

公司研究/中报点评

2019年08月26日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.11  
合理价格区间(元): 10.22~10.95

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

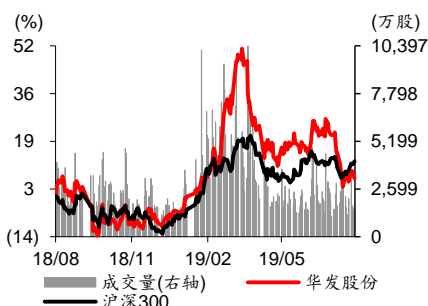
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《华发股份(600325,买入): 业绩量价齐升, 保持高速增长》2019.04
- 2 《华发股份(600325,买入): 保持成长步伐, 湾区红利显现》2019.04
- 3 《华发股份(600325,买入): 坐拥粤港澳禀赋, 重启新一轮成长》2019.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 销售弹性如期释放, 中期分红彰显诚意

### 华发股份(600325)

#### 核心观点

公司发布半年报, 2019H1 实现营收 142 亿元, 同比+51%; 实现归母净利润 14 亿元, 同比+3%; 拟每 10 股派发 2 元中期股利; 业绩符合预期, 中期分红超预期。公司充裕货值助推其在 2019 年迎来新机遇, 下半年有望把握融资优势补充库存, 公司和大股东在粤港澳大湾区的深厚资源将受益于区域红利提振。我们维持 2019-2021 年 EPS 为 1.46、1.89、2.35 元的盈利预测, 维持“买入”评级。

#### 开发业务实现量质齐升, 充足现金支撑中期分红

上半年公司华南(不含珠海)、华中、山东区域项目进入集中结算期, 竣工面积 207 万平, 同比+83%, 带动房地产业务营收+52%, 同时毛利率提升 10.3 个百分点至 35.8%。业绩增速不及营收主要因为: 一、去年投资收益基数较高, 今年投资收益同比减少 4.7 亿元至 0.2 亿元; 二、并表合作项目结算较多, 少数股东损益占比同比+17 个百分点至 16%; 三、税金及附加/营收同比+5 个百分点, 所得税/利润总额同比+4 个百分点至 26%。年初公司年报分红率有所降低, 而上半年公司货币资金、经营活动现金流量净额双双创下历史新高, 中报拟每 10 股派发 2 元现金红利, 彰显公司诚意。

#### 销售增速如期释放, 受益珠海市场改善

上半年公司提升开发效率, 新开工同比+67%。在珠海、华东亮眼表现支撑下, 销售面积同比+62%, 销售金额同比+72%, 增速稳居主流房企前列。我们预计下半年推货超 800 亿元, 华南、华中项目将发力, 全年销售有望超 800 亿元、冲击 900 亿元, 对应增速 55%, 彰显成长成色。2018 年 10 月以来, 珠海斗门、金湾等部分区域人才购房政策改善, 今年 5 月西区、高新区、香洲区社保要求进一步放宽, 对优秀人才支持力度加大, 助推珠海市场逐步改善。公司作为珠海本土龙头, 有望持续受益于区域红利。

#### 评级提升彰显融资实力, 下半年有望把握拓展机遇

今年以来公司融资渠道保持畅通, 融资成本优势显著, 通过短融、中票、私募债、公司债、ABS 融资近 70 亿元, 利率区间 2.98%-5.78%。6 月联合信用将公司主体信用评级由 AA+ 上调为 AAA, 市场认可度再提升, 2019H1 净负债率微降 3 个百分点至 266%。充裕可售资源支撑下(我们估算 2019H1 权益货值 3300 亿元), 上半年公司控制拿地节奏, 拿地总价 50 亿元, 新增权益建面 69 万平, 同比-17%。下半年在融资收紧、土地市场回落的环境下, 公司有望抓住机会补充库存。

#### 中期分红超预期, 维持“买入”评级

我们维持 2019-2021 年 EPS 为 1.46、1.89、2.35 元的盈利预测。参考可比公司 2019 年 7.8 倍 PE 估值, 考虑到公司净负债率偏高, 我们认为公司 2019 年合理 PE 估值水平为 7-7.5 倍, 目标价 10.22-10.95 元(前值 11.39-11.97 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 资金链风险; 布局较为集中带来的区域市场风险; 房地产行业销售存在下滑风险, 公司销售可能受到行业拖累。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	2,118
流通 A 股(百万股)	2,108
52 周内股价区间(元)	5.89-10.30
总市值(百万元)	15,056
总资产(百万元)	205,367
每股净资产(元)	8.29

