

华发股份 (600325.SH)

拿地持续聚焦核心城市，销售排名首进行业前十

事件：4月27日，公司发布2023年一季度业绩公告。

一季度归母净利润受结转结构影响，同比有所下滑。公司2023年一季度实现营业收入119.6亿元，同比增长43.3%（经调整后，下同）；实现净利润8.0亿元，同比增长6.9%；实现归母净利润5.4亿元，同比下降24.6%。公司一季度业绩有所下滑，主要由于（1）低毛利率项目进入结转周期，整体毛利率下降至17.1%，影响利润规模；（2）受当期结转项目结构影响，少数股东损益由2022年一季度的0.3亿元提升至2.6亿元。展望未来，根据我们的测算，公司2021年以来的拿地毛利率已经企稳回升，较高毛利率的项目将逐步进入结转周期。整体看公司未来结转收入确定性高、利润率有望得到改善，业绩向好。

三道红线维持绿档，融资结构健康。 期内测算有息负债规模为1367.7亿元，较2022年底降低4.8%，其中短期有息负债占比20.3%，到期结构合理。据wind统计，2023年1-4月公司累计发行债券50亿元，票面利率3.7%-5.5%，融资成本保持低位。公司地方国资背景的资金优势明显，流动性无忧。定增进展方面，公司定增申请已于2月28日被上交所受理。

销售排名首次挺进行业前10，拿地持续聚焦核心城市。 公司2023年1-3月累计销售金额为491.4亿元，同比增长111.9%。公司销售规模位列克而瑞百强房企销售榜单第8名，较2022年同期排名提升9名；且公司同比增幅大幅领先百强整体2.2%的增幅。公司一季度销售表现亮眼，主要得益于公司推盘项目集中于华东华南高能级城市。公司自2022年大幅加大在华东区域的布局规模，2023年1-3月公司继续在杭州获取2幅地块，于深圳、成都各获取一幅。公司整体货源充足优质，将有效保障未来销售。

投资建议：我们认为公司：（1）国资背景，流动性无忧，融资成本有望进一步下降；（2）公司大量补充核心城市优质土储，土储重心已转向华东，销售确定性强；（3）近年利润率较高的地块将进入结转周期，且待结转金额充裕，2023年业绩有望得到修复。我们预计公司23/24/25年营收分别为660.3/726.5/812.4亿元；归母净利润为29.7/33.1/36.7亿元；对应的EPS为1.40/1.56/1.73元/股；对应PE为7.6/6.8/6.1倍。我们认为公司合理市值为297亿元，对应2023年10XPE。维持“买入”评级。

风险提示：房地产政策放松力度不及预期；拿地规模及毛利率不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	51,241	59,190	66,029	72,651	81,239
增长率 yoy (%)	0.5	15.5	11.6	10.0	11.8
归母净利润(百万元)	3,195	2,578	2,969	3,308	3,667
增长率 yoy (%)	10.1	-19.3	15.2	11.4	10.9
EPS 最新摊薄(元/股)	1.51	1.22	1.40	1.56	1.73
净资产收益率 (%)	4.9	4.3	4.7	5.3	5.7
P/E (倍)	7.0	8.7	7.6	6.8	6.1
P/B (倍)	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

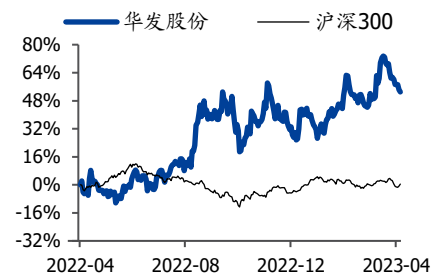
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月28日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	房地产开发
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	10.61
总市值(百万元)	22,463.08
总股本(百万股)	2,117.16
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	26.52

