

华发股份（600325.SH）

结算影响业绩承压，销售表现首进前十

核心观点：

- **业绩持续承压，分红比例维持。**根据公司年报，24年华发股份实现营业总收入 599.9 亿元（同比-16.8%），归母净利润 9.5 亿元（同比-48.2%），扣非归母净利润 6.6 亿元（同比-24.5%）。全年计划分红 2.9 亿元，分红率维持 21-22 年的基准水平。
- **结算下行带动收入回落，利润率持续低位。**24 年华发结算收入 557 亿元（同比-18.5%），全口径竣工 488 万方，同比-5.2%，表内结算下降，不仅因竣工规模下行，亦因并表比例下降。24 年末公司预收楼款 874 亿元，覆盖 1.6 年结算收入。24 年公司毛利率下行 3.8pct 至 14.3%。
- **财务费用及减值提升、公允价值变动收益下行是利润回落的主要原因。**24 年公司财务费用率 0.9%，同比提升 0.5pct，同时 24 年公司资产及信用减值 19.7 亿元，较 23 年增长 3.2 亿元；24 年公允价值变动收益同比-64.3%，最终公司扣除所得税后净利润仅 14.0 亿元，同比-59.5%。
- **重点聚焦核心市场，销售首进行业前十。**24 年华发实现销售金额 1054 亿元（同比-16.3%），公司销售排名较 23 年提升四位至第十。受行业持续下行影响，24 年华发缩减投资规模，拿地总建面 34 万方，总地价 94 亿元，仅获取一二线城市高利润项目，根据测算毛利率约 27.0%。
- **负债规模维持稳定，融资成本持续优化。**截至 2024 年末，华发有息负债总额 1416 亿元，同比-2%，综合融资成本降至 5.22%，同比-26bp，三道红线评级仍维持绿档，使用多种手段补充流动资金，23 年实现定向增发，24 年消费类基础 Pre-Reits 落地，持续推进定向发行可转债。
- **盈利预测与投资建议。**华发 24 年销售优异，可结算资源充沛，待转结利润率可期，保障了未来收入确认、利润修复的能力。预计公司 25-26 年归母净利润 11.8、13.2 亿元，同比+24%、12%，以 25 年归母净利润对应 16xPE 估值给予合理价值 6.88 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**改善不及预期；供给侧出清扰动市场；结算不及预期等。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	72145	59992	61968	66327	75843
增长率（%）	21.9%	-16.8%	3.3%	7.0%	14.3%
EBITDA（百万元）	6681	3438	4043	4055	4853
归母净利润（百万元）	1838	951	1183	1320	1644
增长率（%）	-28.7%	-48.2%	24.3%	11.6%	24.5%
EPS（元/股）	0.67	0.35	0.43	0.48	0.60
市盈率（x）	8.6	16.5	13.3	11.9	9.6
市净率（x）	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA（x）	15.3	31.4	20.9	13.0	4.1

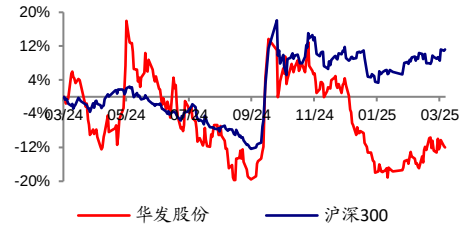
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	5.69 元
合理价值	6.88 元
前次评级	买入
报告日期	2025-03-18

相对市场表现



分析师：

郭镇



SAC 执证号：S0260514080003

SFC CE No. BNN906



021-38003639



guoz@gf.com.cn

分析师：

辛恬



SAC 执证号：S0260524080001



021-38003767



xintian@gf.com.cn

请注意，辛恬并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

华发股份（600325.SH）：竣工放缓业绩承压，销融具备相对优势	2024-11-01
华发股份（600325.SH）：从“以旧换新”到“存量收购”，收储显著利好周转	2024-08-12
华发股份（600325.SH）：并表比例下降结算不及预期，经营优于行业	2024-05-03

目录索引

一、业绩持续承压，分红比例维持	5
二、重点聚焦核心市场，销售首进行业前十	8
三、负债规模维持稳定，融资成本持续优化	10
四、盈利预测和投资建议	11
五、风险提示	12

图表索引

图 1: 华发股份营业总收入及增速	5
图 2: 华发股份归母净利润及增速	5
图 3: 华发股份营收及利润增速对比	5
图 4: 华发股份分红规模及分红比例	5
图 5: 华发股份各口径财务费用率	7
图 6: 华发股份资产及信用减值损失	7
图 7: 华发股份投资净收益及占营业利润比重	7
图 8: 华发股份资产及信用减值损失	7
图 9: 华发销售金额及同比	8
图 10: 华发销售金额同比量价分拆	8
图 11: 华发拿地规模及地价	10
图 12: 华发拿地货值及毛利率	10
图 13: 华发有息负债总额	10
图 14: 华发有息负债结构	10
图 15: 华发综合融资成本	11
图 16: 华发资产负债率	11
图 17: 华发净负债率	11
图 18: 华发现金短债比	11
图 19: 华发股份历史市盈率 (TTM)	12
表 1: 华发 24 年年报主要数据一览	4
表 2: 华发股份结算及开工情况	6
表 3: 华发股份分区域结算情况	6
表 4: 华发股份出租业务情况	8
表 5: 2016-2025 年 2 月龙头房企销售排名	9
表 6: 华发股份收入拆分及盈利预测	12

