

## 粤港澳经济一体化充分受益者

### ——2010 年报点评

华发股份  
600325

#### 2010 年业绩每股 0.92 元，符合预期

华发股份公布了 2010 年年报，公司年内实现营业收入 58.75 亿元，同比增长 46.6%；实现净利润 7.52 亿元，同比增长 10.6%，基本每股收益 0.92 元，符合预期。公司宣告拟每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税）。

#### 评述

2010 年公司主营业务收入同比增幅 46.6%，净利润同比增幅仅 10.6%，净利润增幅大大低于主营业务收入主要原因在于华发新城 5 期进入结算，该地块楼面地价 3600 元/平米，为 2006 年珠海地王，从而导致项目毛利率较低。

2010 年公司楼宇实现销售面积 51.5 万平米，同比增长 13%，销售金额 73.0 亿元，同比增长 49%，销售业绩行业内属一般水平。期末预收账款 54.4 亿元，占 2011 年预测收入的 80%，业绩锁定性较高。

管理半径扩大、费用比例降低，全国化战略下公司管控能力突出。公司 2010 年管理费用率 3.2%，同比下降了 0.74 个百分点；销售费用率为 2.2%，同比下降了 0.42 个百分点，三年来呈持续下降趋势。

公司财务状况稳健，10 年土地款支付压力较小，资本开支可控，未来财务风险有限。期末公司资产负债率 67.8%，若扣除预收款，真实资产负债率 41.0%，同比下降了 3.9 个百分点；短期及一年内到期借款 12.2 亿，同比下降 29.8%，在手现金 43 亿元，短期偿债压力进一步降低。2010 年购地款 5.2 亿元，同比下降 86%。

公司已成功进入包头、大连、中山、沈阳、南宁等二三线城市，并相继在重庆、武汉和成都成立了公司，区域布局正有序铺开。截止 2010 年底，公司拥有在建项目及拟建项目的可建筑面积合计超过 700 万平米，可供未来 3-5 年开发所需。

《横琴总体发展规划》使横琴的开发上升到了国家战略高度，而今年 3 月份《粤澳合作框架协议》的签订，将助推珠海新一轮经济腾飞，作为区域龙头，公司必将充分受益。

预计公司 2011--2013 年主营业务收入分别为 67 亿元、81 亿元、101 亿元，净利润分别为 8.7 亿元、10.5 亿元、13.2 亿元，合计 EPS 分别为 1.07 元、1.28 元、1.62 元，对应 2011 年动态 PE 为 10X，对 2011 年净资产值有 30% 的折让。公司估值水平较低，未来将充分受益于粤港澳区域经济繁荣，我们给予公司“买入”投资评级，目标价 14.5 元。

