

2010-03-20

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 更新报告

华发股份 (600325)

异地项目渐露头角

—2009 年报点评

增持/ 维持评级

股价：RMB15.93

分析师

鱼晋华

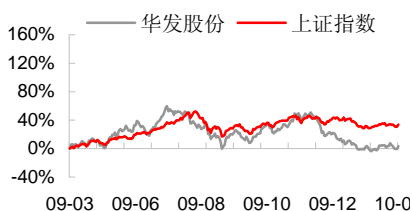
+755 8249 2232 yujinhua@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	817
流通 A 股（百万股）	817
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	13016

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

- 公司 09 年实现营业收入 40.07 亿元，同比增长 15.15%；实现营业利润总额 8.65 亿，同比增长 12.53%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.73 亿元，同比增长 3.02%，每股收益 0.82 元，与我们预期的基本一致。净利润增长较为缓慢，主要原因是受 08 年销量减少的影响，09 年结转的项目较少，结算项目面积 34.08 平方米。主要收入来源于珠海市、中山市、包头市的以下项目：华发世纪城二期、华发水郡一期、中山华发生态庄园一、二期、包头华发名流域等。
- 净利润增幅小于营业收入增幅的主要原因是销售净利率出现了下降，降幅达 1.75 个百分点。销售净利率的下降主要原因是营业税金及附加的大幅上升所致，2009 年结算项目增值额较大以致相应计提的土地增值税准备金增加较多，从而导致销售净利率出现下降。公司拟每 10 股派发现金股利 1.00 元（含税）。
- 年报显示 09 年预售未结账款达 40.95 亿元，与 09 年全年营业收入相当。其中华发新城五期、华发世纪城三期、华发生态园二期 A、B 区、华发水郡花园一期等多个项目将在 2010 年竣工，预售房款达 40 亿元，有望于 2010 年进行结转，业绩锁定性较高。
- 报告期内公司新增可建筑面积约 240 万平方米的土地储备，截止 2009 年底，公司有在建工程项目及土地储备项目的可建筑面积合计超过 700 万平方米，为公司未来 3-4 年的持续稳健发展和业绩增长奠定了坚实的基础。
- 2009 年公司相继在珠海、广西南宁和辽宁大连、沈阳，以及在内蒙古包头（原有项目增加持股比例）增加土地储备，异地扩张步伐加快，公司将成熟产品类型如“华发新城”复制到包头、大连、沈阳、南宁等异地项目。预计未来几年，异地市场项目占公司收入来源的份额将逐步扩大。公司异地项目的拓展也有利于提高公司抵御区域房地产市场波动带来的风险。
- 我们维持公司 2010 年归属母公司净利润 8.97 亿元的预测，预期比 2009 年增长 32%。预测 2010 年及 2011 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.56 元，对应的 PE 分别为 14.5x 与 9.5x。维持增持评级。

经营预测与估值	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2165.7	3479.3	4006.5	5938.8	9050.4
(+/-%)	155.7	60.7	15.2	48.2	52.4
归属母公司净利润(百万元)	358.6	651.3	679.7	896.6	1278.0
(+/-%)	142.6	81.6	4.4	31.9	42.4
EPS(元)	0.44	0.80	0.83	1.10	1.56
P/E(倍)	36.2	20.0	19.1	14.5	9.5

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

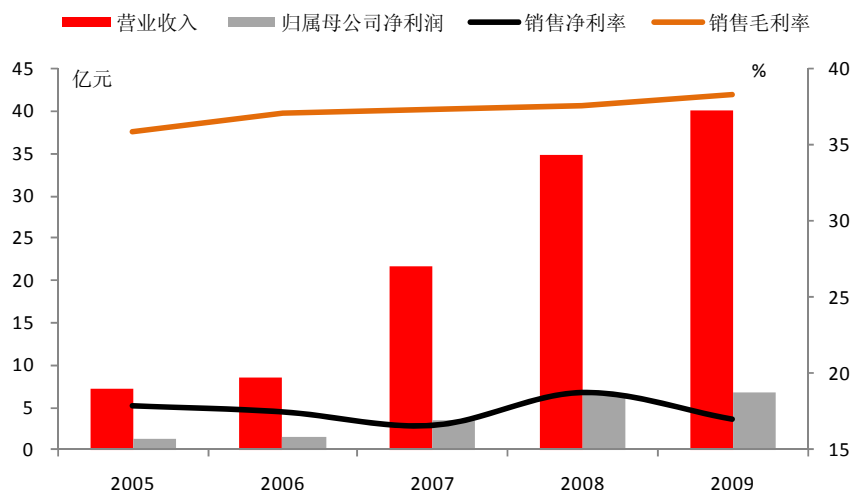
结转原因导致业绩增长较慢

公司 09 年实现营业收入 40.07 亿元,同比增长 15.15%;实现营业利润总额 8.65 亿,同比增长 12.53%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.73 亿元,同比增长 3.02%,每股收益 0.82 元,与我们预期的基本一致。净利润增长较为缓慢,主要原因是受 08 年销量减少的影响,09 年结转的项目较少,结算项目面积 34.08 平方米。主要收入来源于珠海市、中山市、包头市的以下项目:华发世纪城二期、华发水郡一期、中山华发生态庄园一、二期、包头华发名流城等。