表1: 华发24年年报主要数据一览

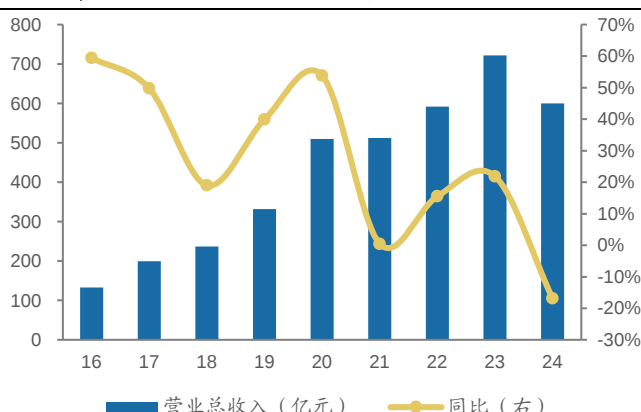
	19	20	21	22	23	24	23H2	24H2
一、利润表分析								
营业总收入 (亿元)	331.5	510.1	512.4	591.9	721.4	599.9	406.7	351.5
同比	40%	54%	0%	16%	22%	-17%	19%	-14%
并表结算金额 (亿元)	317.3	481.1	486.0	567.8	683.5	557.2	390.1	330.5
同比	40%	52%	1%	17%	20%	-18%	19%	-15%
整体毛利率	30%	24%	26%	20%	18%	14%	18%	13%
扣税毛利率	20%	18%	19%	16%	14%	11%	13%	7%
销售管理费用率 (结算)	8%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	5%
资产及信用减值损失 (亿元)	0.3	1.3	0.9	8.4	16.4	19.7	16.1	19.2
资产及信用减值/存货	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%		
投资净收益 (亿元)	7.2	4.6	5.8	15.4	2.8	9.7	0.4	7.0
同比	15%	-36%	25%	167%	-82%	244%	-97%	1821%
营业利润 (亿元)	43.6	63.6	69.6	62.5	58.1	19.8	22.7	-5.7
同比	41%	46%	10%	-10%	-7%	-66%	-29%	-125%
归母净利润 (亿元)	27.8	29.0	31.9	25.8	18.4	9.5	-0.9	-3.1
同比	22%	4%	10%	-19%	-29%	-48%		
分红规模 (亿元)	12.7	9.5	9.7	7.8	10.2	2.9		
分红率	46%	33%	30%	30%	55%	30%		
扣非归母净利润 (亿元)	27.9	28.0	29.4	24.2	8.7	6.6	-10.5	-5.2
同比	22%	0%	5%	-18%	-64%	-24%		
核心归母净利率	8.4%	5.5%	5.7%	4.1%	1.2%	1.1%	-2.6%	-1.5%
二、销售分析								
销售金额 (亿元)	922.7	1205.0	1218.9	1202.4	1259.9	1054.4	490.7	602.4
同比	59%	31%	1%	-1%	5%	-16%	-31%	23%
销售面积 (万方)	395.9	504.0	468.8	400.9	399.4	369.6	151.6	202.8
同比	103%	27%	-7%	-14%	0%	-7%	-32%	34%
销售均价 (元/平)	23307	23909	26000	29993	31545	28529	32365	29706
同比	-22%	3%	9%	15%	5%	-10%	2%	-8%
回款率 (预收账款差额法)	56%	39%	50%	63%	65%	40%		
三、拿地及工程面积分析								
拿地总价 (亿元)	265.0	812.6	267.5	493.0	865.2	94.1	636.9	36.7
拿地金额/销售金额	29%	67%	22%	41%	69%	9%	130%	6%
权益比例	71%	74%	54%	61%	39%	34%	31%	47%
拿地总建面 (万方)	428.4	593.0	180.3	264.7	396.0	33.7	223.3	24.4
拿地均价 (元/平)	6187	13705	14837	18626	21849	27954	28517	15063
新开工面积 (万方)	651	740	523	286	205	95	119	19
同比	27%	14%	-29%	-45%	-28%	-54%	19%	-84%
竣工面积 (万方)	280	315	628	660	515	488	241	184
同比	57%	13%	99%	5%	-22%	-5%	-49%	-23%
在建面积 (万方)	1367	1777	1542	1385	1189	836	1189	836
在建面积/结算面积		7.4	5.3	5.5	4.0	3.4		
四、资产负债表分析								
有息负债 (亿元)	1057.2	1586.5	1367.9	1455.5	1440.1	1416.1	1440.1	1416.1
相比去年末增长	12%	50%	-14%	6%	-1%	-2%	-1%	-2%
融资成本	6.35%	6.17%	5.80%	5.76%	5.48%	5.22%		
扣预资产负债率	75%	76%	66%	65%	62%	62%	62%	62%
净负债率	184%	182%	91%	85%	74%	87%	74%	87%
现金短债比	59%	96%	182%	201%	192%	147%	192%	147%
分档	红	红	绿	绿	绿	绿	绿	绿

数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

一、业绩持续承压，分红比例维持

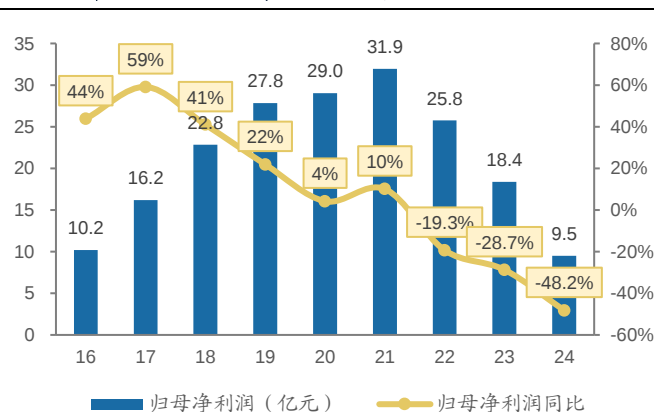
2024年华发股份实现营业总收入599.9亿元（同比-16.8%），营业利润19.8亿元（同比-65.9%），归母净利润9.5亿元（同比-48.2%），扣非归母净利润6.6亿元（同比-24.5%）。全年计划分红2.9亿元，对应分红比例为30%，分红率维持21-22年的基准水平（低于23年高点55%）。

