持续保持在2: 8左右的比例；其四，公司积极把握政策窗口期，进行股权融资，公司2023年完成增发股份6.35亿股，募集资金51.24亿元。

图表34:公司历年净负债率水平（%）



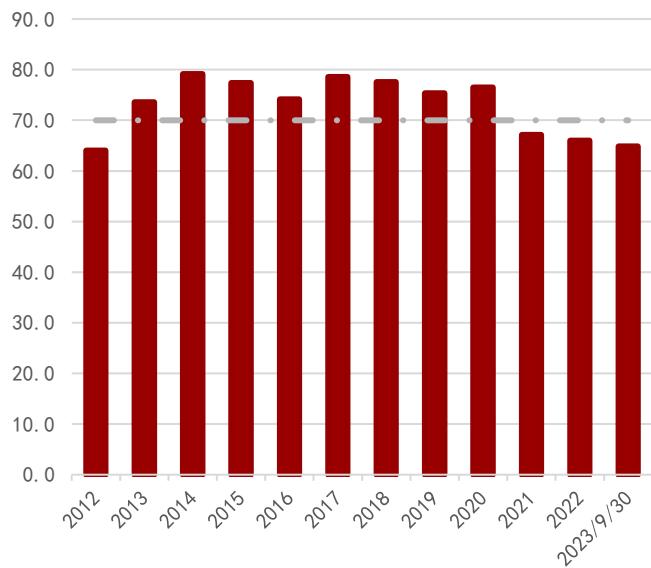
图表35:公司历年现金短债比情况



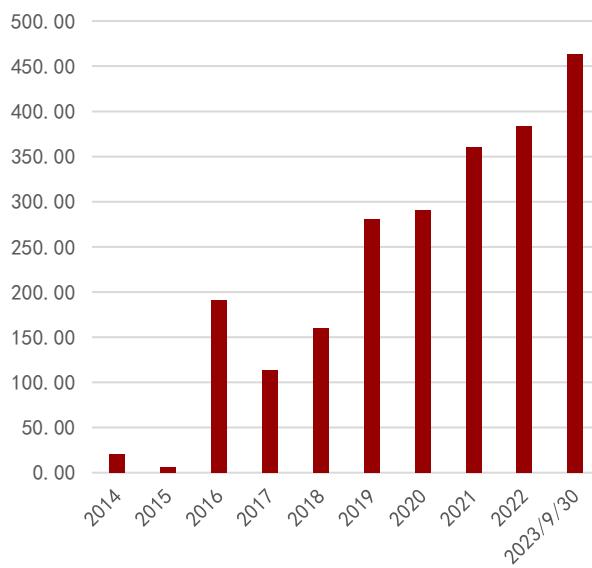
资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

图表36:公司历年剔除预收账款后的资产负债率水平(%) 图表37:公司历年经营活动现金流量净额(亿元)

