

房地产

2025年08月28日

华发股份 (600325)

——拟发行可转债融资，销售规模逆势增长

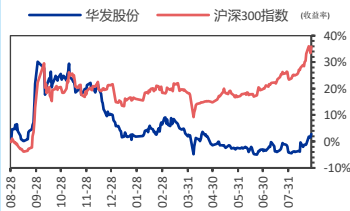
报告原因：有信息公布需要点评
买入 (维持)
投资要点：
市场数据： 2025年08月28日

收盘价(元)	5.29
一年内最高/最低(元)	8.09/4.69
市净率	0.8
股息率(分红/股价)	1.97
流通A股市值(百万元)	14,559
上证指数/深证成指	3,843.60/12,571.37

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	7.02
资产负债率%	69.91
总股本/流通A股(百万)	2,752/2,752
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏
(8621)23297818x
chenpeng@swsresearch.com

- **拟发行可转债融资不超 48 亿元，融资成本持续新低。**公司发布向特定对象发行可转债募集说明书，可转债发行总额不超 48 亿元，期限 6 年，融资方式多元化。2025H1，公司货币资金 294 亿元，同比-15.7%；剔除预后资产负债率为 63%，净负债率 81%，现金短债比 1.34 倍，稳居三道红线绿档。公司上半年综合融资成本 4.76%，较 2024 年末下降 46BPs。
- **25H1 结算提速，利润率、减值压力推动下业绩下滑略低于预期。**2025H1 公司实现营业收入 382.0 亿元，同比+53.8%；净利润 7.6 亿元，同比-56.3%；归母净利润 1.7 亿元，同比-86.4%；扣非后归母净利润 1.5 亿元，同比-87.2%；基本每股收益 0.06 元/股，同比-87.0%。2025H1 公司综合毛利率、归母净利率分别为 14.2%、0.5%，同比分别-2.6pct、-4.6pct；期间费率 4.8%，同比-1.5pct。此外，公司投资收益-1.4 亿元，同比-150.9%；资产减值损失 14.4 亿元，去年同期无此项；少数股东损益 5.9 亿元，同比+24.8%；公司结算规模增长，但利润率回落、资产减值提升、少数股东损益占比提升，导致业绩端表现较弱。至 2025H1 末，公司预收楼款余额（含税项税）745.4 亿元，同比-22.7%。
- **25H1 销售 502 亿、同比+11%，排名稳定第 11。**公司公告，2025H1 公司实现销售金额 502 亿元，同比+11%；位列克而瑞销售榜单第 11 位，同比持平。公司拿地相对谨慎，根据克而瑞，公司 25H1 拿地金额 36.1 亿元，同比+4.0%，拿地销售金额比 7.2%。
- **投资分析意见：拟发行可转债融资，销售规模逆势增长，维持“买入”评级。**华发股份国企背景，近来销售实现快速增长，土地储备充足且聚焦核心都市圈；降负债、去杠杆成效显著，跻身绿档企业。考虑到行业景气度下行，房价仍在持续下跌，因此我们调低未来公司结算利润率、同时减值规模也有一定压力，进而我们下调 25-27 年归母净利润预测分别为 7.5、8.4、9.5 亿元（原值为 9.8、11.8、14.3 亿元），现价对应 25/26PE 为 19.3/17.4X；公司业绩短期承压，但资产质量仍然可观，当期通过 PB 更能看出资产估值情况，目前公司 PB (LF) 仅 0.75 倍，对比可比央企国企公司保利发展、建发国际集团 PB 分别为 0.84 倍、1.46 倍，估值仍处于低位，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：房地产政策超预期收紧，销售超预期下滑，项目收购具备不确定性。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	59,992	38,199	61,672	66,674	75,021
同比增长率(%)	-16.8	53.5	2.8	8.1	12.5
归母净利润(百万元)	951	172	753	836	945
同比增长率(%)	-48.2	-86.4	-20.8	11.0	13.0
每股收益(元/股)	0.35	0.06	0.27	0.30	0.34
毛利率(%)	14.3	14.2	13.8	14.0	14.0
ROE(%)	4.8	0.9	3.7	4.0	4.4
市盈率	15	19	19	17	15

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	72,145	59,992	61,672	66,674	75,021
其中：营业收入	72,145	59,992	61,672	66,674	75,021
减：营业成本	59,061	51,404	53,161	57,339	64,518
减：税金及附加	2,746	2,241	2,303	2,490	2,851
主营业务利润	10,338	6,347	6,208	6,845	7,652
减：销售费用	2,383	1,813	1,864	2,015	2,326
减：管理费用	1,485	1,358	1,396	1,509	1,786
减：研发费用	89	79	81	88	99
减：财务费用	274	512	545	571	624
经营性利润	6,107	2,585	2,322	2,662	2,817
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-48	-126	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-1,595	-1,840	-1,810	-1,770	-1,641
加：投资收益及其他	354	1,004	888	896	939
营业利润	5,807	1,980	1,473	1,862	2,190
加：营业外净收入	66	-18	-28	-31	-34
利润总额	5,873	1,962	1,445	1,831	2,156
减：所得税	2,408	557	333	544	703
净利润	3,465	1,405	1,112	1,287	1,454
少数股东损益	1,627	453	359	450	509
归属于母公司所有者的净利润	1,838	951	753	836	945

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。