图 1：华发股份营业总收入及增速



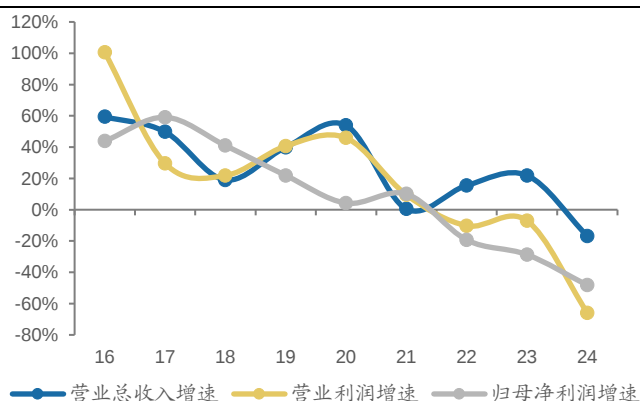
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：华发股份归母净利润及增速



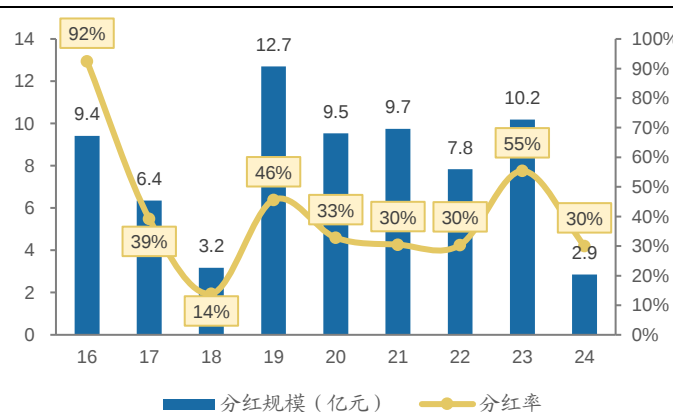
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：华发股份营收及利润增速对比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 4：华发股份分红规模及分红比例



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

并表结算规模回落，带动收入下行。2024年华发股份实现结算收入557亿元（同比-18.5%），对应结算面积同比-16.8%，均价同比-2.1%，回落至2.25万元/平，结算金额的下降主要由于结算面积回落驱动。但公司24年全口径竣工规模488万方，同比23年-5.2%，表内结算下降，不仅是竣工规模持续下行带来的，亦有并表比例下降的原因。

截止报告期末，公司预收楼款达874亿元，同比24年的历史最高点下降13.4%，较23年基本持平，约覆盖1.6年的结算收入，公司积攒预售垫较厚，对未来业绩有一定支撑作用。

表2：华发股份结算及开竣工情况

开发业务结算情况	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
结算金额（亿元）	125	190	227	317	481	486	568	684	557
结算金额同比（%，右）	60%	52%	19%	40%	52%	1%	16.8%	20.4%	-18.5%
结算金额n-1年预收账款	161%	79%	81%	81%	82%	85%	82%	78%	55%
结算金额n-1年销售金额	94%	53%	73%	55%	52%	40%	47%	57%	44%
结算面积（万方）					240	293	251	297	247
同比						22%	-14%	18.2%	-16.8%
结算均价（元/平）					20,087	16,581	22,603	23,011	22,534
同比						-17%	36%	1.8%	-2.1%
预收账款（亿元）	240	281	390	585	570	689	872	1,008	874
同比	209%	17%	39%	50%	-3%	21%	27%	16%	-13.4%
新开工面积（万方）	235	220	514	651	740	523	286	205	95
同比（右）	7%	-6%	133%	27%	14%	-29%	-45%	-28%	-54%
竣工面积（万方）	134	215	179	280	315	628	660	515	488
增速	26%	61%	-17%	57%	13%	99%	5%	-22.0%	-5.2%
并表结算/全口径竣工					76%	47%	38%	58%	51%

数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表3：华发股份分区域结算情况

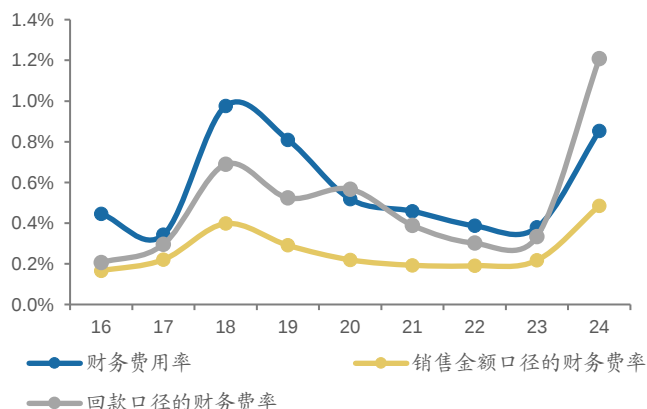
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
结算收入（亿元）	125	176	227	317	481	486	568	684	557
华南区域	111	169	134	140	207	194	108	285	286
珠海区域	94	150	80	61	146	115			
华南区域（不含珠海）	17	19	54	79	61	78			
华中区域	0	0	16	87	215	175	361	342	219
华东区域	0	0	66	66					
北方区域	14	7	2	3	59	102	99	57	52
山东区域	0	0	8	22					
北京区域	0	0	0	0	0	15			
分区毛利率	33%	30%	28%	30%	25.2%	25.6%	20.2%	18.0%	14.3%
华南区域	36%	30%	33%	33%	38.4%	31.4%	18.8%	24.9%	17.9%
珠海区域	43%	33%	36%	37%	48.4%	41.4%			
华南区域（不含珠海）	-2%	1%	28%	31%	14.3%	16.6%			
华中区域			18%	29%	13.6%	15.5%	19.4%	12.2%	9.3%
华东区域			22%	19%					

北方区域	11%	31%	22%	11%	20.9%	33.0%	24.9%	18.0%	15.8%
山东区域			19%	53%					
北京区域						18.3%			