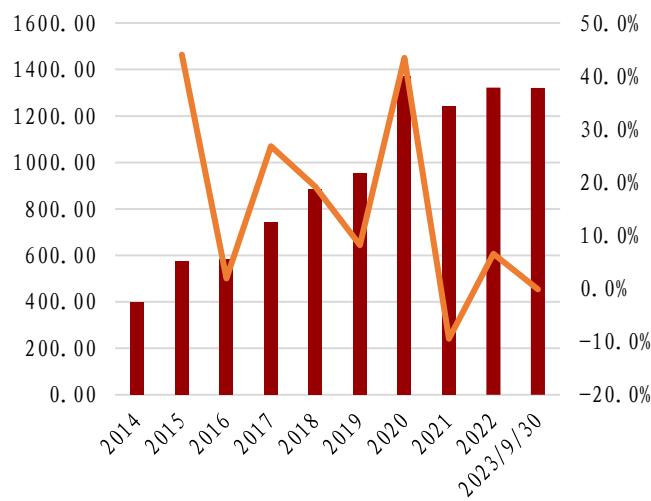


资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所



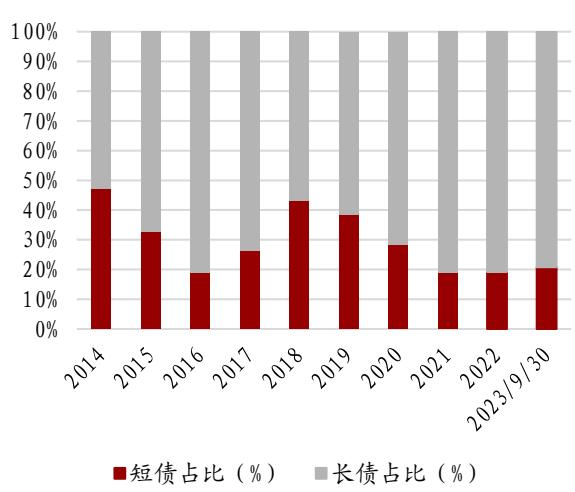
资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

图表38:公司历年有息负债规模(左轴,亿元)及其增速(右轴)



资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

图表39:华发股份有息负债结构

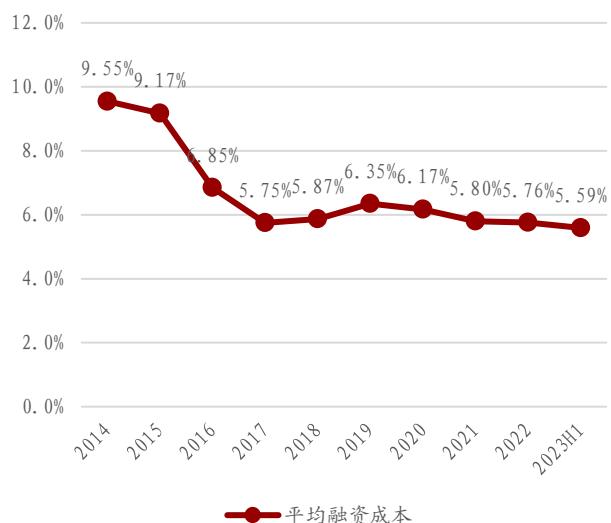


资料来源：同花顺ifind，万联证券研究所

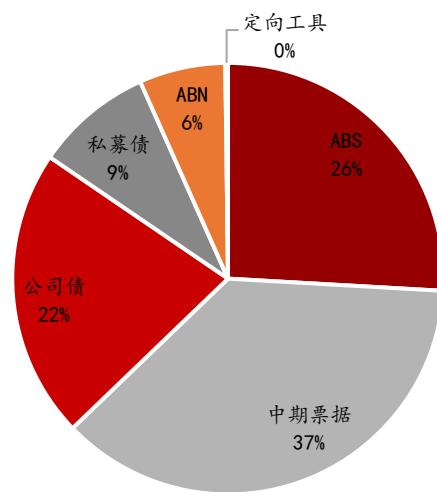
融资结构不断优化，融资成本逐渐下降。公司持续创新融资模式，新增融资以长期低成本融资为主，融资结构不断优化，融资成本进一步降低。根据wind数据统计显示，截至2023年12月20日，公司存量债券余额种类包含中票、公司债、ABS、ABN等，最近一年到期债券规模小，公司融资渠道多样且保持畅通。在融资成本方面，公司平均融资成本为5.59%，持续下降，处于历史低位，公司作为国资背景房企，资金供给方青睐，与同业可比公司相比，公司融资成本仍有进一步下降空间。