维持

买入

分析师：桂长元

投资咨询执业证书编号：

S0630511010016

联系信息：

021-50586660-8623

gcy@longone.com.cn

日期

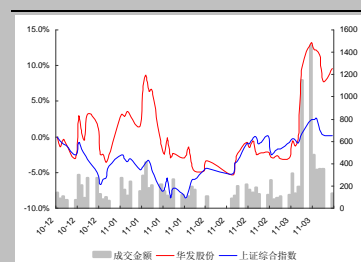
分析：2011 年 03 月 14 日

价格

当前市价：11.3 元

半年目标：14.5 元

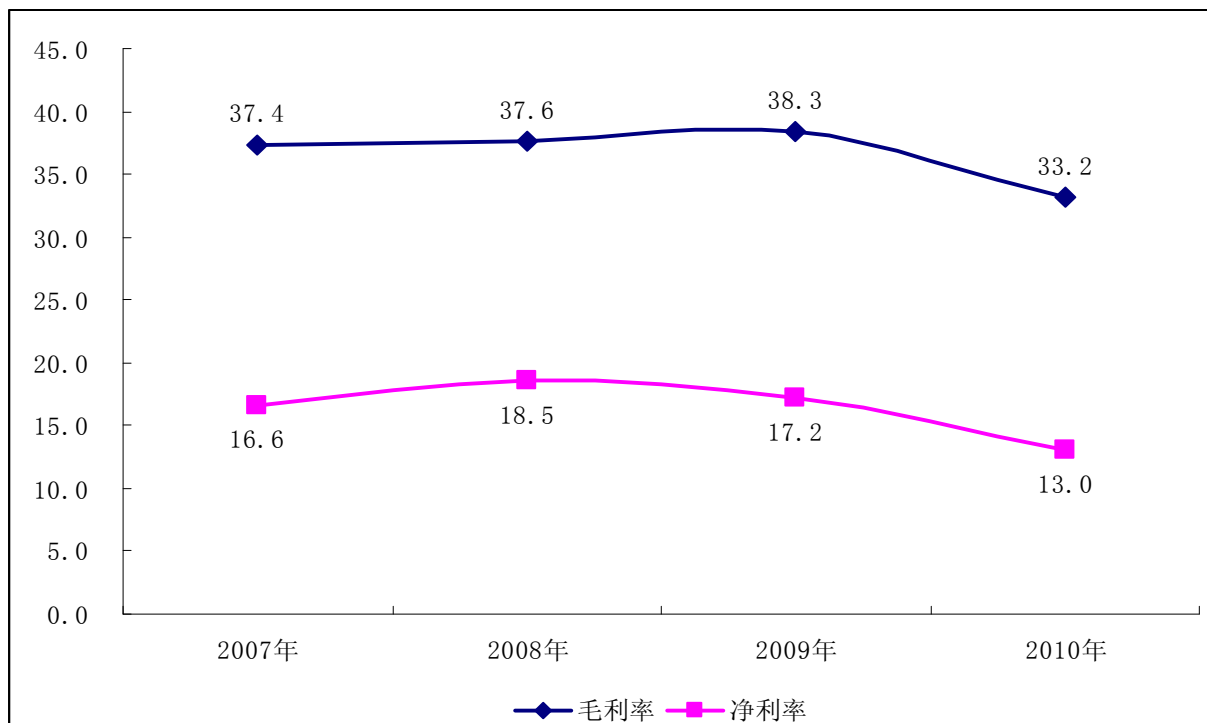
股价表现



相关研究报告

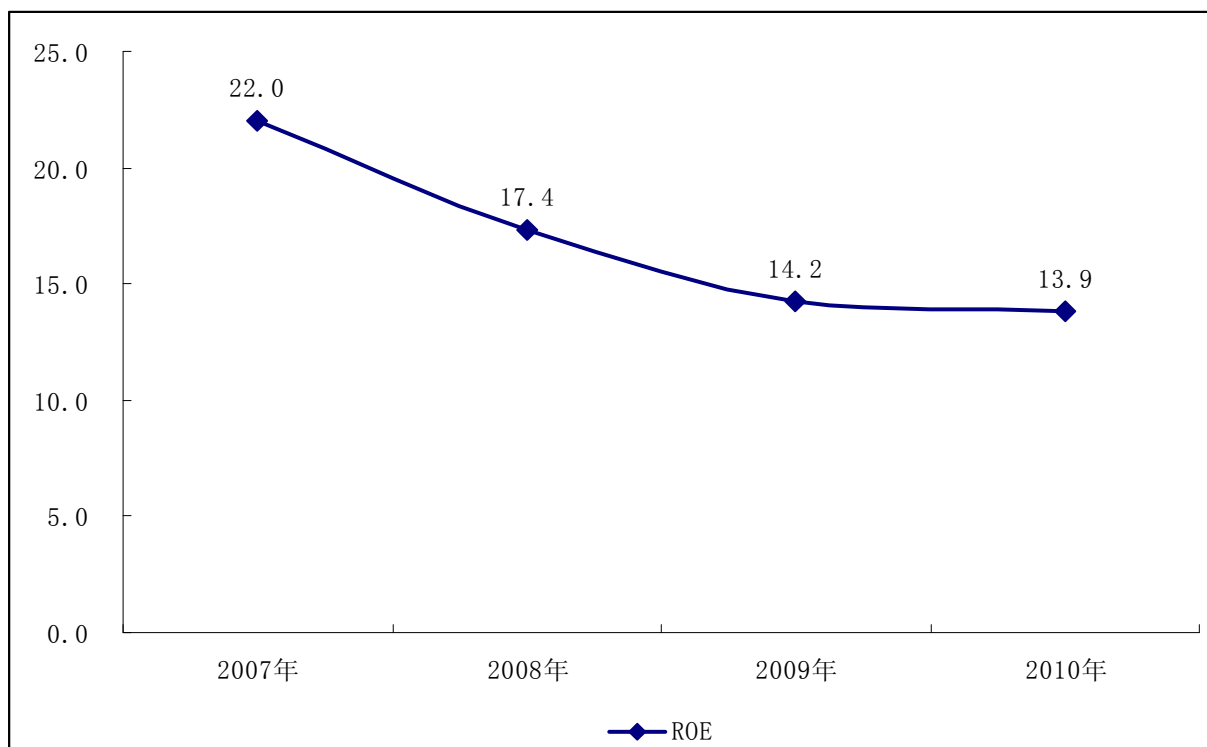
1. 《高增长业已锁定》2008/8/19

公司盈利能力走势 (单位: %)



数据来源: 公司公告

公司年度ROE走势(单位: %)



数据来源: 公司公告

## 2010年公司经营业绩分析

| (百万元)      | 年度数据   |        |        | 2010东海简评                                 |
|------------|--------|--------|--------|--|
|            | 2009   | 2010   | YoY%   |  |
| 营业收入       | 4,007  | 5,875  | 46.6%  | 收入增长，主要源自于结算面积增加                         |
| 结算面积（千平米）  | 341    | 538    | 57.7%  |  |
| 结算单价（元/平米） | 11,757 | 10,930 | -7.0%  |  |
| 营业成本       | 2,470  | 3,925  | 58.9%  | 华发新城5期为2006年珠海地王，楼面地价3600元/平米，导致结算成本上涨过快 |
| 营业税金及附加    | 412    | 596    | 44.5%  | 收入增加，营业税与土地增值税增长                         |
| 销售费用       | 103    | 127    | 23.1%  |  |
| 管理费用       | 158    | 188    | 19.0%  |  |
| 财务费用       | 4      | 25     | 583.9% |  |
| 营业利润       | 860    | 1,016  | 18.1%  |  |
| 归属于母公司净利润  | 680    | 752    | 10.6%  | 业绩符合预期                                   |
