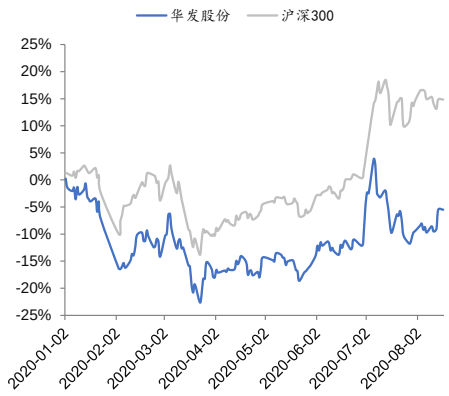
# 拿地积极、提权益比；杠杆下行、成本改善

**投资评级：增 持（维持）**

| 报告日期： | 2020-08-18 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 7.48 |
| 近 12 个月最高/最低 | 8.26/6.06 |
| 总股本（百万股） | 2117 |
| 流通股本（百万股） | 1508 |
| 流通股比例（%） | 71.2 |
| 总市值（亿元） | 158 |
| 流通市值（亿元） | 113 |

公司价格与沪深 300 走势比较




**分析师：邹坤**
执业证书号：S0010520040001
邮箱：zoukun@hazq.com
**研究助理：王洪岩**
执业证书号：S0010120060026
邮箱：wanghy@hazq.com

**相关报告**

1.《华安证券_公司研究_深度报告_华发股份（600325）：随湾区发展乘风破浪，稳外部投拓直指千亿》2020-08-14

## 主要观点：

**事件**

8 月 17 日，公司发布 2020 年半年度报告：上半年，实现营业收入 228.66 亿元，同比增长 60.75%；实现归母净利润 14.66 亿元，同比增长 5.96%；实现每股收益 0.64 元/股。

**疫情冲击不改业绩正增长，销售修复已在路上**

**业绩端：**在疫情的影响下，公司业绩依然实现正增长。房地产业销售实现营业收入 221.7 亿元，同比增长 62.2%，占总营收比重约 97%。归母净利润增速低于营收增速的原因在于：1、报告期内，毛利率约 24.6%，较去年同期下降 10.37 个百分点；2、前期合作开发低权益比项目陆续结转，致报告期内少数股东损益达 6.7 亿元，占净利润比重约 31.3%，较去年同期增加 15 个百分点；3、公司抓住销售回补期，加大营销力度致报告期内销售管理费用率(销售金额口径)较去年同期提升 0.65 个百分点至 3.40%。

**销售端：**报告期内，公司实现销售金额 440.7 亿元，同比增长 1.1%；实现销售面积 176.4 万方，同比下降 1.5%。根据克而瑞数据计算，公司 1-7 月全口径销售金额累计同比提升至 7.6%。随着疫情影响逐渐淡化，公司有望抓住成交调整窗口期，进一步促进全年销售稳步增长。

**拿地积极、土储布局不断优化，净负债率稳中有降、融资成本改善**

**土储端：**报告期内，公司新增土储计容建面约 200.65 万方，同比大幅增加 106%；权益比（建面口径）较去年同期提升 11.2 个百分点至 81.4%。从区域分布看，新增土储中长三角区域占比约 68.8%，加码华东促进城市深耕；华南（含珠海）占比约 26.8%，巩固大本营。而从城市能及看，一二线占比约 35.3%，三线占比约 64.7%。公司通过下沉至都市圈内核心城市周边卫星城，稳步向外扩张的同时，避免热点城市的激烈竞争及高成本带来的资金压力。

**财务端：**截至 2020 年中期末，公司净负债率约 151%，较去年末下降 9.8 个百分点。货币资金规模约 317 亿元，较去年末提升 21.5%，覆盖短债（短期借款+一年内到期非流动负债）约 98%，较去年末提升 27.6 个百分点。报告期内，公司成功发行公司债、抗疫债、超短融等融资产品，同时积极探索专项租赁公司债、收益票据 PRN、企业债等创新产品。从发债成本来看，公司于 2020 年 2 月、4 月发行的 3 年期中期票据，票面利率分别为 4.30%、4.10%，较 2019 年 9 月发行的 3 年期中期票据（票面利率 5.5%）分别下降 120BP 和 140BP，融资渠道畅通且成本改善。

**投资建议**

公司背靠珠海市国资委，通过近 40 年的精耕细作，已成长为珠海房地产市场龙头企业。随着粤港澳大湾区的规划落地，公司有望凭借自身优势及大股东华发集团的资源禀赋，进一步夯实区域优势。近几年，公司外拓积极，布局更趋均衡，珠海以外区域在土储、销售、业绩贡献等方面表现

亮眼。公司凭借良好稳健的信用状况及大股东华发集团背书，融资成本占优、多元化融资渠道畅通。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.54、1.89、2.27 元，对应当前股价 PE 分别为 4.85、3.96、3.29 倍，维持“增持”评级。

**风险提示**

公司重点布局城市调控政策趋严，销售不达预期，资金面超预期收紧等。

**重要财务指标** 单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 33149 | 39712 | 49029 | 60197 |
| 收入同比(%) | 39.9% | 19.8% | 23.5% | 22.8% |
| 归属母公司净利润 | 2785 | 3267 | 4001 | 4811 |
| 净利润同比(%) | 21.9% | 17.3% | 22.5% | 20.2% |
| 毛利率(%) | 29.62% | 29.21% | 28.90% | 28.77% |
| ROE(%) | 14.1% | 14.2% | 14.8% | 15.1% |
| 每股收益(元) | 1.32 | 1.54 | 1.89 | 2.27 |
| P/E | 5.95 | 4.85 | 3.96 | 3.29 |
| P/B | 0.84 | 0.69 | 0.59 | 0.50 |

