

# 华发股份 (600325.SH)

## 归母净利润受减值拖累，债务结构持续优化

买入

### 核心观点

**2023 年营收增长但利润承压。**2023 年，公司实现营业收入 721 亿元，同比+22%；归母净利润 18 亿元，同比-29%。分季度看，2023Q4 利润表现较差，主要是年末公司计提资产减值准备（以存货跌价准备为主）16 亿元，拖累了归母净利润 11 亿元。2024Q1，公司实现营业收入为 70 亿元，同比-41%；归母净利润 3.5 亿元，同比-35%；季度表现受结算计划的排布影响较大。

**利润率延续下行趋势。**2023 全年，公司归母净利率为 2.5%，较上年下降了 1.8 个百分点；一方面受计提减值影响，另一方面受毛利率降低影响。2023 年，公司毛利率为 18.1%，较上年下降了 2.0 个百分点；此外归母净利润占比 53%，较上年下降了 1.5 个百分点。2024Q1，公司归母净利率 5.0%，而毛利率 15.1%继续下行。

**销售排名持续提升，待结转资源充沛。**2023 年，公司签约销售金额 1260 亿元，同比+5%，行业排名第 14，较上年提升 4 名；销售面积 399 万<sup>m</sup>²，同比-0.4%基本持平。2024Q1，公司签约销售金额 204 亿元，虽然同比-59%随行业大势下行，但行业排名第 11，再提升 3 名。截至 2023 年末，公司土储及在建面积共 1623 万<sup>m</sup>²，较为充足；截至 2024Q1 末，公司尚未结算的预收房款为 1020 亿元，为未来业绩提供充分保障。

**财务状况良好，债务结构持续优化。**2023 年末，公司净负债率为 74%，较上年下降了 11 个百分点；短期债务占全部有息负债比重为 16%，较上年下降了 2 个百分点。2023 年，公司融资成本为 5.48%，较上年下降 0.28 个百分点；经营性现金流净额 505 亿元，连续多年创新高。

**投资建议：**考虑到地产开发业务毛利率下行压力和减值计提影响，我们下调盈利预测（详细分析见正文），预计公司 2024/2025 年归母净利润分别为 19/20 亿元（前次预期分别为 30/33 亿元），对应每股收益分别为 0.69/0.72 元，对应当前股价 PE 分别为 9.2/8.9 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	59,190	72,145	74,807	78,460	72,841
(+/-%)	15.5%	21.9%	3.7%	4.9%	-7.2%
归母净利润(百万元)	2578	1838	1902	1976	1891
(+/-%)	-19.3%	-28.7%	3.5%	3.9%	-4.3%
每股收益(元)	1.22	0.67	0.69	0.72	0.69
EBIT Margin	9.4%	8.8%	6.7%	6.7%	6.7%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	8.3%	8.3%	8.3%	7.6%
市盈率 (PE)	5.2	9.6	9.2	8.9	9.3
EV/EBITDA	53.3	51.2	67.1	65.8	63.9
市净率 (PB)	0.68	0.79	0.76	0.73	0.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

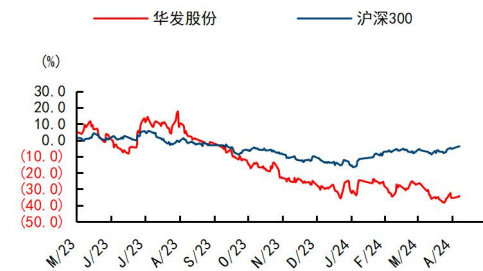
wangyuele@guosen.com.cn

S0980520030001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.38 元
总市值/流通市值	17559/16405 百万元
52 周最高价/最低价	11.66/5.84 元
近 3 个月日均成交额	278.98 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《华发股份 (600325.SH) - 业绩平稳销售高增，控股股东持续助力》——2023-11-01
- 《华发股份 (600325.SH) - 业绩销售稳增，融资渠道畅通》——2023-08-30
- 《华发股份 (600325.SH) - 经营稳健财务优化，销售排名持续跃升》——2023-03-21
- 《华发股份 (600325.SH) - 积极推进股权融资，控股股东鼎力支持》——2022-12-07
- 《华发股份 (600325.SH) - 2022H1 业绩稳健增长，销售排名显著提升》——2022-08-31