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

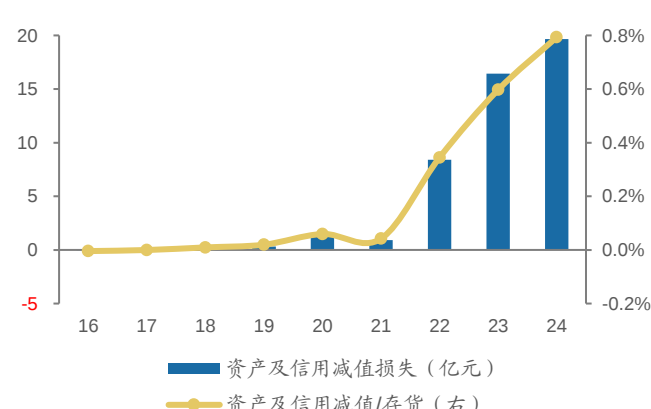
利润率表现下滑。24年公司整体及地产毛利率分别为14.3%、14.3%，较23年分别回落3.8pct、3.7pct，扣税毛利率10.6%，下降3.7pct，扣税毛利润63.5亿元，同比-38.6%。公司20-21年获取的低利润项目不断结转带动整体利润率下行。分区域来看，华南大区毛利率明显下滑，由23年的24.9%下降至17.9%，华东及华中大区、北方区域是公司历史利润较低区域，24年毛利率分别为9.3%、15.8%，较23年小幅下降2.9pct、2.2pct。公司22-24年获取拿地项目利润率明显改善，待后续结算将带动整体毛利率回升。

图 5：华发股份各口径财务费用率



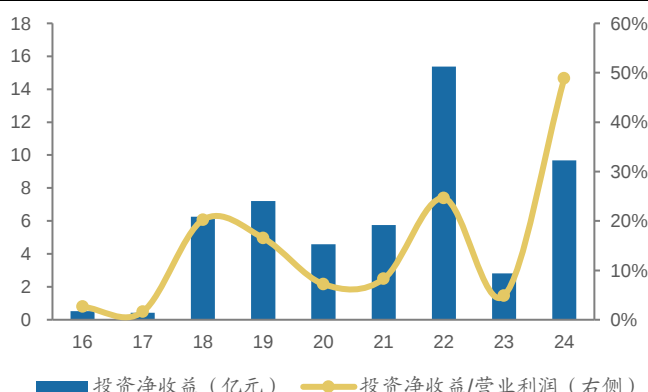
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：华发股份资产及信用减值损失



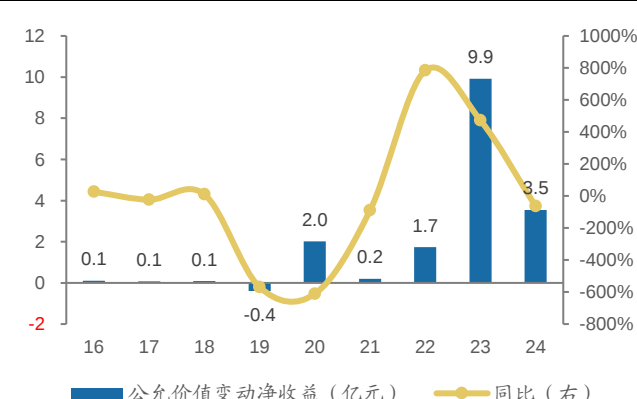
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 7：华发股份投资净收益及占营业利润比重



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 8：华发股份资产及信用减值损失



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

财务费用及减值提升、公允价值变动收益下行是利润下降的主要原因。24年公司销管费用率5.4%，较23年小幅下降0.1pct，财务费用率0.9%，较23年提升0.5pct，

扣除三费费用后的毛利仅25.9亿元，降幅达57.7%。同时24年公司资产及信用减值19.7亿元，较23年增长3.2亿元；投资收益大幅增长至9.7亿（其中由于公司并表比例下行，非并表项目贡献利润大幅提升至9.1亿元），虽然投资收益提供了一部分利润，但公司24年公允价值变动收益仅3.5亿元，同比-64.3%，最终公司营业利润为19.8%，同比-65.9%，扣除所得税后净利润仅14.0亿元，同比-59.5%。

租赁业态收入稳步增长。2024年公司运营类资产表现良好，全年租金收入规模达到了7.9亿，较23年增长15%，较22年增长128%，年末公司可租赁面积99.8万方，同比+10.3%，单位租金收入787元/平，同比+4.6%。

表4：华发股份出租业务情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
出租房地产的建筑面积（万方）	10.4	10.4	16.2	20.0	51.6	57.4	90.5	99.8
出租房地产的租金收入（亿元）	1.9	2.3	2.5	2.1	3.3	3.4	6.8	7.9
单位租金收入（元/平）	1786	2240	1549	1050	637	600	752	787

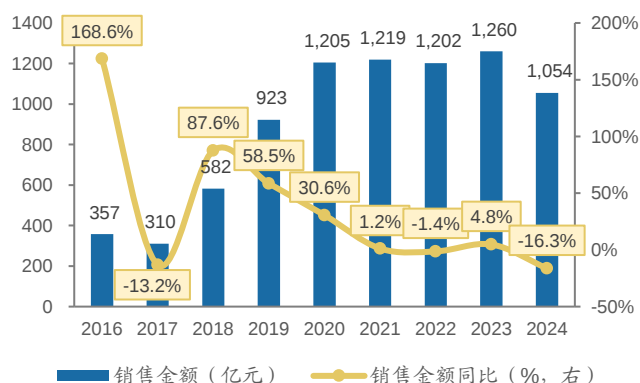
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

二、重点聚焦核心市场，销售首进行业前十

销售聚焦核心市场，具备行业领先优势。2024年华发股份实现销售金额1054亿元（同比-16.3%），同期Top30房企销售金额同比-29.3%，华发销售表现具备领先优势，公司销售排名较23年提升四位至第十，首次进入Top10房企行列。

拆分来看，24年销售面积370万方（同比-7.5%），销售均价28529元/平（同比-9.6%）。分区域看，公司积极巩固自己华南区域销售优势，24年实现销售571亿元，同比+13.8%，占比达54%，华东及北方区域销售金额则分别下降33.3%、66.3%，占比回落至44%、2%。25年前2月，公司销售排名进一步提升至第7位。

