



华发股份 (600325):

储备丰富, 押注珠海

房地产

评级: 增持

分析师

赵铨

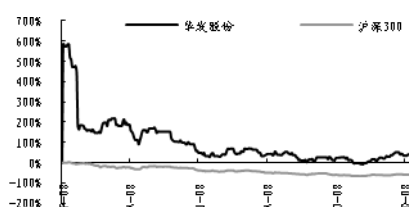
电话: 0755-83703307

邮件: zhaod@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深 300 表现



市场数据 2009. 2. 12

当前价格 (元)	12.90
52 周价格区间 (元)	6.95-28.57
总市值 (百万)	10540
流通市值 (百万)	7920
总股本 (万股)	80705
流通股 (万股)	61395
日均成交额 (百万)	11307
近一月换手 (%)	40.8

财务数据 FYE

毛利率	37.61%
净利率	18.54%
净资产收益率	14.47%
总资产收益率	5.67
资产负债率	64.49%
现金分红收益率	0.85%
市盈率	16.19
市净率	2.34

事件

08年报显示公司实现营业收入34.79亿元, 比上年增长60.66%; 实现营业利润总额7.67亿元, 比上年增长76.73%; 实现归属于母公司所有者的净利润6.51亿元, 比上年增长79.50%; 每股收益0.88元。2月12日公司股东大会审议通过利润分配方案, 拟每10股派发现金股利1.1元, 同时通过发行公司债议案, 拟募资18亿元。

点评

08 年销售顺畅, 业绩基本符合预期

08年珠海房地产市场走势相对平稳, 虽然成交也明显萎缩, 但价格下跌不明显, 公司主要在售项目大多拥有地段优势和品牌优势, 因此08年公司销售仍比较顺畅, 主力项目如华发新城三期、四期以及五期开盘部分、华发世纪城一期、二期等销售比率都在90%左右的高水平。

08 年报项目结算明细

项目	结算面积 (平方米)	结算均价 (元/平方米)	成本 (万元)	结算收入 (万元)
华发新城一期	399.1	2626.1	75.2	104.8
华发新城二期	3096.7	4276.3	581.7	1324.2
华发新城三期	35761.8	3248.3	6792.2	11616.6

华发新城四期	118705	7921.8	58429.9	94035.7
华发九州花园三期	30017.8	18043.3	26153.2	54162
鸿景花园	29849.2	3483.1	6934.8	10396.6
华发世纪城一期	35451.4	30115.7	75933.3	106764.2
华发世纪城二期	44092.3	12237.9	28866.9	53959.5
华发生态庄园一期	7532.8	14440.2	8751.1	10877.5
合计	304906.1		212518.3	343241.1

数据来源：公司公告

报告期内共结算项目总面积30.5万平方米，结算收入34.3亿元，整体毛利率38.1%，比07年报时提高约1个百分点，主要原因一方面是结算中有一部分07年销售的高毛利项目如华发新城三期、世纪城二期等，另一方面08年主要销售并结算项目售价也基本没有下降。

逆周期大幅扩充土地储备，土地成本合理

公司08年投资约29亿新增土地储备总建筑面积超过140万平方米，至08年底拥有可开发土地面积283.51万平方米，可建筑面积435.07万平方米，相当于08年新开工面积36.19万平方米的12倍，按新开工面积年均增长30%计算也足够未来6年开发所需。

08年主要新增项目

项目	土地面积 万平米	建筑面积 万平米	权益比例	楼面地价 元/平米
红门楼项目（云湖翠谷）	9.55	26.51	70.00%	1850
风波山东侧地块	2.08	2.86	100.00%	3392
华发山庄	21.39	21.39	100.00%	7574
淇澳桥东地块	21.18	25.4	100.00%	3000
包头项目	40.84	40.84	85.00%	1000
大连翠碧雅阁	\	47.16	80.00%	783

