

华发股份（600325.SH）

业绩平稳销售高增，控股股东持续助力

买入

核心观点

营收高增，前三季度归母净利润正增，但Q3承压。2023年前三季度，公司实现营业收入473亿元，同比+40%；归母净利润22亿元，同比+1%。Q3单季度，实现营业收入158亿元，同比+95%；但归母净利润2.75亿元，同比-5%。

利润主要受到毛利率下行压力和归母净利润占比降低的影响。2023年前三季度，公司实现归母净利率4.7%，较2022全年提升0.3个百分点；虽然整体毛利率17.7%，较2022全年下降了2.5个百分点，但归母净利润占比71%，较2022全年提升16个百分点。而Q3单季度，公司归母净利率仅1.7%，一方面毛利率降至15.5%，另一方面归母净利润占比降至47%。

销售排名不断提升，待结转资源充沛。2023年前三季度，公司实现签约销售额1036亿元，同比+42%，位列克而瑞行业销售排名第14位，较2022全年提升了4位。受益于销售增长，截至2023Q3末，公司尚未结算的预收房款1020亿元，较年初增长26%，预收款的持续增厚，为未来业绩提供充分保障。

财务健康定增助力，控股股东不懈支持。截至2023Q3末，公司剔除预收款的资产负债率为65%；货币资金537亿元，较上年末增长2%。前三季度，公司经营活动净现金流为463亿元，经营状况良好。此外，10月17日，公司公告了控股股东增持计划实施进展，华发集团于10月10日至13日累积增持比例达到公司总股本的1%；10月28日，公司发布了定增落地情况，截至10月24日向特定对象发行股票总数6.35亿股，募集资金总额为51.2亿元，其中控股股东认购了28.5%。

投资建议：公司业绩平稳销售高增，控股股东持续助力。预计公司2023-2024年归母净利分别为27.3/29.7亿元，对应每股收益EPS分别为1.29/1.40元，对应PE分别为6.5/6.0倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期；行业基本面下行超预期；政策支持力度不及预期。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	51,241	59,190	67,476	72,874	77,976
(+/-%)	0.5%	15.5%	14.0%	8.0%	7.0%
净利润(百万元)	3195	2578	2728	2973	3322
(+/-%)	10.1%	-19.3%	5.8%	9.0%	11.7%
每股收益(元)	1.51	1.22	1.29	1.40	1.57
EBIT Margin	13.0%	9.4%	7.8%	8.7%	9.8%
净资产收益率(ROE)	15.3%	13.1%	12.6%	12.5%	12.7%
市盈率(PE)	5.6	6.9	6.5	6.0	5.4
EV/EBITDA	40.9	54.1	62.1	53.1	45.8
市净率(PB)	0.85	0.90	0.82	0.75	0.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

房地产·房地产开发

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

证券分析师：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	8.40元
总市值/流通市值	17784/17784百万元
52周最高价/最低价	12.67/8.25元
近3个月日均成交额	250.31百万元

市场走势



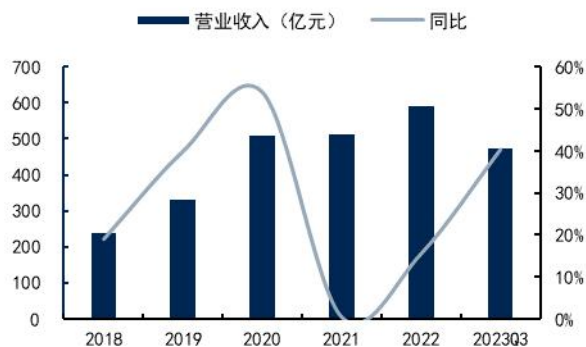
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华发股份（600325.SH）-业绩销售稳增，融资渠道畅通》——2023-08-30
- 《华发股份（600325.SH）-经营稳健财务优化，销售排名持续跃升》——2023-03-21
- 《华发股份（600325.SH）-积极推进股权融资，控股股东鼎力支持》——2022-12-07
- 《华发股份（600325.SH）-2022H1业绩稳健增长，销售排名显著提升》——2022-08-31
- 《华发股份（600325.SH）-区域龙头国企深耕发力，业绩稳健增长财务优化》——2022-04-12

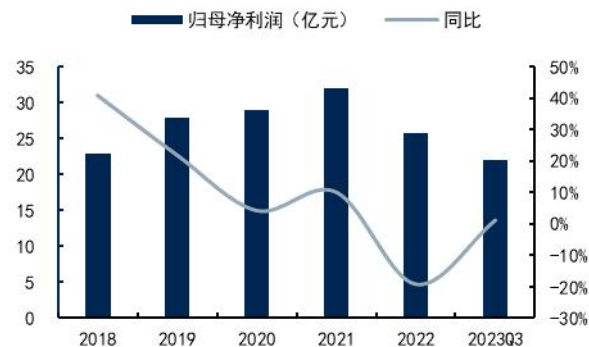
营收高增，前三季度归母净利润正增，但 Q3 承压。2023 年前三季度，公司实现营业收入 473 亿元，同比+40%；归母净利润 22 亿元，同比+1%。Q3 单季度，实现营业收入 158 亿元，同比+95%；但归母净利润 2.75 亿元，同比-5%。