图9：华发销售金额及同比



数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

图10：华发销售金额同比量价分析



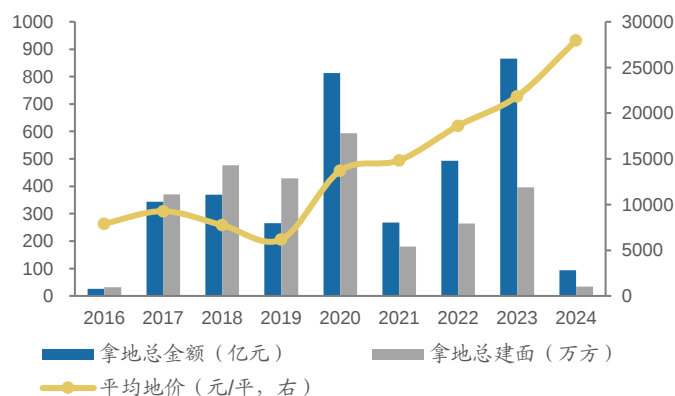
数据来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表5: 2016-2025年2月龙头房企销售排名

销售金额排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025M1-2
1	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展	保利发展	保利发展
2	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展	万科地产	中海地产	中海地产
3	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产	中海地产	华润置地	华润置地
4	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地	万科地产	万科地产
5	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	中海地产	招商蛇口	招商蛇口	招商蛇口
6	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	碧桂园	绿城中国	建发房产
7	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	绿城中国	建发房产	华发股份
8	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	绿城中国	建发房产	越秀地产	绿城中国
9	华润置地	世茂集团	华润置地	绿地控股	龙湖集团	龙湖集团	滨江集团	越秀地产
10	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	建发房产	金地集团	华发股份	滨江集团
11	世茂集团	龙湖集团	龙湖集团	金地集团	融创中国	滨江集团	龙湖集团	中国铁建
12	招商蛇口	招商蛇口	新城控股	世茂集团	中国金茂	越秀地产	中国金茂	中国金茂
13	华夏幸福	阳光城	金地集团	绿城中国	滨江集团	中国金茂	中国铁建	龙湖集团
14	阳光城	金地集团	旭辉集团	旭辉集团	绿地控股	华发股份	金地集团	融创中国
15	旭辉集团	旭辉集团	中国金茂	中国金茂	中国铁建	中国铁建	绿地控股	保利置业
16	金地集团	中南置地	金科集团	新城控股	越秀地产	绿地控股	碧桂园	绿地控股
17	绿城中国	金科集团	中南置地	中南置地	旭辉集团	融创中国	保利置业	深业集团
18	中南置地	中国金茂	阳光城	金科集团	华发股份	新城控股	融创中国	电建地产
19	富力地产	中梁控股	绿城中国	阳光城	新城控股	旭辉集团	中建壹品	中交房地产
20	泰禾集团	华夏幸福	中梁控股	中梁控股	远洋集团	中交房地产	中交房地产	碧桂园
21	正荣集团	富力地产	融信集团	建发房产	首开股份	中国中铁	中国中铁	金地集团
22	金科集团	融信集团	正荣集团	滨江集团	世茂集团	美的置业	首开股份	美的置业
23	中梁控股	正荣集团	龙光集团	龙光集团	卓越集团	首开股份	美的置业	国贸地产
24	中国金茂	绿城中国	富力地产	融信集团	美的置业	中国恒大	新城控股	仁恒置地
25	融信集团	远洋集团	佳兆业	正荣集团	电建地产	卓越集团	电建地产	世茂集团
26	远洋集团	雅居乐	雅居乐	中国铁建	金科集团	联发集团	国贸地产	首开股份
27	蓝光发展	奥园集团	滨江集团	雅居乐	仁恒置地	保利置业	大悦城控股	江山万里置业
28	祥生集团	祥生集团	荣盛发展	美的置业	中交房地产	城建集团	远洋集团	卓越集团
29	雅居乐	佳兆业	奥园集团	远洋集团	中南置地	国贸地产	卓越集团	旭辉集团
30	荣盛发展	荣盛发展	祥生集团	荣盛发展	中梁控股	大悦城控股	世茂集团	浦开集团
31	首开股份	滨江集团	建发房产	卓越集团	中骏集团	华侨城	旭辉集团	中建东孚
32	龙光集团	中国铁建	中国铁建	华发股份	路劲集团	远洋集团	联发集团	中国中铁
33	新力地产	蓝光发展	美的置业	奥园集团	万达集团	电建地产	伟星房产	新城控股
34	中国铁建	美的置业	华发股份	富力地产	武汉城建	世茂集团	大华集团	邦泰集团
35	佳源集团	龙光集团	新力地产	祥生集团	华侨城	象屿地产	武汉城建	远洋集团
36	佳兆业	新力地产	远洋集团	佳兆业	雅居乐	路劲集团	华侨城	联发集团
37	滨江集团	首开股份	禹洲集团	越秀地产	中粮大悦城	武汉城建	中国恒大	大华集团
38	奥园集团	卓越集团	蓝光发展	首开股份	融信集团	大华集团	象屿地产	路劲集团
39	美的置业	华发股份	合景泰富	新希望地产	新希望地产	中南置地	路劲集团	中国恒大
40	融侨集团	金辉集团	新希望地产	禹洲集团	保利置业	大家房产	中建东孚	武汉城建