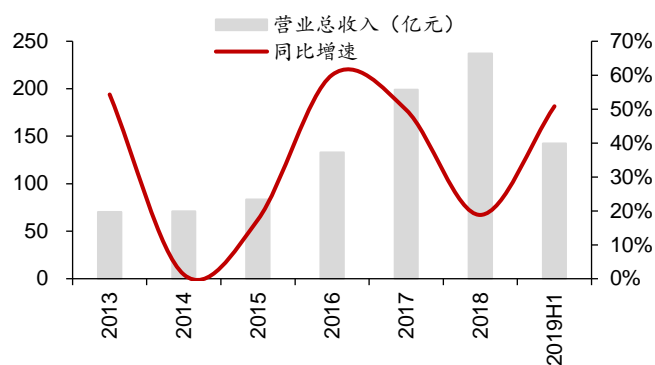
资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,948	23,699	31,364	43,483	55,060
+/-%	50.00	18.80	32.34	38.64	26.62
归属母公司净利润(百万元)	1,610	2,284	3,094	4,013	4,984
+/-%	58.10	41.88	35.43	29.73	24.18
EPS(元, 最新摊薄)	0.76	1.08	1.46	1.89	2.35
PE(倍)	9.38	6.61	4.88	3.76	3.03

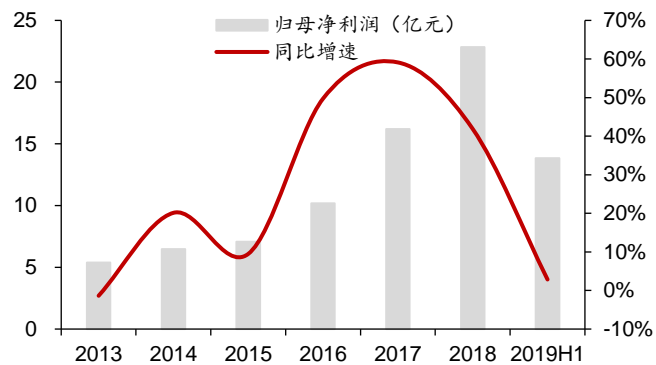
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收和同比增速



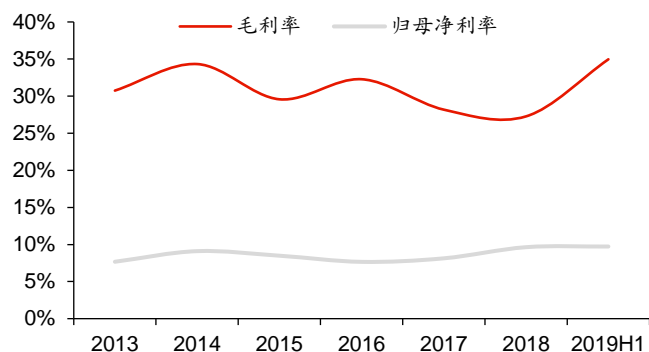
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润和同比增速



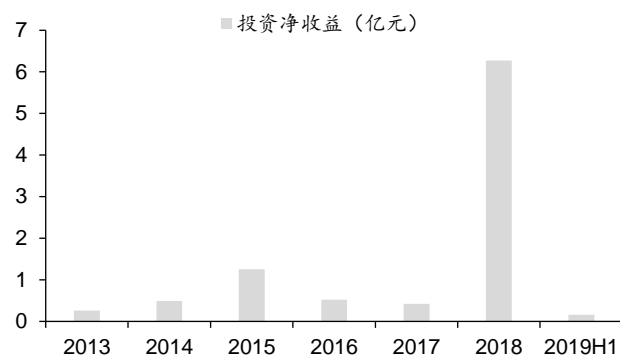
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率和归母净利率