图1：公司历年营业收入及同比



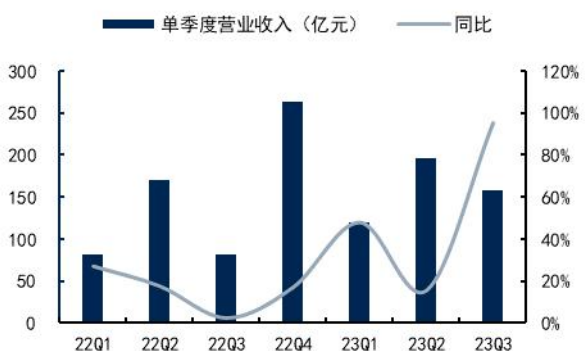
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年归母净利润及同比



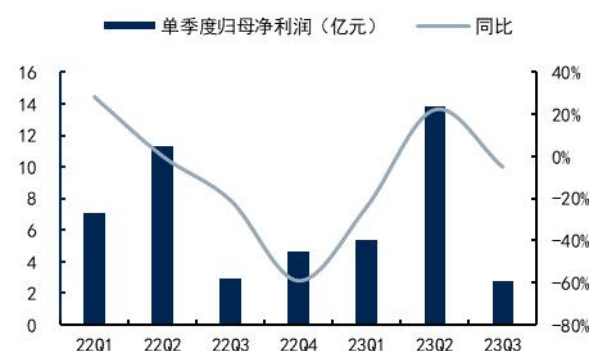
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

利润主要受到毛利率下行压力和归母净利润占比降低的影响。2023 年前三季度，公司实现归母净利率 4.7%，较 2022 全年提升 0.3 个百分点；虽然整体毛利率 17.7%，较 2022 全年下降了 2.5 个百分点，但归母净利润占比 71%，较 2022 全年提升 16 个百分点。而 Q3 单季度，公司归母净利率仅 1.7%，一方面毛利率降至 15.5%，另一方面归母净利润占比降至 47%。

图5: 公司历年归母净利率及毛利率



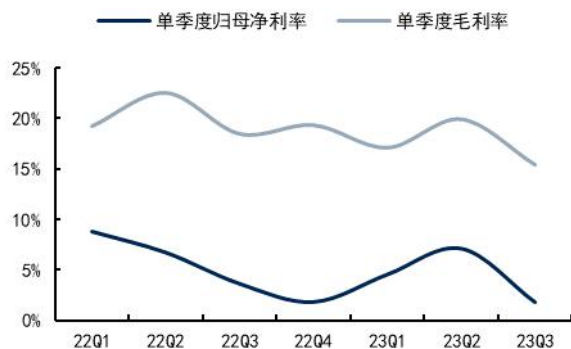
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年归母净利润占比



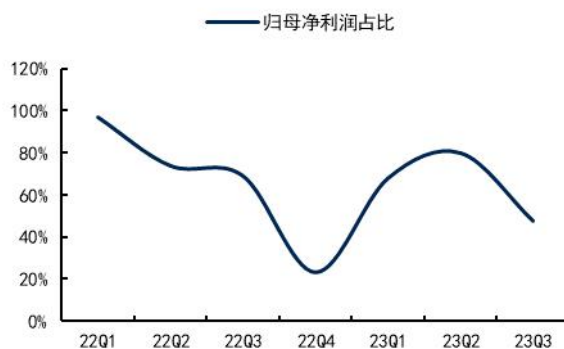
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度归母净利率及毛利率



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度归母净利润占比



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

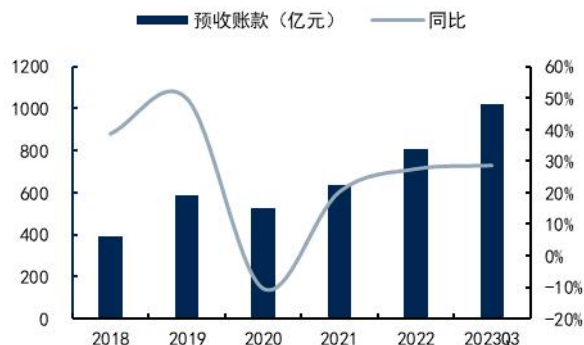
销售排名不断提升, 待结转资源充沛。2023 年前三季度, 公司实现签约销售额 1036 亿元, 同比+42%, 位列克而瑞行业销售排名第 14 位, 较 2022 全年提升了 4 位。受益于销售增长, 截至 2023Q3 末, 公司尚未结算的预收房款 1020 亿元, 较年初增长 26%, 预收款的持续增厚, 为未来业绩提供充分保障。

