

3月销售同比+149%，核心城市补货

华泰研究

2023年4月02日 | 中国内地

动态点评

房地产开发

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

13.44

研究员 陈慎
SAC No. S0570519010002 chenshen@htsc.com
SFC No. BIO834 +(86) 21 2897 2228

研究员 刘璐
SAC No. S0570519070001 liulu015507@htsc.com
SFC No. BRD825 +(86) 21 2897 2218

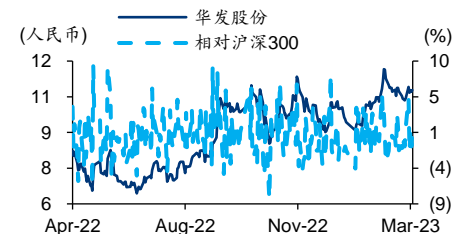
研究员 林正衡
SAC No. S0570520090003 linzhengheng@htsc.com
SFC No. BRC046 +(86) 21 2897 2087

联系人 陈颖
SAC No. S0570122050022 chenying019881@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	13.44
收盘价(人民币 截至3月31日)	10.78
市值(人民币百万)	22,823
6个月平均日成交额(人民币百万)	368.80
52周价格范围(人民币)	6.44-11.66
BVPS(人民币)	9.33

股价走势图



资料来源: Wind

3月销售高速增长，维持“买入”评级

公司3月销售在沪深推盘助力下实现高速增长，同时在杭州、成都新获取2宗地块。我们维持23-25年EPS为1.28/1.43/1.63元的盈利预测。可比公司平均23PE为7倍(Wind一致预期)，考虑到公司Q1亮眼的销售表现，我们认为公司合理23PE为10.5倍，上调目标价至13.44元(前值12.80元，基于10倍23PE)，维持“买入”评级。

沪深推盘助推3月销售同比+149%，继续在核心城市补货

根据亿翰的数据，公司3月实现销售金额242亿元，同比+149%，单月增速在TOP20房企中排名第三。22年3月公司销售金额并不低，在此基础上仍然实现翻番以上高增长，主要得益于上海3个项目、深圳文旅城项目的新推盘，以及存量项目的续销。Q1公司累计销售金额491亿元，同比+112%，销售排名第九，较22全年再度前进9位。另据中指院的数据，3月公司在杭州、成都获取2宗地块，总价31.6亿元，继续在核心城市补货。我们预计公司23年可售货值接近2000亿元，较22年保持增长(不包含当年拿地当年新推的货值)，核心城市货值充裕，或将推动全年销售实现正增长。

22年释放业绩压力，待结转资源充裕

公司22年竣工面积在高基数上进一步+5%，推动营收稳步增长。归母净利润出现下滑，主要因为：1、地产开发毛利率同比-5.4pct至20.3%，其中珠海高利润项目结转占比下降导致华南地区毛利率同比-12.6pct至18.9%，但华东及华中地区毛利率同比+3.9pct至19.4%，已开始企稳回升；2、计提减值8.4亿元(21年为0.9亿元)，影响归母净利润5.3亿元；3、少数股东损益占比同比+13.8pct至45.5%。与此同时，投资收益的增加和实际税率的降低一定程度上缓解了业绩的下行压力。截至22年末，公司预收楼款同比+28%至872亿元，待结转资源充裕。

集团支持下扩大融资优势，“1+3”新发展格局成型

公司22年逆势扩表，融资总额同比+6%，而融资成本同比-0.04pct至5.76%，继续保持“三道红线”绿档。23年以来新发行债券36亿元，60亿元再融资方案已收到上交所的首轮问询，华发集团的注资支持扩大了公司的融资优势。此外，公司商业项目已拓展至16个重点城市，并购集团旗下物管公司，在住宅主业之外，已初步形成商业运营、物业管理与上下游产业链为支撑的“1+3”新发展格局，为公司长远发展奠定了基础。

风险提示：疫情、行业政策、行业基本面下行、利润率下行、投资收益和少数股东损益占比波动风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	51,241	59,190	66,799	75,428	85,212
+/-%	0.46	15.51	12.86	12.92	12.97
归属母公司净利润(人民币百万)	3,195	2,578	2,719	3,037	3,452
+/-%	10.09	(19.31)	5.46	11.70	13.66
EPS(人民币，最新摊薄)	1.51	1.22	1.28	1.43	1.63
ROE(%)	4.88	4.32	4.39	4.70	5.11
PE(倍)	7.14	8.85	8.40	7.52	6.61
PB(倍)	1.10	1.16	1.05	0.95	0.86
EV EBITDA(倍)	23.79	29.54	25.84	24.37	21.84