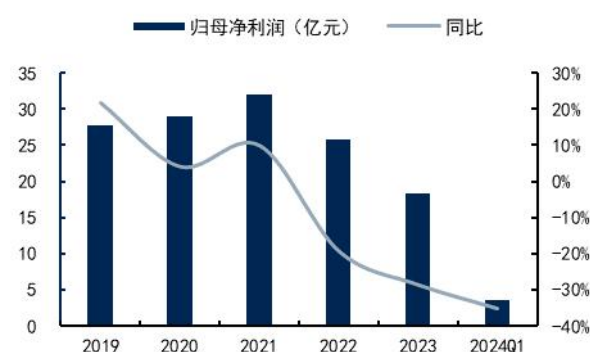
**2023 年营收增长但利润承压。**2023 年，公司实现营业收入 721 亿元，同比+22%；归母净利润 18 亿元，同比-29%。分季度看，2023Q4 利润表现较差，主要是年末公司计提资产减值准备（以存货跌价准备为主）16 亿元，拖累了归母净利润 11 亿元。2024Q1，公司实现营业收入为 70 亿元，同比-41%；归母净利润 3.5 亿元，同比-35%；季度表现受结计划的排布影响较大。

图1: 公司历年营业收入及同比



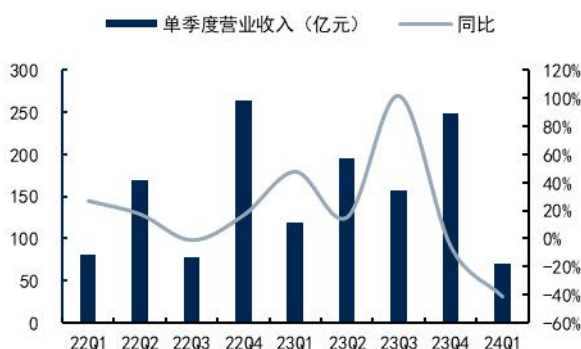
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 公司历年归母净利润及同比



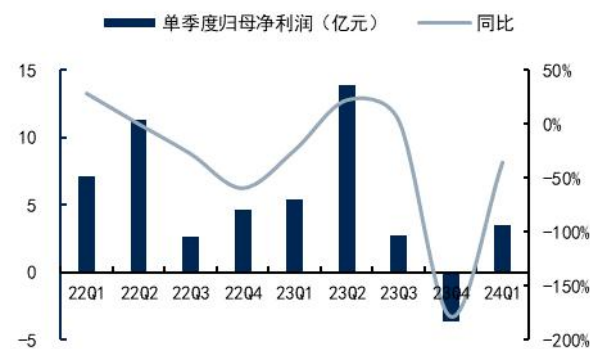
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

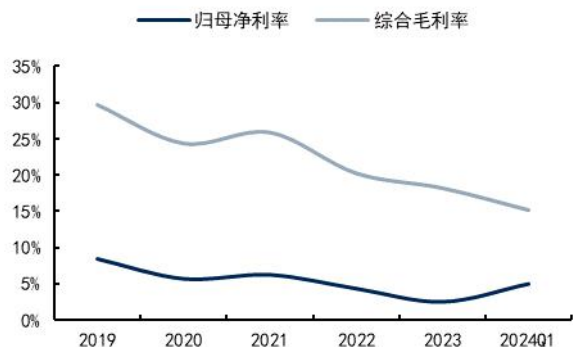
图4: 公司单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