| 总股本        | 817    | 817    | 0.0%   |  |
| 每股收益       | 0.83   | 0.92   | 10.6%  |  |
| 总资产        | 17,464 | 20,326 | 16.4%  |  |
| 现金         | 2,908  | 4,301  | 47.9%  |  |
| 存货         | 11,251 | 14,095 | 25.3%  |  |
| 总负债        | 11,936 | 13,777 | 15.4%  |  |
| 预收账款       | 4,095  | 5,440  | 32.9%  | 销售回笼房款增加                                 |
| 短期及一年内到期借款 | 1,739  | 1,220  | -29.8% | 降低短期内到期贷款比例，优化负债期限结构                     |
| 长期借款       | 3,486  | 3,627  | 4.0%   |  |
| 应付债券       | 1,764  | 1,771  | 0.4%   |  |
| 归属母公司权益    | 5,094  | 5,762  | 13.1%  |  |
| 经营活动现金流    | 1,815  | 3,126  | -72.2% | 预收账款增加所致                                 |
| 财务比率       |        |        |        |  |
| (%)        | 2009   | 2010   | Ppt%   |  |
| 资产负债率      | 68.3%  | 67.8%  | -0.6   | 2010年土地款支付压力较小，资本开支可控，未来财务风险有限           |
| 真实资产负债率    | 44.9%  | 41.0%  | -3.9   |  |
| 净负债率       | 73.8%  | 35.4%  | -38.4  |  |
| 银行贷款占总负债比率 | 43.8%  | 35.2%  | -8.6   |  |
| 主营业务利润率    | 31.8%  | 27.8%  | -4.0   | 华发新城5期结算毛利率偏低所致                          |
| 毛利率        | 38.3%  | 33.2%  | -5.2   |  |
| 净利润率       | 17.2%  | 13.0%  | -4.1   |  |