数据来源：公司公告，国海证券研究所

发行公司债有望进一步提升资金实力

公司08年顺利配股以及保持销售顺畅得以在土地储备上逆势扩张，而大量在建和待建项目对公司资金实力提出更高要求。08年报显示公司尚有货币资金余额18.52亿，扣除预收帐款的流动负债合计22.36亿，假设开发投入与上年持平即约20亿元，不考虑新增贷款和发债，则全年需完成相当于08年水平的销售回款24亿，即可确保资金链无忧。

至08年报，公司的总资产负债率64.49%，为近三年最低，扣除预收帐款后资产负债率41.36%，从负债比例看公司还有充分的借贷空间。公司拟发行公司债募集资金18亿元，其中5亿用于偿还贷款，如在年内顺利实施，则公司将拥有更充沛的资金用于项目开发和增加土地储备。

大量预收款保证未来业绩

年报显示公司尚有预收未结算收入31.3亿元，相当于08年结算收入的90%，这其中华发世纪城二期等主要项目09年都可达到结算条件。09年除现有销售项目华发新城五期、华发生态园等，还有新开项目如世纪城三期、华发水郡等可贡献大量收入。

08 年报项目预收款明细

项目	预收款（万元）	预售比例
华发新城一期	24.6	91%
华发新城二期	731.2	90%
华发新城三期	714.2	97.25%
华发新城四期	49.3	93.84%
华发新城五期	44454.8	23.20%
华发九州花园	1288.8	96.22%
华发世纪城一期	1099.9	97.83%
华发世纪城二期	234233	86.70%
华发世纪城商铺	18085.5	24.98%
鸿景花园	26.9	\
华景花园	80.4	99%
华发生态园一期	7125.7	72%
华发生态园二期	1993.7	4%
名流置业大厦	487.9	6.80%
其他	2513.1	\
合计	312919.1	\

数据来源：公司公告

业绩预测及估值

主要项目结算进度假设

项目	2009			2010		
	结算面积 万平米	结算均价 元/平米	毛利率	结算面积 万平米	结算均价 元/平米	毛利率
华发新城五期	10	9500	45%	10	9500	45%
华发新城六期	\	\	\	8	13000	45%
华发九州花园	0.1	18000	52%	\	\	\
华发世纪城二期	20	12000	44%	5	12000	46%
华发世纪城三期	2	9500	35%	5	9500	35%
华发世纪城四期	\	\	\	10	11000	30%
华发水郡花园	3	23000	35%	10	23000	35%

华发生态庄园一期	2.5	14000	40%	1	14000	40%
华发生态庄园二期	2	14000	40%	1.5	14000	40%
中山悦来中路	\	\	\	5	5000	40%
包头项目	\	\	\	8	4000	25%

数据来源：国海证券研究所

利润表预测及相对估值

会计年度(百万)	2008	2009E	2010E
营业收入	3479	4563	6187
营业成本	2171	2794	3810
营业税金及附加	277	365	495
销售费用	108	160	217
管理费用	152	205	278
财务费用	-18	199	177
资产减值损失	21	9	11
营业利润	767	831	1200
利润总额	769	829	1199
所得税	124	149	240
净利润	645	680	959
归属于母公司净利润	651	679	957
EPS(元)	0.80	0.83	1.17
P/E	16.19	15.54	11.03
P/B	2.34	1.93	1.39

数据来源：国海证券研究所

公司作为珠海区域市场龙头近两年成长迅速，逆势扩张和仍然稳健的财务状况显示了较强的抵御风险能力，而高比例预收款和丰富的项目储备为未来业绩进一步增长提供保证，公司当前股价对应 09 年 PE 15.54 倍、PB1.93 倍仍低于行业平均，维持对华发股份的“增持”评级。

风险因素：1、若珠海房地产市场出现严重不景气可能对 2010 年以后业绩造成较大影响；

2、若公司债发行不获审批或实际募资低于预期将不利于未来扩张

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。