

华发股份（600325.SH）

经营稳健财务优化，销售排名持续跃升

买入

核心观点

经营稳健收入增长，待结转资源充足：2022年公司实现营业收入592亿元，同比+15.5%；净利润47.3亿元，同比+1.1%；归母净利润25.8亿元，同比-19.3%；归母净利率较2021年下降1.9个百分点至4.4%，一方面是因为公司整体毛利率受到房地产开发业务结算毛利率下行影响，较2021年下降5.6个百分点至20.2%，另一方面归母净利润占比较2021年下降13.8个百分点至55%。公司在2022年度利润分配方案中保持30%的现金分红率。截至2022年末，公司预收楼款为872亿元，较年初增长28%，奠定未来营收基础。

销售排名持续跃升，土储充裕保障未来经营：2022年公司实现销售面积401万 m^2 ，由于销售均价提升至3.0万元/ m^2 ，公司实现销售金额469亿元，同比仅下降1.4%，远远好于行业水平，排名较2021年上升14名至第18。2023年1-2月，公司实现销售金额250亿元，同比+85%，行业排名进一步上升至第8。公司深耕华东地区，2022年华东大区、珠海大区、华南大区、北方区域、北京大区的销售额占比分别为65%、15%、14%、3%、3%。截至2022年末，公司待开发土地计容建面386万 m^2 ，在建面积1385万 m^2 。

财务保持“绿档”，融资结构优化：继2021年珠海国资委控股股东增资、助力公司达标“三道红线”后，截至2022年末，公司保持“绿档”，剔除预收的资产负债率为66%，净负债率为88%，现金短债比为2.1。2022年，公司不断提高资金运作水平，优化融资结构，全年公开发行境内债券超160亿元；成功进入租赁住房类REITs百亿储架规模队列，存续份额位居市场前列；积极响应股权融资政策，成为首批启动向特定对象发行A股股票工作的房企之一，拟募集资金60亿元，目前该工作已获上交所受理。截至2022年末，公司短期债务占有息负债的比重为18.0%，较2021年降低2.0个百分点；公司整体平均融资成本为5.76%，较2021年降低0.04个百分点。

投资建议：公司作为区域龙头国企，经营稳健财务持续优化，销售排名持续跃升。预计公司23-25年归母净利分别为30.2/33.8/36.9亿元，对应每股收益EPS分别为1.43/1.60/1.74元，对应PE分别为7.4/6.6/6.1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；政策转暖力度不及预期。

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	66,293	71,596	75,176
(+/-%)	0.5%	15.5%	12.0%	8.0%	5.0%
净利润(百万元)	3195	2578	3021	3377	3685
(+/-%)	10.1%	-19.3%	17.2%	11.8%	9.1%
每股收益(元)	1.51	1.22	1.43	1.60	1.74
EBIT Margin	13.0%	9.4%	8.7%	9.7%	10.7%
净资产收益率 (ROE)	15.3%	13.1%	13.8%	13.9%	13.7%
市盈率 (PE)	7.0	8.7	7.4	6.6	6.1
EV/EBITDA	41.6	54.9	56.2	48.0	42.3
市净率 (PB)	1.07	1.13	1.02	0.92	0.83

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

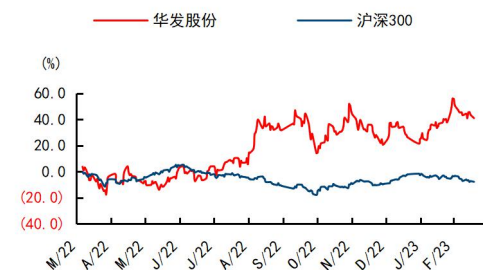
wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	10.54元
总市值/流通市值	22315/22315百万元
52周最高价/最低价	11.94/6.34元
近3个月日均成交额	306.97百万元