资料来源：公司公告、华泰研究预测

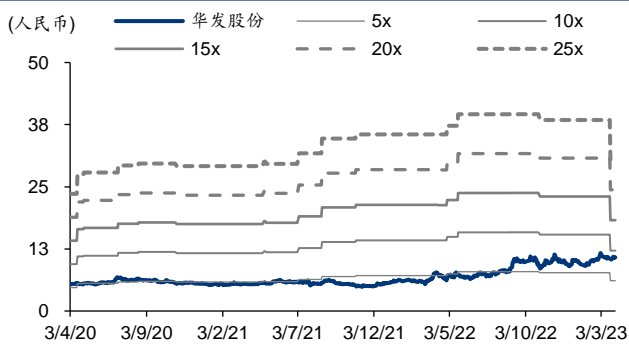
图表1: 可比公司估值水平

彭博代码	股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (交易货币)	EPS (元)				P/E (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002244 CH	滨江集团	284.70	9.15	0.97	1.20	1.40	1.63	9.40	7.60	6.52	5.60
1908 HK	建发国际集团	391.78	25.75	2.54	2.60	3.33	4.00	8.87	8.67	6.78	5.63
0123 HK	越秀地产	320.94	11.84	1.16	1.28	1.42	1.60	8.94	8.12	7.30	6.48
	平均							9.07	8.13	6.87	5.90

注: 盈利预测来自Wind一致预期, 统计时间为2023年3月31日。

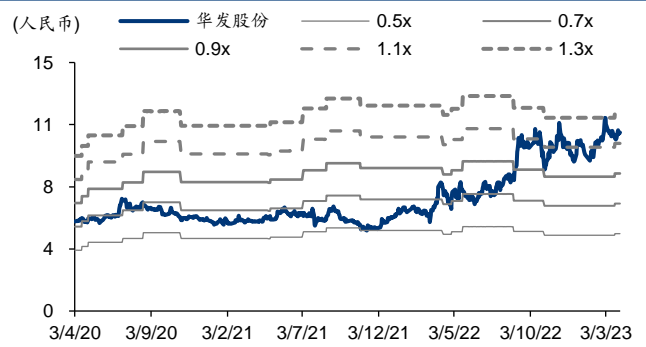
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表2: 华发股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 华发股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

疫情发展不确定性: 国内防控政策放开后, 仍存在疫情反复、病毒变异的可能, 可能对房企经营造成不利影响。

行业政策风险: 宏观流动性的变化、因城施策的调控政策存在不确定性, 在新发展模式的指引下, 住房、土地、金融、财税等房地产相关领域的制度存在调整优化的可能, 都可能对房企经营造成扰动。

行业下行风险: 房地产行业规模高峰可能已经过去, 部分区域销售、拿地、新开工、投资等关键指标存在趋势性下行风险, 可能对公司经营造成不利影响。

利润率下行风险。 受行业利润率下行和珠海大本营结转项目占比减少的影响, 公司利润率仍然面临压力。

投资收益和少数股东损益占比波动风险。 公司合作项目较多, 结转结构的变化可能导致投资收益和少数股东损益占比在不同年份出现波动。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	312,687	350,880	369,514	385,695	407,383
现金	49,994	52,832	56,625	57,809	62,201
应收账款	328.42	883.49	484.21	1,060	684.55
其他应收账款	1,473	1,391	1,841	1,808	2,314
预付账款	3,720	3,422	4,638	4,464	5,819
存货	217,378	243,544	250,851	258,376	266,127
其他流动资产	39,794	48,808	55,075	62,178	70,237
非流动资产	42,370	51,811	60,702	69,981	79,520
长期投资	21,475	25,217	29,710	34,279	38,929
固定投资	2,795	2,892	3,832	5,378	7,426
无形资产	468.60	494.49	541.67	596.25	650.31
其他非流动资产	17,631	23,207	26,618	29,728	32,514
资产总计	355,057	402,691	430,216	455,676	486,903
流动负债	152,807	173,763	187,409	203,191	228,681
短期借款	1,030	34.89	34.89	34.89	34.89
应付账款	31,283	33,302	39,575	42,710	50,243
其他流动负债	120,494	140,426	147,799	160,447	178,403
非流动负债	106,359	119,479	129,153	134,042	134,230
长期借款	77,170	82,584	87,668	87,351	81,634
其他非流动负债	29,189	36,894	41,485	46,692	52,596
负债合计	259,166	293,242	316,562	337,234	362,910
少数股东权益	75,073	89,707	91,976	94,511	97,393
股本	2,117	2,117	2,117	2,117	2,117
资本公积	926.42	710.39	710.39	710.39	710.39
留存公积	13,713	15,115	18,607	22,507	26,940
归属母公司股东权益	20,819	19,743	21,678	23,931	26,599
负债和股东权益	355,057	402,691	430,216	455,676	486,903