图表40:华发股份平均融资成本

图表41:公司存量债券余额结构

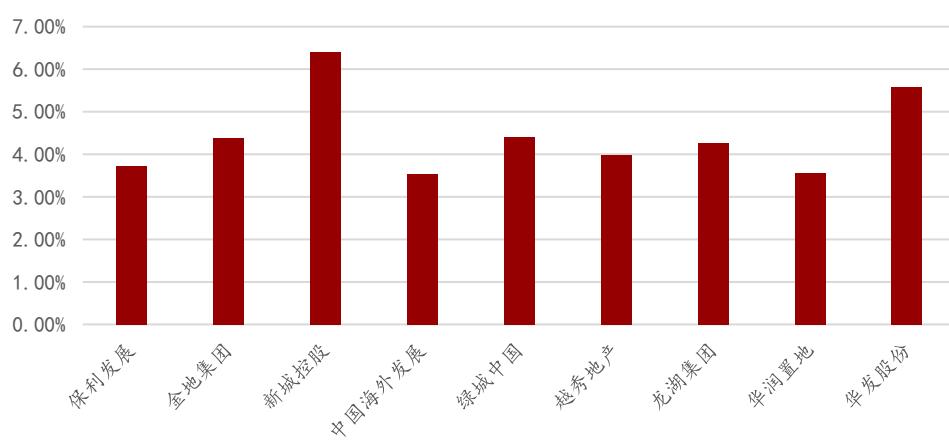


资料来源：公司公告，万联证券研究所



资料来源：wind，万联证券研究所，截至2023年12月20日

图表42:部分上市房企2023年H1平均融资成本比较



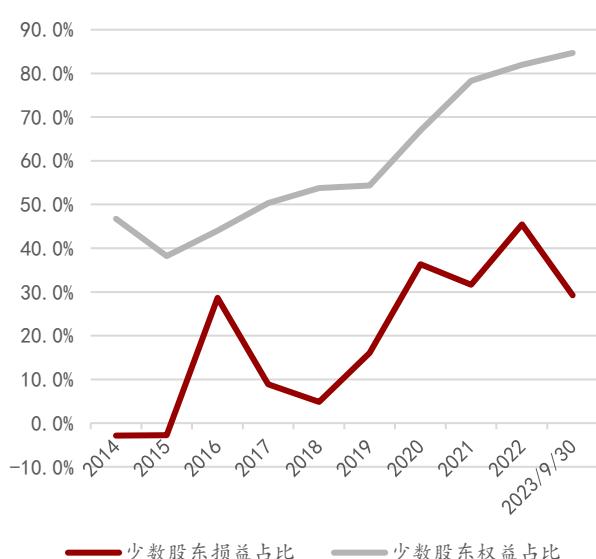
资料来源：各公司公告，万联证券研究所

3.4 权益：少数股东权益占比持续提升

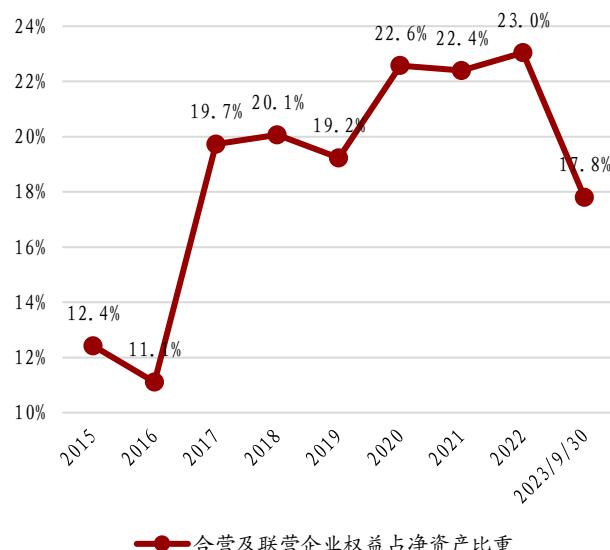
2020-2022年期间公司少数股东权益占比、合营及联营企业权益占净资产比重有所提升，或由于公司加强合资合作开发项目，向子公司增资，并借此降杠杆，同时通过合作开发在行业逆境中实现规模扩张。截至2023年三季度末，公司少数股东权益占比达到84.7%，少数股东损益占比达到29.3%。