**利润率延续下行趋势。**2023 全年，公司归母净利率为 2.5%，较上年下降了 1.8 个百分点；一方面受计提减值影响，另一方面受毛利率降低影响。2023 年，公司毛利率为 18.1%，较上年下降了 2.0 个百分点；此外归母净利润占比 53%，较上年下降了 1.5 个百分点。2024Q1，公司归母净利率 5.0%，而毛利率 15.1%继续下行。

图5：公司历年归母净利润率及毛利率



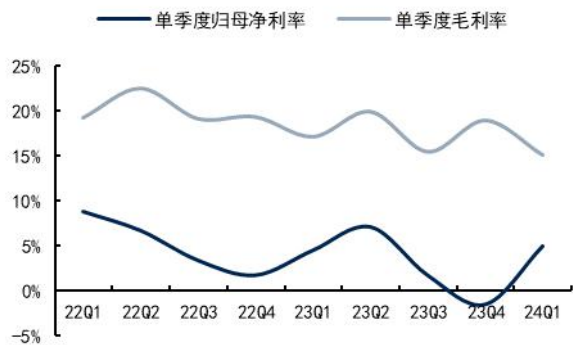
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司历年归母净利润占比



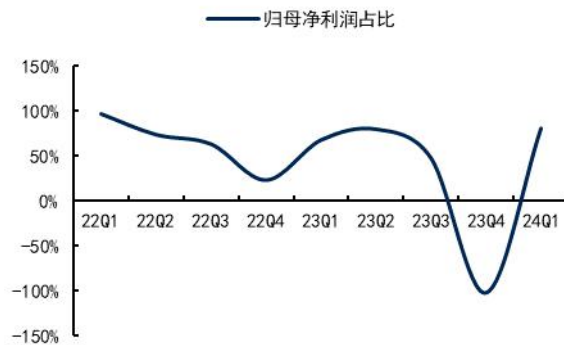
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度归母净利润率及毛利率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润占比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

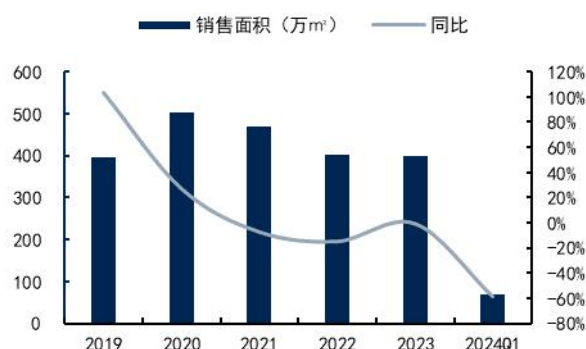
**销售排名持续提升，待结转资源充沛。**2023年，公司签约销售金额1260亿元，同比+5%，行业排名第14，较上年提升4名；销售面积399万 $m^2$ ，同比-0.4%基本持平。2024Q1，公司签约销售金额204亿元，虽然同比-59%随行业大势下行，但行业排名第11，再提升3名。截至2023年末，公司土储及在建面积共1623万 $m^2$ ，较为充足；截至2024Q1末，公司尚未结算的预收房款为1020亿元，为未来业绩提供充分保障。

图9: 公司历年销售金额及同比



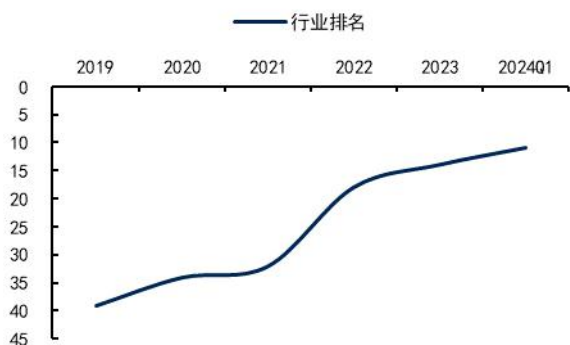
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司历年销售面积及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司历年销售额行业排名