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	36,061	38,344	6,351	103.69	8,223
净利润	4,677	4,726	4,988	5,572	6,333
折旧摊销	336.00	458.25	458.62	577.28	732.38
财务费用	234.97	228.95	184.13	277.48	242.47
投资损失	(575.14)	(1,538)	(787.54)	(862.60)	(948.86)
营运资金变动	31,264	33,622	2,350	(4,512)	2,910
其他经营现金	124.70	847.10	(842.35)	(948.14)	(1,047)
投资活动现金	(43,986)	(46,530)	(7,812)	(8,149)	(8,392)
资本支出	(29,920)	(30,706)	(4,081)	(4,391)	(4,582)
长期投资	(11,331)	(18,072)	(4,493)	(4,568)	(4,651)
其他投资现金	(2,734)	2,247	762.57	810.51	840.03
筹资活动现金	15,027	11,001	5,254	9,229	4,561
短期借款	(8,236)	(995.52)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(2,241)	5,415	5,083	(316.90)	(5,717)
普通股增加	(0.03)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	253.15	(216.04)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	25,250	6,798	170.74	9,546	10,278
现金净增加额	7,106	2,818	3,793	1,184	4,392

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	51,241	59,190	66,799	75,428	85,212
营业成本	38,020	47,243	53,308	60,190	67,993
营业税金及附加	3,361	2,610	2,946	3,326	3,758
营业费用	1,582	1,900	2,144	2,421	2,735
管理费用	1,527	1,758	1,984	2,241	2,531
财务费用	234.97	228.95	184.13	277.48	242.47
资产减值损失	(0.97)	(759.55)	(333.99)	(377.14)	(426.06)
公允价值变动收益	19.60	173.21	190.53	209.58	209.58
投资净收益	575.14	1,538	787.54	862.60	948.86
营业利润	6,962	6,249	6,699	7,463	8,449
营业外收入	49.12	98.19	59.72	69.01	75.64
营业外支出	182.03	64.23	127.76	124.67	105.55
利润总额	6,829	6,283	6,631	7,407	8,419
所得税	2,152	1,557	1,643	1,835	2,086
净利润	4,677	4,726	4,988	5,572	6,333
少数股东损益	1,482	2,148	2,270	2,535	2,882
归属母公司净利润	3,195	2,578	2,719	3,037	3,452
EBITDA	7,410	6,885	8,052	9,016	10,246
EPS (人民币, 基本)	1.34	1.12	1.28	1.43	1.63

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	0.46	15.51	12.86	12.92	12.97
营业利润	9.50	(10.24)	7.21	11.40	13.22
归属母公司净利润	10.09	(19.31)	5.46	11.70	13.66
获利能力 (%)					
毛利率	25.80	20.18	20.20	20.20	20.21
净利率	9.13	7.98	7.47	7.39	7.43
ROE	4.88	4.32	4.39	4.70	5.11
ROIC	7.37	7.05	8.35	8.44	9.62
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.99	72.82	73.58	74.01	74.53
净负债比率 (%)	81.81	83.03	82.09	86.46	83.55
流动比率	2.05	2.02	1.97	1.90	1.78
速动比率	0.34	0.32	0.31	0.30	0.29
营运能力					
总资产周转率	0.15	0.16	0.16	0.17	0.18
应收账款周转率	241.91	97.68	97.68	97.68	97.68
应付账款周转率	1.29	1.46	1.46	1.46	1.46
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.22	1.28	1.43	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	17.03	18.11	3.00	0.05	3.88
每股净资产(最新摊薄)	9.83	9.33	10.24	11.30	12.56
估值比率					
PE (倍)	7.14	8.85	8.40	7.52	6.61
PB (倍)	1.10	1.16	1.05	0.95	0.86
EV EBITDA (倍)	23.79	29.54	25.84	24.37	21.84

免责声明

分析师声明

本人, 陈慎、刘璐、林正衡, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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, 华泰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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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, 华泰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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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(无论整份或部分)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, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 华发股份（600325 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华发股份（600325 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 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: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司