图表43:华发股份历年少数股东权益占比与少数股东损益占比

图表44:华发股份合营及联营企业权益占净资产比重



资料来源：同花顺find，万联证券研究所



资料来源：同花顺find，万联证券研究所，注：以长期股权投资/所有者权益计算而得

4 公司估值与盈利预测

核心假设：

(1) 营业收入：房地产开发业务方面，公司2023年1-11月合同销售金额和合同销售面积分别为1,211.5亿元和377.6万平，按照年化处理预计2023年公司合同销售金额和合同销售面积预计分别为1,322亿元和412万平，同比分别增长9.9%和2.8%。公司土储集中于基本面相对较好的城市，且土储充足，预计2024-2025年销售表现较为平稳，假设2024-2025年公司合同销售均价保持相对稳定，合同销售金额和销售面积增速保持9%。结算面积方面，一般从销售到竣工大约历时2.5年左右，假设公司结算面积/结算均价由最近三年的销售面积/销售均价转化而来，近三年由近及远按照1: 6: 3的比例转化为当年的结算面积/结算均价，此外假设2023-2025年权益销售比在为58%左右（截至2022年末公司待开发土储规划建面的权益比为47.8%，2019-2023年1-11月权益销售比介于60%-70%之间），综合计算而得2023-2025年公司结算收入分别为698亿元、765亿元和822亿元。其他业务方面，假设公司物业管理、商业运营等业务稳步推进，每年以8%的增速稳步增长。

(2) 毛利率方面，2023年前三季度公司综合毛利率为17.72%，房地产开发业务收入占绝对优势，假设房地产开发业务全年毛利率水平为17.9%。根据公司历年新增楼面均价与销售均价比值来看，近两年整体相对之前有所抬升，预计毛利率水平在2024-2025年或有所修复，假设2024-2025年其房地产开发业务毛利率分别为18.2%和18.3%。

(3) 费用率方面，公司过去几年各项费用均保持相对平稳，我们假设2023-2025年各项费用支出相对稳定，预计2023-2025年销售费用率分别为3.05%、3.11%和3.12%，管理费用率分别为2.93%、2.96%和2.96%

图表45:各项业务核心假设及盈利预测结果

营业收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
房地产开发业务	56,784.0	69,828.3	76,525.7	82,236.2
其他业务	2,405.8	2,598.3	2,806.1	3,030.6
营业收入合计	59,189.8	72,426.6	79,331.9	85,266.8
毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
房地产开发业务	20.25%	17.90%	18.20%	18.30%
其他业务	18.8%	18.5%	18.8%	18.5%
综合毛利率	20.2%	17.9%	18.2%	18.3%

资料来源：公司公告，中指研究院，万联证券研究所

综合以上分析以及核心假设，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为724、793、853亿元，归母净利润分别为27.8、29.0、35.2亿元，当前股价(截止2023年12月20日)对应PE分别为7.1、6.8、5.6倍，首次覆盖并给予“增持”评级。

图表46:盈利预测结果

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59189.81	72426.62	79331.87	85266.78
增长比率(%)	15.51	22.36	9.53	7.48
归母净利润(百万元)	2577.82	2777.77	2897.06	3523.49
增长比率(%)	-19.31	7.76	4.29	21.62
每股收益(元)	0.94	1.01	1.05	1.28
市盈率(倍)	7.64	7.09	6.80	5.59
市净率(倍)	1.00	0.80	0.71	0.63

资料来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

5 投资建议与风险因素

投资建议：公司经过多年的精耕细作，实现从地方到全国化布局发展，持续深耕于基本面较好的城市主体，在行业逆境中实现持续增长，体现出了公司管理层优秀的管理决策能力，同时公司控股股东实力较强持续给与公司多维度的支持，公司财务健康，杠杆水平控制有度，建议积极关注。