资料来源: 公司公告、克而瑞, 国信证券经济研究所整理

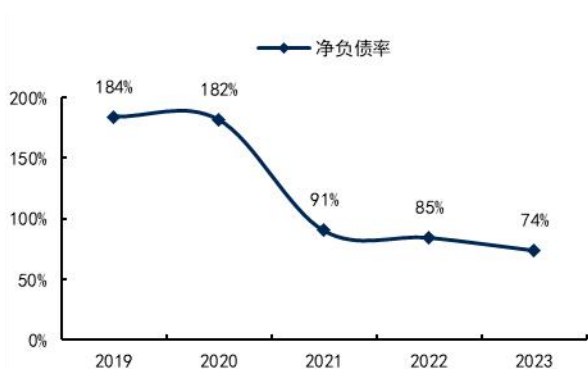
图12: 公司历年预收账款及同比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

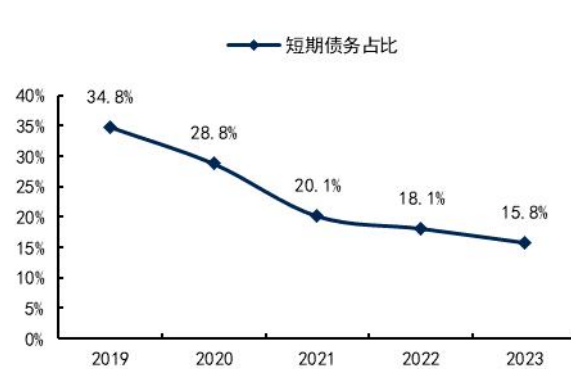
**财务状况良好, 债务结构持续优化。**2023 年末, 公司净负债率为 74%, 较上年下降了 11 个百分点; 短期债务占全部有息负债比重为 16%, 较上年下降了 2 个百分点。2023 年, 公司融资成本为 5.48%, 较上年下降 0.28 个百分点; 经营性现金流净额 505 亿元, 连续多年创新高。

图13: 公司历年净负债率



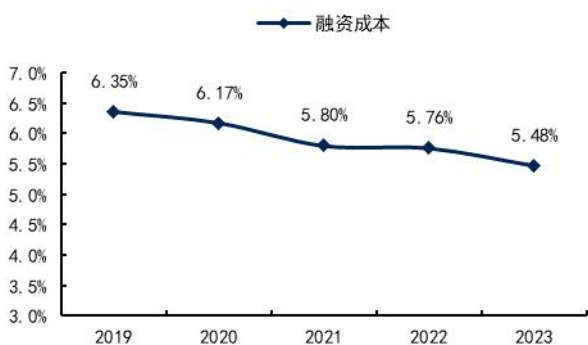
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司历年短期债务占全部有息负债比重



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司历年融资成本



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司历年经营性现金流净额



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑到地产开发业务毛利率下行压力和减值计提影响, 我们下调盈利预测 (详细分析见下文), 预计公司 2024/2025 年归母净利润分别为 19/20 亿元 (前次预期分别为 30/33 亿元), 对应每股收益分别为 0.69/0.72 元, 对应当前股价 PE 分别为 9.2/8.9 倍, 维持“买入”评级。

### 盈利预测的假设前提:

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1、营业收入: 截至 2023 年末, 公司预收账款为 935 亿元, 同比+16%。综合考虑公司过往签约销售情况及竣工结转进度, 预计公司 2024/2025 年房地产开发及相关业务收入分别为 748/785 亿元 (前次预期分别为 729/780 亿元)。
- 2、营业成本/营业收入: 综合考虑公司房地产开发项目在获取时预期的销售毛利率及在市场下行阶段售价的不确定性, 开发物业利润率将持续承压, 预期公司 2024/2025 年毛利率分别为 16.0%/16.0% (前次预期分别为 20.0%/21.1%), 即营业成本/营业收入分别为 84.0%/84.0%。

