

华发股份 (600325.SH) 房地产开发行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

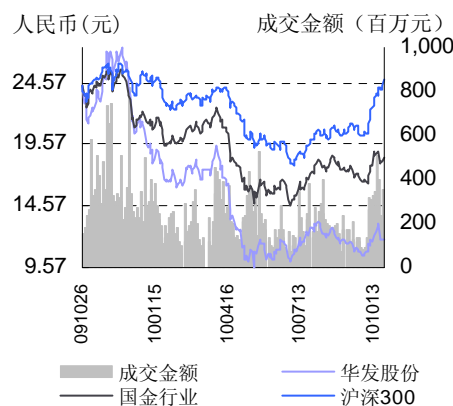
市价 (人民币): 11.84 元

本地市场回暖 区域外提供新增长点

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	817.05
总市值 (百万元)	9,673.82
年内股价最高最低 (元)	27.42/9.57
沪深 300 指数	3481.08
上证指数	3051.42



公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益 (元)	0.797	0.832	0.959	1.120	1.847
每股净资产 (元)	5.51	6.23	7.14	7.97	9.76
每股经营性现金流 (元)	0.53	2.06	2.95	4.73	-2.72
市盈率 (倍)	11.67	22.53	11.99	10.27	6.23
行业优化市盈率 (倍)	18.95	45.56	45.56	45.56	45.56
净利润增长率 (%)	79.50%	4.37%	15.33%	16.75%	64.85%
净资产收益率 (%)	14.47%	13.34%	13.43%	14.06%	18.92%
总股本 (百万股)	817.05	817.05	817.05	817.05	817.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 报告期公司净利润同比下滑 16%，实现每股收益 0.37 元，低于预期。原因在于报告期结算项目为华发新城五期，该项目于 2008 年宏观调控下开盘销售，所以毛利率仅为 28%。随世纪城三期和华发水郡等高毛利率项目在年底的竣工结算，公司年报体现出的盈利水平将会上升至 35% 左右。

经营分析

- **销售随市场回暖。**三季度公司主推楼盘为珠海华发世纪城，在四月份调控政策出台后，该楼盘去化速度也出现下降，但三季度随市场整体回暖，该楼盘销售速度也明显回升，三季度销售回款约为 5 个亿，售价相比年初也有约 5-10% 的上涨。
- **区域外市场进入收获期。**公司 08 年开始进入大连和包头市场，目前上述项目一期都已推盘，开发模式和产品定位接近珠海本地的华发新城品牌。虽然上述项目的盈利水平和去化速度与珠海本地楼盘尚有一定差距，但标志公司走向异地市场取得实际进展，也将为业绩提供新增长点。
- **资金较为充裕。**报告期末公司账面现金达到 38 亿元，比年初增加了 9 亿元，短期借款和一年内到期的流动负债仅为 10 亿元，短期资金有约 28 亿元盈余。资金盈余主要来自销售回款的增长，公司在报告期内完成销售额 55 亿元，同比增长了 38%。
- **业绩保障度高。**报告期末公司预收账款达到 64 亿元，我们预计其中的 20 亿将于四季度结算，按此计算公司目前应为 2011 年实现 44 亿元销售收入，占我们预测 2011 年收入的 80%。

投资建议

- 预计公司 10-11 年每股收益为 0.96 和 1.12 元，动态市盈率 12 和 10 倍，估值处于行业内较低水平。而从经济增长潜力，交通设施改善和政策支持力度三要素分析，在全国范围内也较难找到与珠海相提并论的城市，珠海即将发生深刻变革，将是未来相当长时期区域经济发展热点。作为珠海地产市场的龙头公司，华发将长期受益区域经济发展，维持买入建议。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号: S1130208060236
 (8610)66211658
 caoxt@gjzq.com.cn