风险因素：房地产行业政策宽松不及预期、行业信用风险持续超预期扩散、结算收入不及预期、公司销售增长不及预期、公司毛利率表现不及预期等

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	59190	72427	79332	85267
同比增速 (%)	15.51	22.36	9.53	7.48
营业成本	47243	59447	64877	69657
毛利	11947	12980	14455	15610
营业收入 (%)	20.18	17.92	18.22	18.31
税金及附加	2610	1990	3628	3334
营业收入 (%)	4.41	2.75	4.57	3.91
销售费用	1900	2207	2471	2664
营业收入 (%)	3.21	3.05	3.11	3.12
管理费用	1758	2125	2350	2520
营业收入 (%)	2.97	2.93	2.96	2.96
研发费用	108	99	125	135
营业收入 (%)	0.18	0.14	0.16	0.16
财务费用	229	931	201	78
营业收入 (%)	0.39	1.28	0.25	0.09
资产减值损失	-760	0	0	0
信用减值损失	-81	-80	-69	-74
其他收益	35	39	42	47
投资收益	1538	1115	1391	1675
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	173	0	0	0
资产处置收益	1	1	2	2
营业利润	6249	6705	7046	8528
营业收入 (%)	10.56	9.26	8.88	10.00
营业外收支	34	29	-23	13
利润总额	6283	6734	7023	8542
营业收入 (%)	10.62	9.30	8.85	10.02
所得税费用	1557	1683	1756	2135
净利润	4726	5050	5267	6406
营业收入 (%)	7.98	6.97	6.64	7.51
归属于母公司的净利润	2578	2778	2897	3523
同比增速 (%)	-19.31	7.76	4.29	21.62
少数股东损益	2148	2273	2370	2883
EPS (元/股)	0.94	1.01	1.05	1.28

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.94	1.01	1.05	1.28
BVPS	7.17	8.99	10.04	11.32
PE	7.64	7.09	6.80	5.59
PEG	-0.40	0.91	1.58	0.26
PB	1.00	0.80	0.71	0.63
EV/EBITDA	18.87	6.84	5.95	3.08
ROE	13.06%	11.23%	10.48%	11.31%
ROIC	1.48%	2.16%	1.94%	2.18%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	52832	113645	131045	159069
交易性金融资产	44	42	42	42
应收票据及应收账款	887	485	623	701
存货	243544	323927	352963	372542
预付款项	3422	6205	5940	6232
合同资产	10	451	176	245
其他流动资产	50140	59857	69589	78923
流动资产合计	350880	504612	560379	617754
长期股权投资	25217	25217	25217	25217
固定资产	2892	3794	4751	5315
在建工程	588	379	262	240
无形资产	494	591	721	805
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4350	4714	4714	4714
其他非流动资产	18269	22656	27049	31541
资产总计	402691	561963	623093	685586
短期借款	35	35	35	35
应付票据及应付账款	34032	73101	60716	67008
预收账款	499	625	696	734
合同负债	80321	144853	206263	238747
应付职工薪酬	117	173	198	196
应交税费	1780	2543	2766	2844
其他流动负债	57014	83056	81289	88379
流动负债合计	173763	304351	351928	397908
长期借款	82584	94868	100020	107637
应付债券	23288	26719	29423	31664
递延所得税负债	213	324	324	324
其他非流动负债	13394	18979	19409	19657
负债合计	293242	445240	501103	557189
归属于母公司的所有者权益	19743	24744	27641	31164
少数股东权益	89707	91979	94350	97232
股东权益	109449	116723	121990	128397
负债及股东权益	402691	561963	623093	685586

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	38344	42638	15613	24035
投资	-18229	-4149	-3987	-4282
资本性支出	-30705	-1596	-2070	-1479
其他	2405	1122	1464	1687
投资活动现金流净额	-46530	-4623	-4593	-4075
债权融资	-84977	4752	3133	2489
股权融资	13911	4390	0	0
银行贷款增加(减少)	95411	12283	5152	7617
筹资成本	-10003	-2506	-1906	-2043
其他	-3341	3860	0	0
筹资活动现金流净额	11001	22779	6380	8063
现金净流量	2818	60814	17400	28023

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场