3、预计公司未来两年管理费用/营业收入、营销费用/营业收入均与 2023 年持平。

4、由于归母净利润同时受结转毛利率和资产计提减值的影响，且资产计提减值与每年宏观环境和房地产市场景气度有关，偶然性较大，故我们无法准确预测未来两年的波动，出于审慎原则，假设未来两年公司的资产计提减值幅度逐步收窄。

表1: 公司营收假设

		2022	2023	2024E	2025E
	收入: 百万元	59190	72145	74807	78460
	增速	15.51%	21.89%	3.69%	4.88%
房地产开发	营业成本/营业收入	79.82%	81.86%	84.00%	84.00%
	管理费用/营业收入	2.92%	2.01%	2.01%	2.01%
	销售费用/营业收入	3.21%	3.30%	3.30%	3.30%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 未来 2 年盈利预测:

按上述假设条件, 我们得到公司 2024/2025 年的营收分别为 748/785 亿元, 归母净利润分别为 19/20 亿元 (前次预期分别为 30/33 亿元), 每股收益分别为 0.69/0.72 元。

表2: 未来两年盈利预测表 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E
营业收入	59190	72145	74807	78460
营业成本	47243	59061	62838	65907
销售费用	1900	2383	2471	2592
管理费用	1758	1485	1524	1598
财务费用	229	274	1062	1451
营业利润	6249	5807	3954	4112
归母净利润	2578	1838	1902	1976
每股收益	1.22	0.67	0.69	0.72
ROE	13.06%	8.29%	8.26%	8.27%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

### 盈利预测的敏感性分析:

公司以房地产开发为主业, 营收增速和利润水平决定公司未来归母净利润的增速。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测: 1) 乐观情况下, 公司营收增速及利润水平均不同程度好于预期; 2) 悲观情况下, 公司营收增速及利润水平均不同程度不及预期; 3) 在中性预测条件下, 公司 2024/2025 年归母净利润分别为 19/20 亿元, 对应每股收益分别为 0.69/0.72 元。

**表3: 盈利预测情景分析（乐观、中性、悲观）**

<b>乐观预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入(百万元)	59190	72145	74940	78783
(+/-%)	15.51%	21.89%	3.87%	5.13%
归母净利润(百万元)	2578	1838	3736	4004
(+/-%)	-19.31%	-28.71%	103.27%	7.19%
每股收益(元)	1.22	0.67	1.36	1.45
<b>中性预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入(百万元)	59190	72145	74807	78460
(+/-%)	15.51%	21.89%	3.69%	4.88%
归母净利润(百万元)	2578	1838	1902	1976
(+/-%)	-19.31%	-28.71%	3.46%	3.93%
每股收益(元)	1.22	0.67	0.69	0.72
<b>悲观预测</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
营业收入(百万元)	59190	72145	74674	78138
(+/-%)	15.51%	21.89%	3.51%	4.64%
归母净利润(百万元)	2578	1838	164	62
(+/-%)	-19.31%	-28.71%	-91.06%	-61.98%
每股收益(元)	1.22	0.67	0.06	0.02