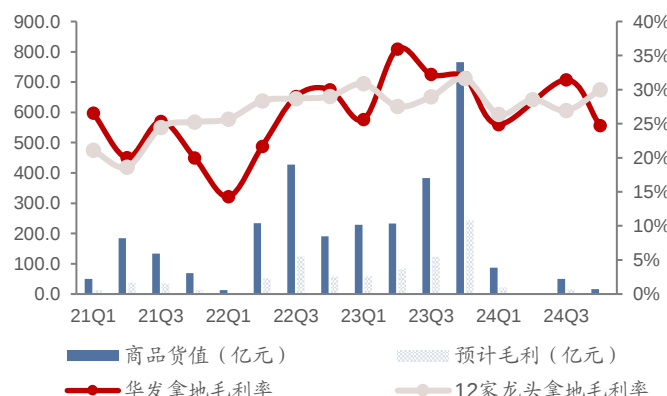
数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图11: 华发拿地规模及地价



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 华发拿地货值及毛利率



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

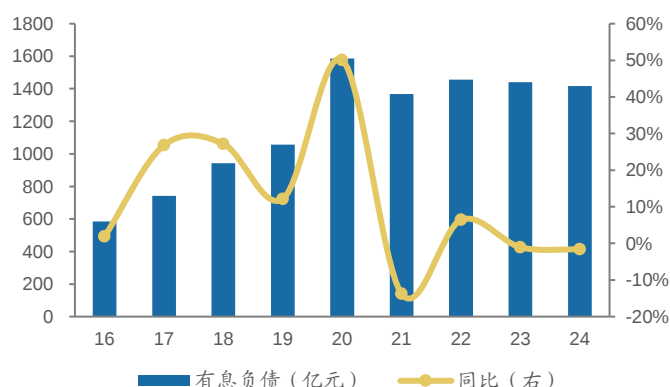
投资专注高能级市场, 维持一定投资门槛。2024年受行业持续下行影响, 华发股份在维持自身资金安全的背景下缩减投资规模, 共获取6宗项目, 总建面34万方, 总地价94亿元, 金额口径拿地力度9%, 拿地楼面价27954元/平, 同比+27.9%。

拿地结构来看, 公司24年仅于上海、广州、西安、成都4城拿地, 积极获取一二线城市高利润项目, 全年获取项目对应总货值153亿元, 毛利率约为27.0%, 远高于当前结算毛利率。

三、负债规模维持稳定, 融资成本持续优化

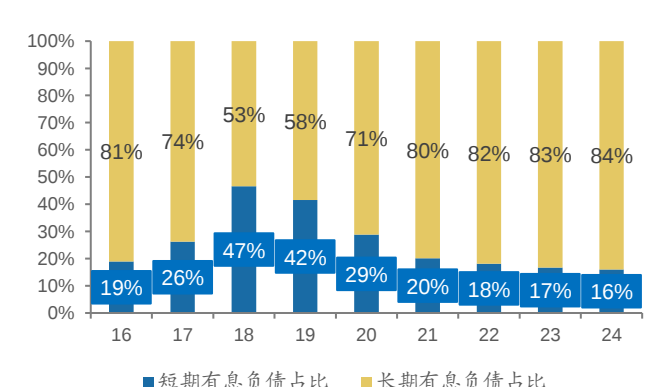
截至2024年12月31日, 华发股份有息负债总额1416亿元, 较上年末小幅下降2%, 短期有息负债占比进一步下降至16%, 综合融资成本降至5.22%, 较23年下降26bp。新增债务融资成本不断下降, 同时使用多种手段补充流动资金, 23年实现定向增发, 24年消费类基础Pre-Reits落地, 目前持续推进定向发行可转债工作。24年末公司三道红线评级仍维持绿档(扣预资产负债率62.4%, 净负债率86.7%, 现金短债比1.5x)。

图13: 华发有息负债总额



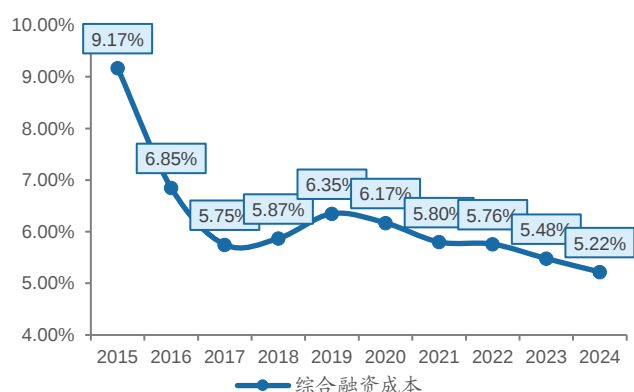
数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 华发有息负债结构



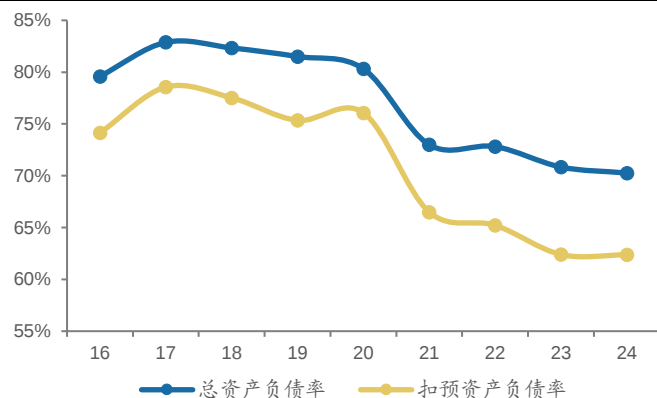
数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 华发综合融资成本



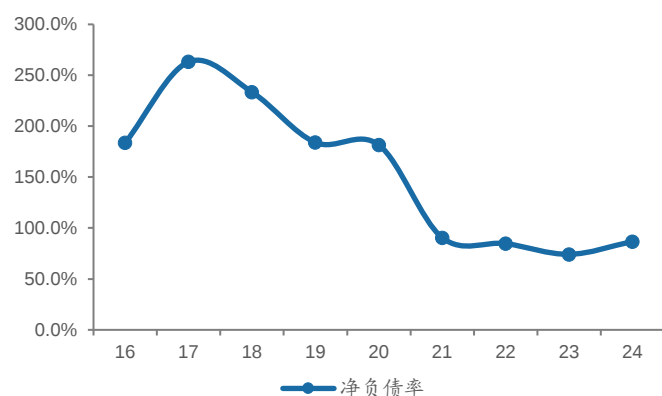
数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 华发资产负债率