图表1: 公司报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,166	3,479	4,007	5,584	5,524	8,921	货币资金	1,572	1,852	2,908	3,581	7,216	4,951
增长率		60.7%	15.2%	39.4%	-1.1%	61.5%	应收款项	37	34	42	199	197	318
主营业务成本	-1,356	-2,171	-2,470	-3,336	-2,894	-5,025	存货	5,279	9,509	11,251	11,424	7,531	13,079
%销售收入	62.6%	62.4%	61.7%	59.7%	52.4%	56.3%	其他流动资产	526	7	2,831	1,837	725	1,258
毛利	809	1,308	1,536	2,248	2,630	3,896	流动资产	7,414	11,403	17,032	17,041	15,670	19,606
%销售收入	37.4%	37.6%	38.3%	40.3%	47.6%	43.7%	%总资产	80.2%	84.3%	97.5%	97.5%	96.9%	97.3%
营业税金及附加	-219	-277	-412	-546	-685	-937	长期投资	12	5	9	10	9	9
%销售收入	10.1%	8.0%	10.3%	9.8%	12.4%	10.5%	固定资产	34	57	343	396	436	473
营业费用	-78	-108	-103	-114	-131	-150	%总资产	0.4%	0.4%	2.0%	2.3%	2.7%	2.3%
%销售收入	3.6%	3.1%	2.6%	2.0%	2.4%	1.7%	无形资产	1,768	2,023	31	38	47	56
管理费用	-84	-152	-158	-284	-296	-326	非流动资产	1,827	2,127	432	445	493	540
%销售收入	3.9%	4.4%	3.9%	5.1%	5.4%	3.7%	%总资产	19.8%	15.7%	2.5%	2.5%	3.1%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	428	771	863	1,305	1,519	2,483	资产总计	9,241	13,529	17,464	17,486	16,163	20,146
%销售收入	19.8%	22.1%	21.5%	23.4%	27.5%	27.8%	短期借款	310	1,176	1,739	0	0	0
财务费用	12	18	-4	-215	-214	-230	应付款项	3,946	4,228	4,852	5,434	3,087	5,045
%销售收入	-0.6%	-0.5%	0.1%	3.8%	3.9%	2.6%	其他流动负债	42	-38	92	163	154	231
资产减值损失	-2	-21	-2	0	0	0	流动负债	4,297	5,365	6,683	5,598	3,241	5,275
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,675	3,359	3,486	3,786	4,086	4,386
投资收益	0	-1	3	0	0	0	其他长期负债	1	2	1,767	1,764	1,764	1,764
%税前利润	0.0%	n.a	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	6,974	8,725	11,936	11,148	9,090	11,425
营业利润	438	767	860	1,090	1,304	2,253	普通股股东权益	1,969	4,501	5,094	5,837	6,508	7,976
营业利润率	20.2%	22.0%	21.5%	19.5%	23.6%	25.3%	少数股东权益	298	303	434	501	564	745
营业外收支	-1	2	5	0	0	0	负债股东权益合计	9,241	13,529	17,464	17,486	16,163	20,146
税前利润	437	769	865	1,090	1,304	2,253	比率分析						
利润率	20.2%	22.1%	21.6%	19.5%	23.6%	25.3%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-78	-124	-177	-240	-326	-563	每股指标						
所得税率	17.8%	16.1%	20.4%	22.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.148	0.797	0.832	0.959	1.120	1.847
净利润	359	645	688	850	978	1,690	每股净资产	6.233	5.509	6.235	7.144	7.966	9.762
少数股东损益	-4	-6	9	66	63	181	每股经营现金净流	7.253	0.533	2.059	2.952	4.732	-2.716
归属于母公司的净	363	651	680	784	915	1,509	每股股利	0.000	0.100	0.110	0.050	0.050	0.050
净利率	16.8%	18.7%	17.0%	14.0%	16.6%	16.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.42%	14.47%	13.34%	13.43%	14.06%	18.92%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	3.93%	4.81%	3.89%	4.48%	5.66%	7.49%
净利润	0	645	688	850	978	1,690	投入资本收益率	6.70%	6.92%	5.48%	8.56%	8.81%	12.52%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	59	36	19	21	23	主营业务收入增长率	158.10%	60.66%	15.15%	39.37%	-1.07%	61.50%
非经营收益	0	-20	35	263	218	235	EBIT增长率	174.91%	79.98%	11.96%	51.25%	16.38%	63.50%
营运资金变动	0	-256	1,064	1,280	2,649	-4,167	净利润增长率	155.05%	79.50%	4.37%	15.33%	16.75%	64.85%
经营活动现金净流	0	429	1,823	2,412	3,866	-2,219	总资产增长率	66.71%	46.40%	29.08%	0.12%	-7.57%	24.65%
资本开支	-2,773	-2,981	-2,719	-81	-69	-70	资产管理能力						
投资	-279	-954	-223	-1	0	0	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
其他	0	0	3	0	0	0	存货周转天数	1,108.3	1,243.2	1,533.8	1,250.0	950.0	950.0
投资活动现金净流	-3,052	-3,934	-2,940	-82	-69	-70	应付账款周转天数	60.9	76.9	83.4	22.0	22.0	22.0
股权募资	0	2,504	122	0	-203	0	固定资产周转天数	5.7	6.0	30.3	23.8	25.4	16.5
债权募资	1,035	1,549	691	-1,439	300	300	偿债能力						
其他	-196	-274	1,367	-218	-259	-276	净负债/股东权益	62.31%	55.83%	73.82%	31.06%	-19.32%	13.74%
筹资活动现金净流	839	3,779	2,180	-1,657	-162	24	EBIT利息保障倍数	-35.8	-41.9	235.8	6.1	7.1	10.8
现金净流量	-2,213	273	1,063	673	3,635	-2,265	资产负债率	75.46%	64.49%	68.34%	63.75%	56.24%	56.71%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	2	3
买入	0	1	5	6	7
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.94	1.89

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-01-23	买入	11.79	N/A
2 2009-08-18	买入	21.12	N/A

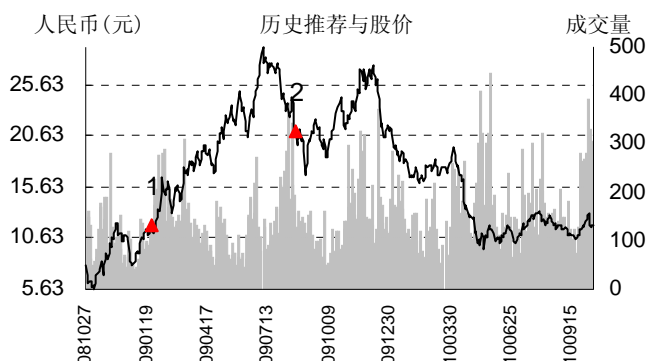
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室