资料来源：公司数据、东海证券研究所

公司盈利预测表

| 资产负债表(百万元)       | 2009         | 2010         | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 利润表(百万元)          | 2009          | 2010         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 2908         | 4301         | 4946         | 5639         | 6372         | 营业收入              | 4007          | 5875         | 6756          | 8108          | 10135         |
| 应收款项             | 42           | 54           | 79           | 84           | 106          | 营业成本              | 2470          | 3925         | 4459          | 5351          | 6689          |
| 存货净额             | 11251        | 14095        | 18161        | 21791        | 26540        | 营业税金及附加           | 412           | 596          | 676           | 811           | 1013          |
| 其他流动资产           | 2831         | 1277         | 1975         | 2469         | 3853         | 销售费用              | 103           | 127          | 194           | 217           | 261           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>17032</b> | <b>19766</b> | <b>25161</b> | <b>29983</b> | <b>36870</b> | 管理费用              | 158           | 188          | 260           | 316           | 395           |
| 固定资产             | 343          | 433          | 2496         | 4799         | 7069         | 财务费用              | 4             | 25           | 11            | 18            | 26            |
| 无形资产及其他          | 28           | 62           | 60           | 58           | 56           | 投资收益              | 3             | 5            | 4             | 2             | 3             |
| 投资性房地产           | 61           | 61           | 61           | 61           | 61           | 资产减值及公允价值变动       | (2)           | (3)          | (7)           | (8)           | (5)           |
| 长期股权投资           | 0            | 4            | 5            | 6            | 8            | 其他收入              | 0             | 0            | 28            | 37            | 48            |
| <b>资产总计</b>      | <b>17464</b> | <b>20326</b> | <b>27783</b> | <b>34907</b> | <b>44064</b> | 营业利润              | 860           | 1016         | 1182          | 1425          | 1796          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 1739         | 1220         | 2067         | 3930         | 5699         | 营业外净收支            | 5             | (4)          | 0             | 0             | 1             |
| 应付款项             | 533          | 1005         | 1086         | 1299         | 1561         | <b>利润总额</b>       | <b>865</b>    | <b>1012</b>  | <b>1182</b>   | <b>1426</b>   | <b>1796</b>   |
| 其他流动负债           | 4411         | 6151         | 8484         | 9069         | 11356        | 所得税费用             | 177           | 246          | 295           | 356           | 449           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>6683</b>  | <b>8377</b>  | <b>11636</b> | <b>14297</b> | <b>18617</b> | 少数股东损益            | 9             | 14           | 16            | 20            | 25            |
| 长期借款及应付债券        | 3486         | 3627         | 6627         | 9627         | 12627        | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>680</b>    | <b>752</b>   | <b>870</b>    | <b>1050</b>   | <b>1323</b>   |
| 其他长期负债           | 1767         | 1774         | 2218         | 2772         | 3464         |                   |               |              |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>5253</b>  | <b>5401</b>  | <b>8844</b>  | <b>12398</b> | <b>16091</b> | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2009</b>   | <b>2010</b>  | <b>2011E</b>  | <b>2012E</b>  | <b>2013E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>11936</b> | <b>13777</b> | <b>20480</b> | <b>26696</b> | <b>34707</b> | 净利润               | 680           | 752          | 870           | 1050          | 1323          |
| 少数股东权益           | 434          | 787          | 801          | 818          | 839          | 资产减值准备            | (20)          | 1            | (3)           | 0             | 0             |