净利润增幅小于营业收入增幅的主要原因是销售净利率出现了下降,降幅达 1.75 个百分点。销售净利率的下降主要原因是营业税金及附加的大幅上升所致,2009 年结算项目增值额较大以致相应计提的土地增值税准备金增加较多,从而导致销售净利率出现下降。

公司拟每 10 股派发现金股利 1.00 元(含税)。

图 1 结算原因导致业绩增长较慢



数据来源:公司公告,华泰联合证券研究所

年报显示 09 年预售未结账款达 40.95 亿元,与 09 年全年营业收入相当。其中华发新城五期、华发世纪城三期、华发生态园二期 A、B 区、华发水郡花园一期等多个项目将在 2010 年竣工,预售房款达 40 亿元,有望于 2010 年进行结转,业绩锁定性较高。

复制成熟产品类型 异地扩张步伐加快

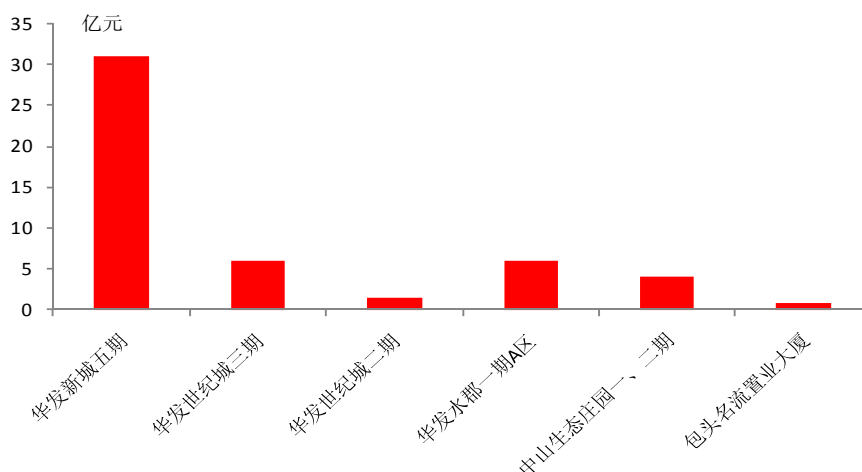
报告期内公司新增可建筑面积约 240 万平方米的土地储备,截止 2009 年底,公司有在建工程项目及土地储备项目的可建筑面积合计超过 700 万平方米,为公司未来 3-4 年的持续稳健发展和业绩增长奠定了坚实的基础。

2008 年公司在包头获取项目标志着公司开始真正走出珠海市场(包括中山),面向全国,2009 年包头项目开始为公司贡献利润。此外,2009 年公司相继在珠海、广西南宁和辽宁大连、沈阳,以及在内蒙古包头(原有项目增加持股比例)增加土地储备,

异地扩张步伐加快，公司将成熟产品类型如“华发新城”复制到包头、大连、沈阳、南宁等异地项目。预计未来几年，异地市场项目占公司收入来源的份额将逐步扩大。公司异地项目的拓展也有利于提高公司抵御区域房地产市场波动带来的风险，使公司项目避免过于集中珠海市场，业绩单一依靠珠海房地产市场的表现。

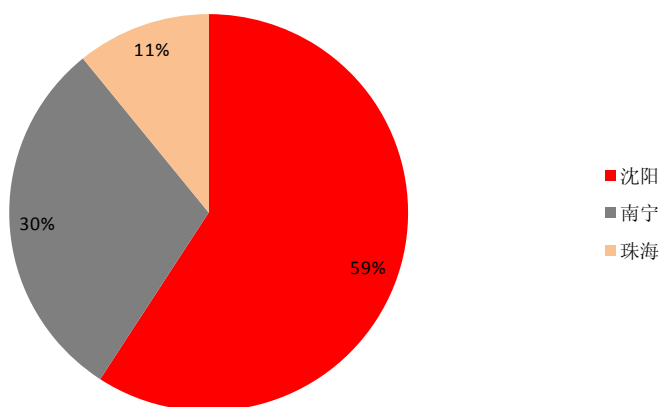
2010 年公司计划新开工项目包括：华发新城六期、华发水郡二期 B 区、华发云湖翠谷雅筑、华发蔚蓝堡、中山生态庄园三期、中山华发广场、包头华发新城、大连华发新城。

图 2 2009 年主要项目销售金额



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3 2009 年公司新增土地储备分布



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券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。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com