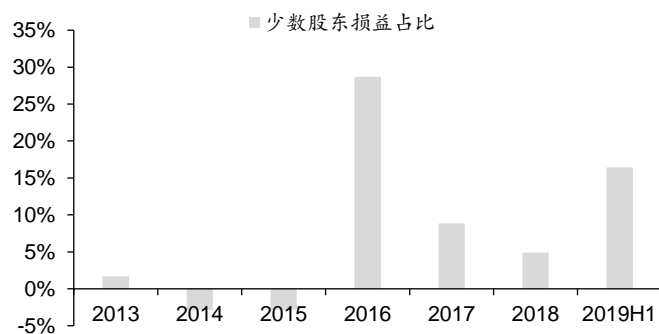
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 公司投资净收益



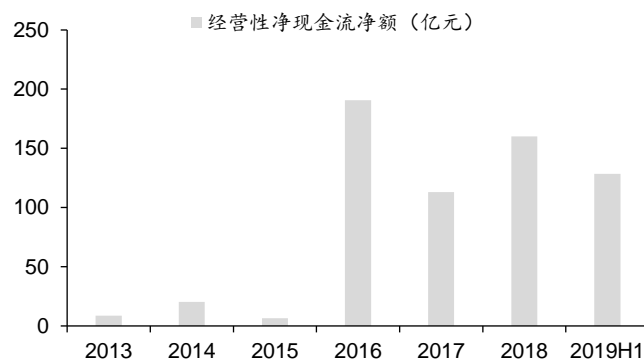
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司少数股东损益占比



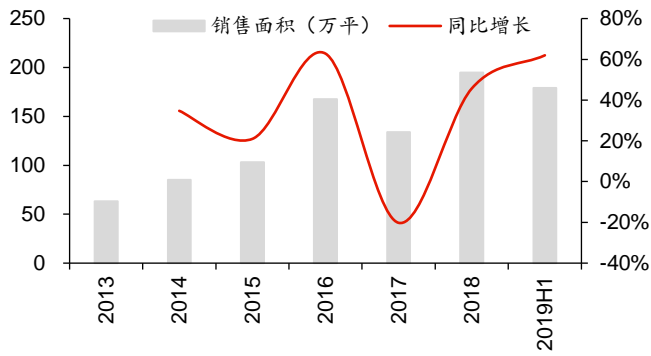
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司经营性现金流净额



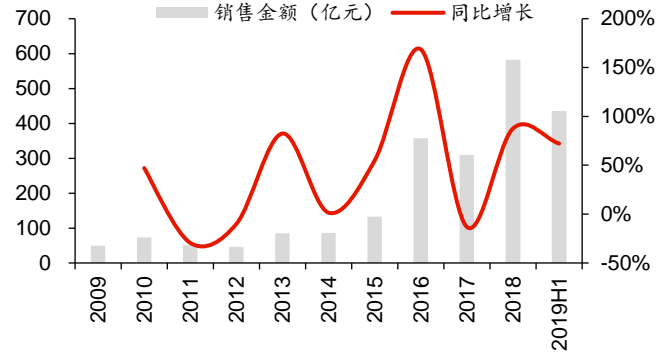
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司销售面积和同比增速



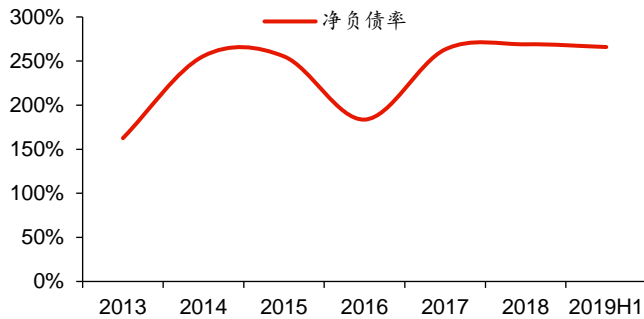
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 公司销售金额和同比增速



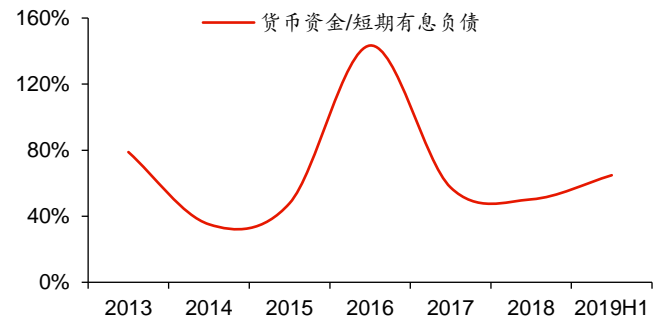
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 公司净负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表10: 公司短债覆盖率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