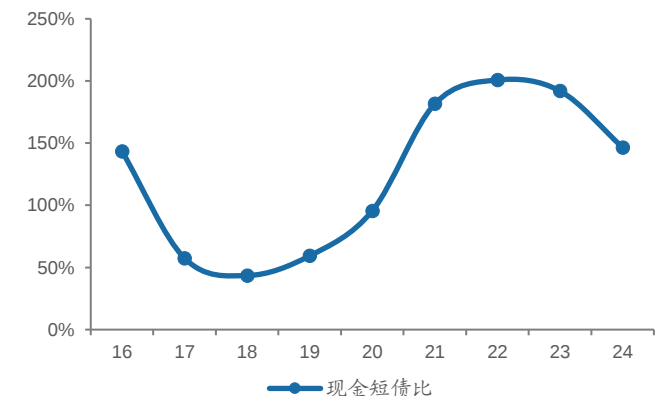
数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 华发净负债率



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 华发现金短债比



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

华发股份24年销售表现显著优于同类房企,销售排名不断提升,公司聚焦核心市场,可结算资源充沛,保障了公司未来的收入确认能力,待转结项目利润率远高于当前结算项目,提供了公司未来利润修复的基础。

预计公司25-26年地产结算金额占前一年预收账款比例回升至历史中间水平65%,实现结算收入573亿元、612亿元,同比增长3%、7%;同时其他业务收入稳步增长10%,对应收入47亿元、52亿元,合计实现主营业务收入620亿元、663亿元,同比分别增长3%、7%。

随21年及之后高利润项目逐渐结转,24-25年公司净利率水平回升至3.2%、3.4%,少数股东损益小幅回升至40%、42%,最终实现归母净利润11.8亿元、13.2亿元,同比增长24%、12%。

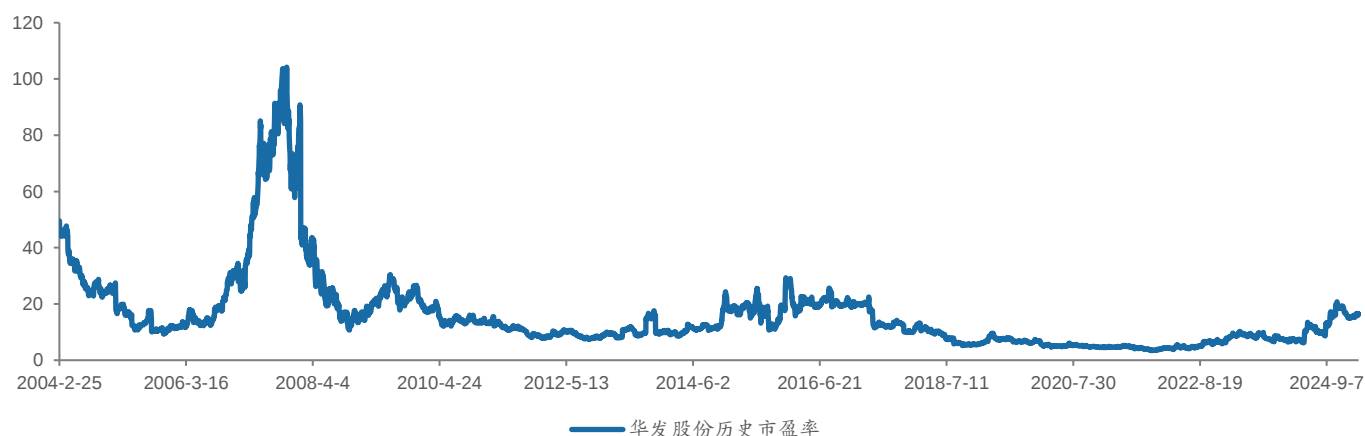
参考公司历史市盈率情况,我们以25年归母净利润对应16xPE估值,给予合理价值6.88元/股,维持“买入”评级。

表6: 华发股份收入拆分及盈利预测

主要指标	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入 (亿元)	331	510	512	592	721	600	620	663	758
增速 (%)	40%	54%	0%	16%	22%	-17%	3%	7%	14%
地产结算金额 (亿元)	317	481	486	568	684	557	573	612	702
增速 (%)	40%	52%	1%	17%	20%	-18%	3%	7%	15%
其他业务收入 (亿元)	14	29	26	24	38	43	47	52	57
增速 (%)	36%	105%	-9%	-9%	58%	13%	10%	10%	10%
销售金额 (亿元)	923	1205	1219	1220	1260	1054	1150	1250	1400
	59%	31%	1%	0%	3%	-16%	9%	9%	12%
并表回款 (亿元)	512	466	604	760	818	423	633	750	840
并表回款率	56%	39%	50%	62%	65%	40%	55%	60%	60%
预收账款 (亿元)	585	570	689	880	1015	881	941	1079	1218
结算金额/前一年预收账款	81%	82%	85%	82%	78%	55%	65%	65%	65%
净利率水平	10.0%	8.9%	9.1%	8.0%	4.8%	2.3%	3.2%	3.4%	3.9%
少数股东损益占比	16.0%	36.4%	31.7%	45.5%	47.0%	32.3%	40.0%	42.0%	45.0%
归母净利润 (亿元)	27.8	29.0	31.9	25.8	18.4	9.5	11.8	13.2	16.4
增速 (%)	22%	4%	10%	-19%	-29%	-48%	24%	12%	25%
EPS (元/股)	1.22	1.16	1.51	1.22	0.67	0.35	0.43	0.48	0.60
PE (倍)	4.7	4.9	3.8	4.7	8.6	16.5	13.3	11.9	9.6

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图19: 华发股份历史市盈率 (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