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

**风险提示：**公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	52832	46320	46000	46000	46397	营业收入	59190	72145	74807	78460	72841
应收款项	2160	3015	3126	3279	3044	营业成本	47243	59061	62838	65907	61187
存货净额	243544	275032	291800	305397	282621	营业税金及附加	2610	2746	2847	2986	2772
其他流动资产	52275	62690	65003	68178	63295	销售费用	1900	2383	2471	2592	2406
<b>流动资产合计</b>	<b>350880</b>	<b>387106</b>	<b>405978</b>	<b>422904</b>	<b>395407</b>	管理费用	1758	1485	1524	1598	1485
固定资产	3480	5100	9008	13438	17771	研发费用	108	89	92	96	89
无形资产及其他	494	475	456	437	418	财务费用	229	274	1062	1451	1251
投资性房地产	22619	33772	33772	33772	33772	投资收益	1538	281	281	281	281
长期股权投资	25217	25246	25246	25246	25246	资产减值及公允价值变动	(586)	(603)	(300)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>402691</b>	<b>451699</b>	<b>474460</b>	<b>495797</b>	<b>472614</b>	其他收入	(152)	(68)	(92)	(96)	(89)
短期借款及交易性金融负债	25405	25268	32142	39342	25000	营业利润	6249	5807	3954	4112	3932
应付款项	34032	41250	43765	45805	42389	营业外净收支	34	66	66	66	66
其他流动负债	114327	132245	140122	146669	135756	<b>利润总额</b>	<b>6283</b>	<b>5873</b>	<b>4020</b>	<b>4178</b>	<b>3999</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>173763</b>	<b>198764</b>	<b>216028</b>	<b>231816</b>	<b>203144</b>	所得税费用	1557	2408	1005	1045	1000
长期借款及应付债券	105872	103478	103478	103478	103478	少数股东损益	2148	1627	1114	1158	1108
其他长期负债	13607	17758	21910	26061	30213	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2578</b>	<b>1838</b>	<b>1902</b>	<b>1976</b>	<b>1891</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>119479</b>	<b>121236</b>	<b>125388</b>	<b>129539</b>	<b>133691</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>293242</b>	<b>320000</b>	<b>341416</b>	<b>361355</b>	<b>336835</b>	净利润	2578	1838	1902	1976	1891
少数股东权益	89707	109523	110020	110536	111030	资产减值准备	759	835	539	155	82
股东权益	19743	22177	23024	23906	24749	折旧摊销	179	211	318	479	648
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>402691</b>	<b>451699</b>	<b>474460</b>	<b>495797</b>	<b>472614</b>	公允价值变动损失	586	603	300	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	229	274	1062	1451	1251
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(13899)	(23787)	(4111)	(4031)	17798
每股收益	1.22	0.67	0.69	0.72	0.69	其它	48141	70844	(42)	361	412
每股红利	0.37	0.37	0.38	0.40	0.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>38344</b>	<b>50544</b>	<b>(1095)</b>	<b>(1060)</b>	<b>20832</b>
每股净资产	9.33	8.06	8.37	8.69	8.99	资本开支	0	(2031)	(5045)	(5045)	(5045)
ROIC	2%	2%	1%	1%	1%	其它投资现金流	(5)	21	0	0	0
ROE	13%	8%	8%	8%	8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(46530)</b>	<b>(69492)</b>	<b>(5045)</b>	<b>(5045)</b>	<b>(5045)</b>
毛利率	20%	18%	16%	16%	16%	权益性融资	2	33643	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	7%	7%	7%	负债净变化	5415	(571)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(783)	(1018)	(1054)	(1095)	(1048)
收入增长	16%	22%	4%	5%	-7%	其它融资现金流	6380	(14529)	6874	7200	(14342)
净利润增长率	-19%	-29%	3%	4%	-4%	<b>融资活动现金流</b>	<b>15645</b>	<b>15936</b>	<b>5820</b>	<b>6105</b>	<b>(15390)</b>
资产负债率	95%	95%	95%	95%	95%	<b>现金净变动</b>	<b>2838</b>	<b>(6512)</b>	<b>(320)</b>	<b>0</b>	<b>397</b>
股息率	4.5%	5.8%	6.0%	6.2%	6.0%	货币资金的期初余额	49994	52832	46320	46000	46000
P/E	5.2	9.6	9.2	8.9	9.3	货币资金的期末余额	52832	46320	46000	46000	46397
P/B	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(21842)	(5062)	(4636)	17078
EV/EBITDA	53.3	51.2	67.1	65.8	63.9	权益自由现金流	0	(36942)	1015	1476	1798

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032