| 股东权益             | 5094         | 5762         | 6501         | 7393         | 8518         | 折旧摊销              | 33            | 16           | 37            | 112           | 221           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>17464</b> | <b>20326</b> | <b>27783</b> | <b>34907</b> | <b>44064</b> | 公允价值变动损失          | 2             | 3            | 7             | 8             | 5             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 4             | 25           | 11            | 18            | 26            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2009</b>  | <b>2010</b>  | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | 营运资本变动            | (2086)        | 920          | (1935)        | (2778)        | (2912)        |
| 每股收益             | 0.83         | 0.92         | 1.07         | 1.28         | 1.62         | 其它                | 28            | 13           | 17            | 17            | 21            |
| 每股红利             | 0.10         | 0.00         | 0.16         | 0.19         | 0.24         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(1362)</b> | <b>1705</b>  | <b>(1007)</b> | <b>(1591)</b> | <b>(1343)</b> |
| 每股净资产            | 6.23         | 7.05         | 7.96         | 9.05         | 10.42        | 资本开支              | (274)         | (104)        | (2101)        | (2421)        | (2494)        |
| ROS              | 17%          | 13%          | 13%          | 13%          | 13%          | 其它投资现金流           | 0             | (39)         | 39            | 0             | 0             |
| ROE              | 13%          | 13%          | 13%          | 14%          | 16%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(274)</b>  | <b>(147)</b> | <b>(2064)</b> | <b>(2422)</b> | <b>(2496)</b> |
| 毛利率              | 38%          | 33%          | 34%          | 34%          | 34%          | 权益性融资             | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 21%          | 18%          | 17%          | 17%          | 17%          | 负债净变化             | 128           | 141          | 3000          | 3000          | 3000          |
| EBITDA Margin    | 22%          | 18%          | 18%          | 19%          | 20%          | 支付股利、利息           | (82)          | 0            | (131)         | (157)         | (198)         |
| 收入增长             | 15%          | 47%          | 15%          | 20%          | 25%          | 其它融资现金流           | 2601          | (446)        | 847           | 1863          | 1770          |
| 净利润增长            | 4%           | 11%          | 16%          | 21%          | 26%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>2692</b>   | <b>(165)</b> | <b>3716</b>   | <b>4705</b>   | <b>4571</b>   |
| 资产负债率            | 71%          | 72%          | 77%          | 79%          | 81%          | <b>现金净变动</b>      | <b>1055</b>   | <b>1393</b>  | <b>645</b>    | <b>692</b>    | <b>733</b>    |
| 息率               | 0.5%         | 0.0%         | 1.4%         | 1.7%         | 2.2%         | 货币资金的期初余额         | 1852          | 2908         | 4301          | 4946          | 5639          |
| P/E              | 22.5         | 11.0         | 10.5         | 8.7          | 6.9          | 货币资金的期末余额         | 2908          | 4301         | 4946          | 5639          | 6372          |
| P/B              | 3.0          | 1.4          | 1.4          | 1.2          | 1.1          | 企业自由现金流           | (1554)        | 1763         | (3130)        | (4034)        | (3857)        |
| EV/EBITDA        | 25.4         | 14.9         | 33.9         | 34.4         | 33.0         | 权益自由现金流           | 0             | 1458         | 445           | 376           | 263           |

资料来源：公司公告、东海证券研究所

## 作者简介

**桂长元：**经济学硕士，房地产行业 5 年相关从业经历。2007 年 12 月起就职于东海证券研究所，从事房地产行业研究。

重点跟踪公司——保利地产、保利地产、金地集团、招商地产、华发股份、滨江集团、广宇集团、苏宁环球、栖霞建设、中天城投、亿城股份、中华企业、福星股份、荣盛发展、中南建设等

## 评级定义

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

| 北京 东海证券研究所               | 上海 东海证券研究所              |
|--------------------------|-------------------------|
| 中国 北京 100089             | 中国 上海 200122            |
| 西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F | 世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话：(8610) 66216231       | 电话：(8621) 50586660      |
| 传真：(8610) 59707100       | 传真：(8621) 50819897      |