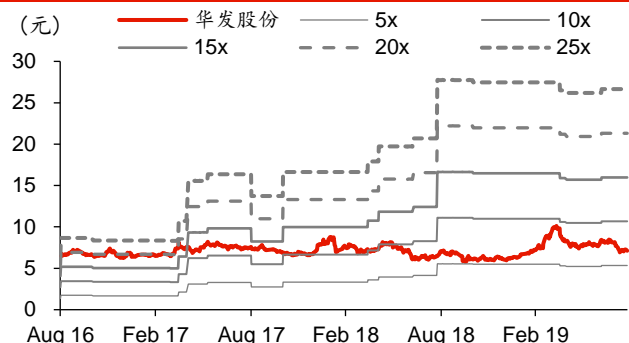
图表11: 可比公司估值表 (截至2019年8月23日, 盈利预测数据来自Wind一致预期)

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
首开股份	192.18	7.45	1.23	1.38	1.61	1.80	6.07	5.40	4.62	4.15
滨江集团	119.79	3.85	0.39	0.52	0.67	0.81	9.87	7.36	5.71	4.76
大悦城	253.22	6.45	0.35	0.66	0.79	0.95	18.23	9.76	8.16	6.77
招商蛇口	1,611.31	20.36	1.93	2.40	2.93	3.52	10.57	8.49	6.95	5.78
平均							11.19	7.75	6.36	5.36

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

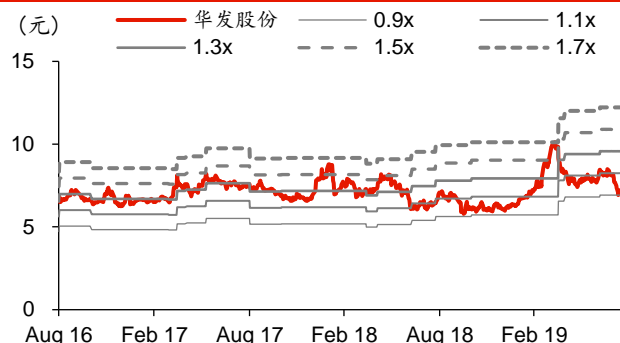
**PE/PB - Bands**

**图表12: 华发股份历史 PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表13: 华发股份历史 PB-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**风险提示**

**净负债率较高、短债覆盖率较低带来的资金链风险。**公司净负债率高于行业平均水平，短债覆盖率低于行业平均水平，尽管在国企背景控股股东背书之下，公司融资渠道较为畅通，但在行业融资收紧的背景下，公司资金链仍然需要承担较大压力。

**布局较为集中带来的区域市场风险。**公司开发+储备项目计容建面的40%位于珠三角地区，22%位于珠海市，销售和回款受珠三角和珠海市房地产市场变化的影响较大。

**房地产行业销售存在下滑风险，公司销售可能受到行业拖累。**若调控政策未出现较大力度放松，行业经历2008年以来最长上行周期后，需求存在一定透支（尤其是三四线城市），叠加居民加杠杆空间和能力的收窄，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能，可能拖累公司销售。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	131,975	169,506	186,453	202,275	214,874
现金	11,640	19,139	21,053	23,158	25,474
应收账款	12.06	13.40	14.64	16.20	17.79
其他应收账款	791.06	3,326	3,658	4,024	4,427
预付账款	5,520	4,962	5,458	6,004	6,605
存货	104,538	128,416	141,255	152,557	160,184
其他流动资产	9,474	13,650	15,014	16,516	18,167
非流动资产	10,315	12,703	29,293	44,885	59,916
长期投资	4,717	6,456	7,102	7,812	8,593
固定投资	619.73	696.31	8,914	19,792	31,889
无形资产	119.52	137.21	158.88	182.21	202.75
其他非流动资产	4,858	5,413	13,118	17,099	19,231
资产总计	142,290	182,209	215,746	247,160	274,790
流动负债	61,055	99,621	121,903	142,654	158,943
短期借款	9,036	12,656	20,437	22,991	19,391
应付账款	3,700	4,802	5,762	6,914	7,951
其他流动负债	48,319	82,164	95,705	112,748	131,601
非流动负债	54,755	50,404	58,602	65,471	71,777
长期借款	40,686	34,387	39,387	43,387	46,387
其他非流动负债	14,070	16,018	19,215	22,085	25,390
负债合计	115,811	150,025	180,505	208,126	230,720
少数股东权益	13,904	17,311	17,526	17,933	18,612
股本	2,118	2,118	2,118	2,118	2,118
资本公积	3,894	1,464	1,464	1,464	1,464
留存公积	6,494	8,143	14,125	17,503	21,851
归属母公司股东权益	12,576	14,873	17,715	21,101	25,458
负债和股东权益	142,290	182,209	215,746	247,160	274,790