资料来源：wind，华安证券研究所

华安证券 HUAAN RESEARCH

## 财务报表与盈利预测

利润表（百万元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **33149** | **39712** | **49029** | **60197** |
| *%同比增速* | 40% | 20% | 23% | 23% |
| 营业成本 | 23331 | 28114 | 34862 | 42880 |
| 毛利 | 9817 | 11598 | 14167 | 17318 |
| *%营业收入* | 30% | 29% | 29% | 29% |
| 税金及附加 | 3147 | 3614 | 4413 | 5418 |
| *%营业收入* | 9% | 9% | 9% | 9% |
| 销售费用 | 1325 | 1569 | 1912 | 2348 |
| *%营业收入* | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 管理费用 | 1292 | 1517 | 1873 | 2300 |
| *%营业收入* | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 研发费用 | 84 | 68 | 83 | 102 |
| *%营业收入* | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 财务费用 | 268 | 431 | 497 | 655 |
| *%营业收入* | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -30 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 5 | 5 | 7 | 8 |
| 投资收益 | 721 | 715 | 883 | 1053 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -39 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | **4358** | **5120** | **6278** | **7556** |
| *%营业收入* | 13% | 13% | 13% | 13% |
| 营业外收支 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| **利润总额** | **4396** | **5157** | **6316** | **7594** |
| *%营业收入* | 13% | 13% | 13% | 13% |
| 所得税费用 | 1079 | 1266 | 1551 | 1865 |
| 净利润 | 3316 | 3891 | 4765 | 5729 |
| *%营业收入* | 10% | 10% | 10% | 10% |
| **归属于母公司的净利润** | **2785** | **3267** | **4001** | **4811** |
| *%同比增速* | 22% | 17% | 22% | 20% |
| 少数股东损益 | 532 | 624 | 764 | 918 |
| EPS（元/股） | 1.32 | 1.54 | 1.89 | 2.27 |

资产负债表（百万元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 26080 | 35556 | 41606 | 63266 |
| 交易性金融资产 | 211 | 211 | 211 | 211 |
| 应收账款及应收票据 | 35 | 39 | 48 | 59 |
| 存货 | 159045 | 173307 | 200574 | 211462 |
| 预付账款 | 6040 | 6747 | 8018 | 9648 |
| 其他流动资产 | 24521 | 26816 | 30630 | 36505 |
| 流动资产合计 | 215933 | 242677 | 281086 | 321151 |
| 可供出售金融资产 | | | | |
| 持有至到期投资 | | | | |
| 长期股权投资 | 8325 | 8325 | 8325 | 8325 |
| 投资性房地产 | 4891 | 4891 | 4891 | 4891 |
| 固定资产合计 | 796 | 895 | 994 | 1094 |
| 无形资产 | 205 | 273 | 341 | 410 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税资产 | 3182 | 3182 | 3182 | 3182 |
| 其他非流动资产 | 779 | 300 | 368 | 436 |
| **资产总计** | **234111** | **260543** | **299188** | **339488** |
| 短期借款 | 12308 | 12308 | 12308 | 12308 |
| 应付票据及应付账款 | 10333 | 10912 | 14167 | 17165 |
| 预收账款 | 58523 | 66193 | 83170 | 102217 |
| 应付职工薪酬 | 92 | 110 | 137 | 168 |
| 应交税费 | 1201 | 1439 | 1776 | 2181 |
| 其他流动负债 | 46437 | 49474 | 53758 | 58848 |
| 流动负债合计 | 128894 | 140436 | 165316 | 192887 |
| 长期借款 | 45735 | 55735 | 63735 | 69735 |
| 应付债券 | 12993 | 13993 | 14993 | 15993 |
| 递延所得税负债 | 129 | 129 | 129 | 129 |
| 其他非流动负债 | 3064 | 3064 | 3064 | 3064 |
| **负债合计** | **190816** | **213357** | **247237** | **281809** |
| 归属于母公司的所有者权益 | 19757 | 23024 | 27026 | 31836 |
| 少数股东权益 | 23538 | 24161 | 24925 | 25843 |
| **股东权益** | **43295** | **47186** | **51951** | **57680** |
| **负债及股东权益** | **234111** | **260543** | **299188** | **339488** |

现金流量表（百万元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流净额** | **28035** | **1429** | **932** | **18811** |
| 投资 | -9126 | 0 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -23928 | -251 | -251 | -251 |
| 其他 | 927 | 1262 | 883 | 1053 |
| **投资活动现金流净额** | **-32128** | **1010** | **631** | **802** |
| 债权融资 | 0 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 股权融资 | 7480 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 76485 | 10000 | 8000 | 6000 |
| 筹资成本 | -7462 | -3963 | -4513 | -4953 |
| 其他 | -65722 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流净额** | **10781** | **7037** | **4487** | **2047** |
| **现金净流量** | **6691** | **9476** | **6050** | **21660** |

基本指标

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| EPS | 1.32 | 1.54 | 1.89 | 2.27 |
| BVPS | 9.33 | 10.87 | 12.76 | 15.04 |
| PE | 5.95 | 4.85 | 3.96 | 3.29 |
| PEG | 0.27 | 0.28 | 0.18 | 0.16 |
| PB | 0.84 | 0.69 | 0.59 | 0.50 |
| EV/EBITDA | 21.09 | 17.78 | 15.12 | 10.43 |
| ROE | 14.1% | 14.2% | 14.8% | 15.1% |
| ROIC | 2% | 2% | 3% | 3% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

# 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

# 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

**公司评级体系**

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。