市场走势



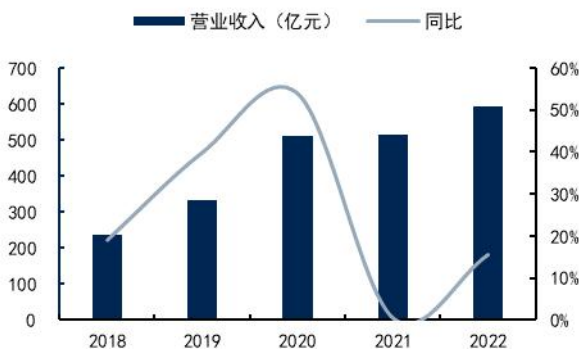
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华发股份（600325.SH）-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
 《华发股份-600325-2021年中报点评：销售高增，财务优化》——2021-08-23
 《华发股份-600325-2020年报点评：业绩稳健，布局优化，质量提升》——2021-04-27

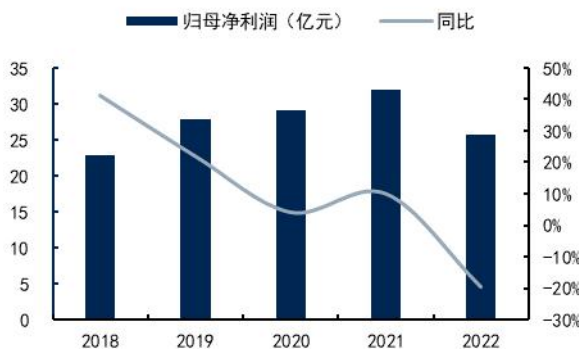
经营稳健收入增长，待结转资源充足：2022 年公司实现营业收入 592 亿元，同比+15.5%；净利润 47.3 亿元，同比+1.1%；归母净利润 25.8 亿元，同比-19.3%；归母净利率较 2021 年下降 1.9 个百分点至 4.4%，一方面是因为公司整体毛利率受到房地产开发业务结算毛利率下行影响，较 2021 年下降 5.6 个百分点至 20.2%，另一方面归母净利润占比较 2021 年下降 13.8 个百分点至 55%。公司在 2022 年度利润分配方案中保持 30% 的现金分红率。截至 2022 年末，公司预收楼款为 872 亿元，较年初增长 28%，奠定未来营收基础。

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4：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

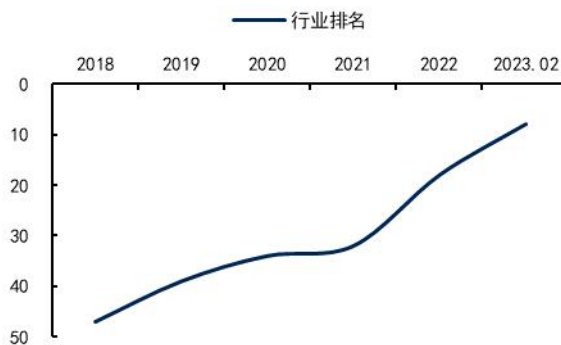
销售排名持续跃升，土储充裕保障未来经营：2022 年公司实现销售面积 401 万 m^2 ，由于销售均价提升至 3.0 万元/ m^2 ，公司实现销售金额 469 亿元，同比仅下降 1.4%，远远好于行业水平，排名较 2021 年上升 14 名至第 18。2023 年 1-2 月，公司实现销售金额 250 亿元，同比+85%，行业排名进一步上升至第 8。公司深耕华东地区，2022 年华东大区、珠海大区、华南大区、北方区域、北京大区的销售额占比分别为 65%、15%、14%、3%、3%。截至 2022 年末，公司待开发土地计容建面 386 万 m^2 ，在建面积 1385 万 m^2 ，能充分满足未来 2-3 年的发展需求。

图5: 公司历年销售金额及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司历年全口径销售额行业排名



资料来源: 克而瑞、国信证券经济研究所整理

财务保持“绿档”，融资结构优化：继2021年珠海国资委控股大股东增资、助力公司达标“三道红线”后，截至2022年末，公司保持“绿档”，剔除预收的资产负债率为66%，净负债率为88%，现金短债比为2.1。2022年，公司不断提高资金运作水平，优化融资结构，全年公开发行业内债券超160亿元；成功进入租赁住房类REITs百亿储架规模队列，存续份额位居市场前列；积极响应股权融资政策，成为首批启动向特定对象发行A股股票工作的房企之一，拟募集资金60亿元，目前该项工作已获上交所受理。截至2022年末，公司短期债务占有息负债的比重为18.0%，较2021年降低2.0个百分点；公司整体平均融资成本为5.76%，较2021年降低0.04个百分点。