未来基本面表现不及预期, 包括行业政策面改善力度不及预期, 三四线需求大幅下滑, 库存累积快于预期, 居民端需求持续性不及预期等; 供给侧改革下行业出清, 对于市场情绪产生扰动; 结算规模及利润率不及预期。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	387,106	349,034	370,449	406,151	450,974	
货币资金	46,320	33,206	33,016	48,933	69,018	
应收及预付	4,643	5,081	9,428	10,303	15,023	
存货	275,032	247,950	266,133	285,043	305,062	
其他流动资产	61,112	62,798	61,872	61,872	61,872	
非流动资产	64,593	71,261	77,588	85,328	93,467	
长期股权投资	25,246	28,025	31,030	34,356	38,039	
固定资产	5,063	5,234	5,391	5,552	5,719	
在建工程	37	77	2,495	4,744	6,843	
无形资产	647	659	659	659	659	
其他长期资产	33,601	37,266	38,014	40,017	42,208	
资产总计	451,699	420,295	448,037	491,479	544,442	
流动负债	198,764	175,002	217,331	270,895	330,688	
短期借款	463	3,480	0	0	0	
应付及预收	159,983	164,400	194,664	251,403	313,737	
其他流动负债	38,318	7,122	22,667	19,491	16,951	
非流动负债	121,236	120,305	103,750	91,353	81,533	
长期借款	82,013	79,382	63,505	50,804	40,643	
应付债券	21,464	22,486	22,486	22,486	22,486	
其他非流动负债	17,758	18,437	17,759	18,062	18,403	
负债合计	320,000	295,307	321,081	362,247	412,221	
股本	2,752	2,752	2,752	2,752	2,752	
资本公积	3,719	1,401	1,638	1,902	2,230	
留存收益	15,655	15,588	16,534	17,590	18,905	
归属母公司股东权益	22,177	19,744	20,924	22,244	23,887	
少数股东权益	109,523	105,244	106,032	106,988	108,333	
负债和股东权益	451,699	420,295	448,037	491,479	544,442	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	72,145	59,992	61,968	66,327	75,843
营业成本	59,061	51,404	53,463	57,097	65,107
营业税金及附加	2,746	2,241	543	642	788
销售费用	2,383	1,813	1,978	2,405	2,691
管理费用	1,485	1,358	1,327	1,443	1,614
研发费用	946	1,067	884	962	1,076
财务费用	274	512	835	553	348
资产减值损失	-1,595	-1,840	-322	-184	-184
公允价值变动收益	992	354	357	361	364
投资净收益	281	968	280	310	344
营业利润	5,807	1,980	3,253	3,711	4,743
营业外收支	66	-18	0	0	0
利润总额	5,873	1,962	3,253	3,711	4,743
所得税	2,408	557	1,282	1,435	1,755
净利润	3,465	1,405	1,971	2,276	2,988
少数股东损益	1,627	453	788	956	1,345
归属母公司净利润	1,838	951	1,183	1,320	1,644
EBITDA	6,681	3,438	4,043	4,055	4,853
EPS（元）	0.67	0.35	0.43	0.48	0.60

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50,544	15,900	33,318	40,938	41,361
净利润	3,465	1,405	1,971	2,276	2,988
折旧摊销	211	262	270	278	286
营运资金变动	1,668	30,980	7,735	36,954	37,595
其它	45,200	-16,747	23,343	1,431	492
投资活动现金流	-69,492	-23,382	-5,647	-5,791	-5,987
资本支出	-52,385	-10,306	-11,924	-12,040	-12,183
投资变动	-24,014	-16,934	6,276	6,248	6,196
其他	6,906	3,859	0	0	0
筹资活动现金流	11,439	-5,419	-27,861	-19,230	-15,289
银行借款	97,615	86,449	0	0	0
股权融资	33,643	9,794	0	0	0
其他	-119,819	-101,663	-27,861	-19,230	-15,289
现金净增加额	-7,521	-12,904	-189	15,917	20,084
期初现金余额	52,991	45,469	32,565	32,376	48,293
期末现金余额	45,469	32,565	32,376	48,293	68,378

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	21.9%	-16.8%	3.3%	7.0%	14.3%
营业利润增长	-7.1%	-65.9%	64.3%	14.1%	27.8%
归母净利润增长	-28.7%	-48.2%	24.3%	11.6%	24.5%
获利能力					
毛利率	18.1%	14.3%	13.7%	13.9%	14.2%
净利率	4.8%	2.3%	3.2%	3.4%	3.9%
ROE	8.3%	4.8%	5.7%	5.9%	6.9%
ROIC	2.0%	1.2%	1.4%	1.7%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	70.8%	70.3%	71.7%	73.7%	75.7%
净负债比率	62.6%	73.8%	54.2%	28.7%	3.2%
流动比率	1.95	1.99	1.70	1.50	1.36
速动比率	0.56	0.57	0.45	0.42	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.17	0.14	0.14	0.14	0.15
应收账款周转率	67.68	42.94	37.57	34.18	32.44
存货周转率	0.23	0.20	0.21	0.21	0.22
每股指标 (元)					
每股收益	0.67	0.35	0.43	0.48	0.60
每股经营现金流	18.37	5.78	12.11	14.87	15.03
每股净资产	8.06	7.17	7.60	8.08	8.68
估值比率					
P/E	8.55	16.52	13.29	11.90	9.56
P/B	0.71	0.80	0.75	0.71	0.66
EV/EBITDA	15.31	31.42	20.92	13.02	4.12

广发房地产行业研究小组

郭 镇：首席分析师，清华大学工学硕士，11 年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。

邢 莘：资深分析师，上海财经大学应用统计硕士，6 年房地产研究经验，2018 年进入广发证券发展研究中心。

张 春 娥：资深分析师，厦门大学经济学硕士，7 年房地产研究经验，2021 年进入广发证券发展研究中心。

谢 淼：资深分析师，上海交通大学金融学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

李 怡 慧：高级分析师，伦敦政治经济学院硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

辛 恬：高级分析师，澳大利亚国立大学会计学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

胡 正 维：高级分析师，复旦大学国际商务硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。