股价走势



作者

分析师 金晶

执业证书编号：S0680522030001

邮箱：jinjing3@gszq.com

研究助理 肖依依

执业证书编号：S0680121070010

邮箱：xiaoyiyi3664@gszq.com

相关研究

- 《华发股份(600325.SH)：减值计提释放压力，积极加仓华东保障销售》2023-03-22
- 《华发股份(600325.SH)：拟增发不超过60亿元，有望改善净资产打开扩表空间》2022-12-06
- 《华发股份(600325.SH)：三季度业绩正增长，拿地聚焦华东，销售跑赢行业》2022-10-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	312687	350880	364701	370784	387170
现金	49994	52832	57812	63480	68139
应收票据应收账款	328	887	874	836	1076
其他应收款	1473	1391	1804	1711	2219
预付账款	3720	3422	4581	4225	5622
存货	217378	243544	259885	260386	269561
其他流动资产	39794	48804	39745	40146	40553
非流动资产	42370	51811	62634	69317	76290
长期投资	21475	25217	30506	35826	41161
固定资产	2795	2892	3225	3514	3870
无形资产	469	509	581	682	735
其他非流动资产	17631	23192	28321	29295	30524
资产总计	355057	402691	427334	440101	463459
流动负债	152807	173763	182493	174741	180781
短期借款	1030	35	50	52	53
应付票据应付账款	32604	34032	36448	32347	32275
预收账款	52637	63333	65594	68758	76825
其他流动负债	66536	76363	80401	73585	71629
非流动负债	106359	119479	127584	139327	146942
长期借款	99869	105872	113283	120080	127285
其他非流动负债	6489	13607	14301	19247	19657
负债合计	259166	293242	310077	314068	327723
少数股东权益	75073	89707	92136	95128	98652
股本	2117	2117	2117	2117	2117
资本公积	926	710	710	710	710
留存收益	13713	15115	18838	23174	28152
归属母公司股东权益	20819	19743	25121	30905	37084
负债和股东权益	355057	402691	427334	440101	463459

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36061	38344	6235	1879	1640
净利润	4677	4726	5399	6300	7190
折旧摊销	151	238	198	223	247
财务费用	235	229	298	325	366
投资损失	575	1538	1596	1630	1648
营运资金变动	31264	33622	-689	-6015	-7110
其他经营现金流	-841	-2009	-567	-583	-701
投资活动现金流	-43986	-46530	-8838	-4674	-4846
资本支出	29920	30706	7034	7390	7925
长期投资	-11331	-18072	-5289	-5320	-5335
其他投资现金流	-25396	-33896	-10584	-6745	-7435
筹资活动现金流	15027	11001	7584	8463	7864
短期借款	-8236	-996	15	2	2
长期借款	1851	6003	7411	6797	7205
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	253	-216	0	0	0
其他筹资现金流	21159	6210	157	1664	658
现金净增加额	7106	2818	4981	5668	4659

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	51241	59190	66029	72651	81239
营业成本	38020	47243	52860	57100	63329
营业税金及附加	3361	2610	3301	3633	4062
销售费用	1582	1900	2113	2325	2600
管理费用	1527	1758	1981	2180	2397
研发费用	79	108	120	132	148
财务费用	235	229	298	325	366
资产减值损失	-1	-760	-396	-291	-162
其他收益	22	35	0	0	0
公允价值变动收益	20	173	89	121	101
投资净收益	575	1538	1596	1630	1648
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	6962	6249	7437	8998	10249
营业外收入	49	98	62	60	67
营业外支出	182	64	104	122	118
利润总额	6829	6283	7395	8936	10199
所得税	2152	1557	1997	2636	3009
净利润	4677	4726	5399	6300	7190
少数股东损益	1482	2148	2429	2993	3523
归属母公司净利润	3195	2578	2969	3308	3667
EBITDA	7225	6472	7878	9470	10795
EPS (元)	1.51	1.22	1.40	1.56	1.73

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	0.5	15.5	11.6	10.0	11.8
营业利润(%)	9.5	-10.2	19.0	21.0	13.9
归属于母公司净利润(%)	10.1	-19.3	15.2	11.4	10.9
获利能力					
毛利率(%)	25.8	20.2	19.9	21.4	22.0
净利率(%)	6.2	4.4	4.5	4.6	4.5
ROE(%)	4.9	4.3	4.7	5.3	5.7
ROIC(%)	3.2	2.9	3.2	3.5	3.7
偿债能力					
资产负债率(%)	73.0	72.8	72.6	71.4	70.7
净负债比率(%)	82.8	83.0	83.7	83.1	82.4
流动比率	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	238.8	97.4	75.0	85.0	85.0
应付账款周转率	1.3	1.4	1.5	1.7	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.22	1.40	1.56	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	17.03	18.11	2.95	0.89	0.77
每股净资产(最新摊薄)	8.00	8.44	9.47	10.66	12.02
估值比率					
P/E	7.0	8.7	7.6	6.8	6.1
P/B	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	24.5	31.4	26.7	22.9	20.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com