图7: 公司历年净负债率



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年融资成本



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为区域龙头国企，经营稳健财务持续优化，销售排名持续跃升。预计公司23-25年归母净利润分别为30.2/33.8/36.9亿元，对应每股收益EPS分别为1.43/1.60/1.74元，对应PE分别为7.4/6.6/6.1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；政策转暖力度不及预期。

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	66293	71596	75176
应收款项	1611	2160	2089	1962	2060	营业成本	38020	47243	53034	56561	58637
存货净额	217378	243544	253777	261936	267657	营业税金及附加	3361	2610	3315	3580	3759
其他流动资产	43639	52275	58337	63004	66155	销售费用	1582	1900	2128	2298	2413
流动资产合计	312687	350880	367174	379972	389442	管理费用	1527	1758	1956	2110	2215
固定资产	3041	3480	8436	13305	18001	研发费用	79	108	121	130	137
无形资产及其他	469	494	475	455	435	财务费用	235	229	320	490	684
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	425921	445569	461715	其他收入	(146)	(152)	(121)	(130)	(137)
短期借款及交易性金融负债	23259	25405	28153	31378	35223	营业利润	6962	6249	6420	7177	7831
应付款项	32604	34032	43065	45839	47433	营业外净收支	(133)	34	0	0	0
其他流动负债	96943	114327	120405	128286	132881	利润总额	6829	6283	6420	7177	7831
流动负债合计	152807	173763	191623	205503	215538	所得税费用	2152	1557	1605	1794	1958
长期借款及应付债券	99869	105872	105872	105872	105872	少数股东损益	1482	2148	1794	2006	2188
其他长期负债	6489	13607	15607	17607	19607	归属于母公司净利润	3195	2578	3021	3377	3685
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	313102	328981	341016	净利润	3195	2578	3021	3377	3685
少数股东权益	75073	89707	90962	92366	93898	资产减值准备	(89)	759	115	26	21
股东权益	20819	19743	21857	24221	26800	折旧摊销	101	179	230	406	583
负债和股东权益总计	355057	402691	425921	445569	461715	公允价值变动损失	(19)	586	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	235	229	320	490	684
每股收益	1.51	1.22	1.43	1.60	1.74	营运资本变动	(3167)	(13899)	1002	(18)	(759)
每股红利	0.46	0.37	0.43	0.48	0.52	其它	36039	48141	1141	1378	1511
每股净资产	9.83	9.33	10.32	11.44	12.66	经营活动现金流	36061	38344	5508	5169	5041
ROIC	2%	2%	2%	2%	2%	资本开支	0	(758)	(5281)	(5281)	(5281)
ROE	15%	13%	14%	14%	14%	其它投资现金流	145	(5)	0	0	0
毛利率	26%	20%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(43986)	(46530)	(7281)	(7281)	(7281)
EBIT Margin	13%	9%	9%	10%	11%	权益性融资	5	13911	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	9%	10%	11%	负债净变化	(2241)	5415	0	0	0
收入增长	0%	16%	12%	8%	5%	支付股利、利息	(974)	(783)	(906)	(1013)	(1105)
净利润增长率	10%	-19%	17%	12%	9%	其它融资现金流	18668	(6771)	2748	3225	3846
资产负债率	94%	95%	95%	95%	94%	融资活动现金流	12243	16403	1842	2212	2741
股息率	4.4%	3.5%	4.1%	4.5%	5.0%	现金净变动	6352	2838	68	100	500
P/E	7.0	8.7	7.4	6.6	6.1	货币资金的期初余额	43642	49994	52832	52900	53000
P/B	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	货币资金的期末余额	49994	52832	52900	53000	53500
EV/EBITDA	41.6	54.9	56.2	48.0	42.3	企业自由现金流	0	(10287)	255	295	554
						权益自由现金流	0	(11643)	2763	3152	3887

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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提及的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