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	11,099	15,999	2,659	3,947	11,422
净利润	1,774	2,402	3,309	4,420	5,663
折旧摊销	73.04	86.69	327.04	915.30	1,654
财务费用	51.32	231.29	288.85	566.44	688.53
投资损失	(41.55)	(626.57)	(877.20)	(1,140)	(1,368)
营运资金变动	9,598	13,982	(208.57)	(598.33)	5,016
其他经营现金	(355.12)	(76.16)	(179.98)	(216.18)	(231.28)
投资活动现金	(33,907)	(31,029)	(15,830)	(15,134)	(15,058)
资本支出	20,979	19,413	16,000	15,500	15,583
长期投资	12,225	10,331	645.64	710.20	781.22
其他投资现金	(702.98)	(1,286)	815.40	1,076	1,306
筹资活动现金	17,950	22,659	15,085	13,292	5,952
短期借款	6,108	3,619	7,781	2,554	(3,600)
长期借款	3,198	(6,299)	5,000	4,000	3,000
普通股增加	949.27	(0.36)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,733)	(2,430)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	9,428	27,769	2,304	6,738	6,553
现金净增加额	(4,851)	7,635	1,914	2,105	2,316

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,948	23,699	31,364	43,483	55,060
营业成本	14,362	17,235	22,759	31,544	39,938
营业税金及附加	1,940	1,978	2,619	3,631	4,598
营业费用	537.07	915.93	1,160	1,565	1,872
管理费用	594.15	866.96	1,098	1,478	1,762
财务费用	51.32	231.29	288.85	566.44	688.53
资产减值损失	0.09	12.11	12.11	12.11	12.11
公允价值变动收益	7.60	8.39	8.38	8.26	8.32
投资净收益	41.55	626.57	877.20	1,140	1,368
营业利润	2,537	3,097	4,313	5,834	7,567
营业外收入	13.51	23.42	20.55	20.33	20.92
营业外支出	47.20	35.48	36.44	37.91	37.02
利润总额	2,503	3,085	4,297	5,816	7,551
所得税	729.26	683.47	988.26	1,396	1,888
净利润	1,774	2,402	3,309	4,420	5,663
少数股东损益	163.79	117.43	214.84	407.15	679.58
归属母公司净利润	1,610	2,284	3,094	4,013	4,984
EBITDA	2,661	3,415	4,929	7,316	9,910
EPS (元, 基本)	0.76	1.08	1.46	1.89	2.35

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	50.00	18.80	32.34	38.64	26.62
营业利润	29.30	22.10	39.24	35.28	29.71
归属母公司净利润	58.10	41.88	35.43	29.73	24.18
获利能力 (%)					
毛利率	28.00	27.28	27.44	27.46	27.47
净利率	8.07	9.64	9.86	9.23	9.05
ROE	12.80	15.36	17.46	19.02	19.58
ROIC	2.29	2.86	3.32	3.99	4.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	81.39	82.34	83.67	84.21	83.96
净负债比率 (%)	51.96	48.28	46.99	46.31	43.46
流动比率	2.16	1.70	1.53	1.42	1.35
速动比率	0.45	0.41	0.37	0.35	0.34
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.15	0.16	0.19	0.21
应收账款周转率	2,038	1,726	2,049	2,583	2,973
应付账款周转率	4.28	4.05	4.31	4.98	5.37
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.08	1.46	1.89	2.35
每股经营现金流(最新摊薄)	5.24	7.55	1.26	1.86	5.39
每股净资产(最新摊薄)	5.94	7.02	8.36	9.96	12.02
估值比率					
PE (倍)	9.38	6.61	4.88	3.76	3.03
PB (倍)	1.20	1.02	0.85	0.72	0.59
EV_EBITDA (倍)	34.60	26.96	18.68	12.59	9.29

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com