图9：公司历年销售金额及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司历年预收账款及同比



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

财务健康定增助力，控股股东不懈支持。截至 2023Q3 末，公司剔除预收款的资产负债率为 65%；货币资金 537 亿元，较上年末增长 2%。前三季度，公司经营活动净现金流为 463 亿元，经营状况良好。此外，10 月 17 日，公司公告了控股股东增持计划实施进展，华发集团于 10 月 10 日至 13 日累积增持比例达到公司总股本的 1%；10 月 28 日，公司发布了定增落地情况，截至 10 月 24 日向特定对象发行股票总数 6.35 亿股，募集资金总额为 51.2 亿元，其中控股股东认购了 28.5%。

投资建议：公司业绩平稳销售高增，控股股东持续助力。预计公司 2023-2024 年归母净利分别为 27.3/29.7 亿元，对应每股收益 EPS 分别为 1.29/1.40 元，对应 PE 分别为 6.5/6.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司开发物业销售、结算不及预期；行业基本面下行超预期；政策支持力度不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	49994	52832	52900	53000	53500	营业收入	51241	59190	67476	72874	77976
应收款项	1611	2160	2126	1997	2136	营业成本	38020	47243	54588	58300	61523
存货净额	217378	243544	261071	269838	280755	营业税金及附加	3361	2610	3374	3644	3899
其他流动资产	43639	52275	59379	64130	68619	销售费用	1582	1900	2166	2339	2503
流动资产合计	312687	350880	375547	389035	405080	管理费用	1527	1758	1990	2148	2297
固定资产	3041	3480	8436	13305	18001	研发费用	79	108	123	133	142
无形资产及其他	469	494	475	455	435	财务费用	235	229	438	743	1053
投资性房地产	17385	22619	22619	22619	22619	投资收益	575	1538	1000	750	500
长期股权投资	21475	25217	27217	29217	31217	资产减值及公允价值变动	19	(586)	0	0	0
资产总计	355057	402691	434294	454631	477353	其他收入	(146)	(152)	(123)	(133)	(142)
短期借款及交易性金融负债	23259	25405	32242	36072	43328	营业利润	6962	6249	5797	6319	7060
应付款项	32604	34032	44303	47222	49754	营业外净收支	(133)	34	0	0	0
其他流动负债	96943	114327	123777	132048	139276	利润总额	6829	6283	5797	6319	7060
流动负债合计	152807	173763	200323	215342	232358	所得税费用	2152	1557	1449	1580	1765
长期借款及应付债券	99869	105872	105872	105872	105872	少数股东损益	1482	2148	1620	1766	1973
其他长期负债	6489	13607	15607	17607	19607	归属于母公司净利润	3195	2578	2728	2973	3322
长期负债合计	106359	119479	121479	123479	125479	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	259166	293242	321801	338821	357836	净利润	3195	2578	2728	2973	3322
少数股东权益	75073	89707	90841	92077	93458	资产减值准备	(89)	759	115	26	21
股东权益	20819	19743	21652	23734	26059	折旧摊销	101	179	230	406	583
负债和股东权益总计	355057	402691	434294	454631	477353	公允价值变动损失	(19)	586	0	0	0
						财务费用	235	229	438	743	1053
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3167)	(13899)	(2761)	(172)	(3764)
每股收益	1.51	1.22	1.29	1.40	1.57	其它	36039	48141	1019	1210	1360
每股红利	0.46	0.37	0.39	0.42	0.47	经营活动现金流	36061	38344	1330	4444	1522
每股净资产	9.83	9.33	10.23	11.21	12.31	资本开支	0	(758)	(5281)	(5281)	(5281)
ROIC	2%	2%	2%	2%	2%	其它投资现金流	145	(5)	0	0	0
ROE	15%	13%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(43986)	(46530)	(7281)	(7281)	(7281)
毛利率	26%	20%	19%	20%	21%	权益性融资	5	13911	0	0	0
EBIT Margin	13%	9%	8%	9%	10%	负债净变化	(2241)	5415	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	8%	9%	11%	支付股利、利息	(974)	(783)	(818)	(892)	(997)
收入增长	0%	16%	14%	8%	7%	其它融资现金流	18668	(6771)	6838	3829	7256
净利润增长率	10%	-19%	6%	9%	12%	融资活动现金流	12243	16403	6019	2937	6259
资产负债率	94%	95%	95%	95%	95%	现金净变动	6352	2838	68	100	500
股息率	5.5%	4.4%	4.6%	5.0%	5.6%	货币资金的期初余额	43642	49994	52832	52900	53000
P/E	5.6	6.9	6.5	6.0	5.4	货币资金的期末余额	49994	52832	52900	53000	53500
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	0	(10287)	(3886)	(313)	(2753)
EV/EBITDA	40.9	54.1	62.1	53.1	45.8	权益自由现金流	0	(11643)	2623	2959	3713

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032