

华发股份(600325.sh)

异地扩张待检验，大桥受益在未来

花长劲 研究员

电话: 020-87555888-697

eMail: hcj@gf.com.cn

珠海最大的房地产上市公司，受益港珠澳大桥

港珠澳大桥的建成将拉近珠海与香港间的距离，两地巨大的物价差异，特别是房价差异将吸引部分港人来珠海置业。作为珠海市最大的房地产上市公司，公司产品较受市场欢迎，将成为港珠澳大桥最大的受益房地产公司之一。

已进入 4 个异地城市，成效仍需检验

2008 年，公司进入包头市场，正式拉开了异地扩张的序幕。2009 年，公司又相继进入大连旅顺、南宁和沈阳市场。短期内公司收入仍为珠海中山市场贡献，异地扩张的成效仍需时间来检验。

预计 2009 年及 2010 年每股收益分别为 0.867 元和 1.125 元

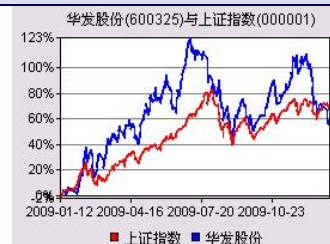
2009 年主要结算华发世纪城 2 期，2010 年主要结算华发世纪城 3 期和华发新城 5 期。由于华发新城 5 期毛利率水平不高，导致 2010 年净利润涨幅低于收入涨幅。

公司评级

持有

当前价格(元)	17.54
目标价格(元)	20.00
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-19.91%	-2.34%	65.60%
上证综指	-1.58%	9.76%	67.78%

股票数据

总股本(万股)	81,704.56
流通 A 股(万股)	81,704.56
主要股东:	
	珠海华发集团有限公司
主要股东持股比例	21.91%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	14.47%
ROA	4.81%
资产负债率	64.49%
每股净资产(元)	5.51

2008 年报数据.

受益港珠澳大桥，减轻行业调控对珠海市场的冲击

2009年12月15日，港珠澳大桥正式动工。港珠澳大桥是连接香港、珠海和澳门的大型跨海通道，全长为49.968公里。该项目预计2015年至2016年全线通车，预计整体工程总投资逾700亿元。

大桥建成后将大大缩短珠海、香港及澳门之间的交通距离，香港与珠海间的陆地通行时间将从现在的2小时缩短至0.5小时左右。

香港和珠海两地的消费水平的差异较为明显，时间距离的缩短将有利于港人来珠海进行消费。当前珠海房地产市场约30-50%的成交量有外地人（包括内地、港澳台等）提供，随着通行时间的大幅减少，港珠两地间的巨大房价差将进一步刺激香港需求的兴起，同时前期广东省也放宽了对港澳台同胞在广东置业的限制。我们判断，随着时间的推移，港人在珠海的置业将逐渐增加；港澳和珠海间的房价差距将会有所缩小，珠海的房价上行而港澳的下行。

基于部分城市出现的房价快速上涨，房地产行业又进入到新一轮调控的阶段。从去年12月全国经济工作会议后，国家相继出台和重申了二手房交易、土地成交、二套房按揭等方面的政策，但当前市场仍在按原有惯性在运行。我们判断国家仍将会对行业颁布新的调控政策，包括重申前期的政策，房地产行业仍将处于调控之下。从目前政策来看，效力仍是在全国范围内，因此全国房地产市场均会受到调控。借助于港珠澳大桥对珠海市场的刺激，我们认为珠海市场受调控的影响将低于全国水平，因此我们关注珠海房地产相关上市公司。

公司拥有珠海市上市公司最多土地储备，成大桥最大受益者

除正在开发的华发世纪城和华发新城，公司在珠海市还有华发水郡花园、华发云湖翠谷、淇澳桥东项目、梅华路项目、斗门黄杨路项目等，目前在珠海市场可结算资源约366万平方米。

除自身在珠海拥有大量项目外，公司大股东华发集团在珠海也有土地资源，包括绿洋山庄、鸿运台别墅等项目均交给上市公司来托管。2009年11月5日，华发集团子公司珠海十字门商务区建设控股有限公司以总价70.18亿元竞得珠国土储2009-03地块，该地块总用地面积53.47万平方米，可售建筑面积达到187.18万平方米。鉴于同业竞争原因，预计该项目将与华发集团其他项目一样交与上市公司华发股份经营，但规模较大有可能带来方式与其他项目不同。

我们判断港珠澳大桥将刺激部分港人来珠海置业，鉴于公司在珠海地区拥有大量土地储备，公司将成为珠海市房地产公司中最大受益者。

表1: 公司主要项目基本情况

项目名称	所在城市	权益	占地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)
华发新城				

5期	珠海	100%		39.27
6期	珠海	100%	35.45	33.39
华发世纪城				
2期	珠海	100%	10.70	32
3期	珠海	100%	4.83	11.12
4期	珠海	100%	15.90	48.99
华发水郡花园	珠海	50%	115.10	115.10
云湖翠谷	珠海	100%	21.39	21.39
淇澳桥东	珠海	100%	21.18	25.42
梅华路项目	珠海	100%	9.55	26.51
斗门项目	珠海	50%	26.10	39.16
华发生态庄园二期	中山	100%	42.62	85.24
华屹项目	中山	100%	2.73	24.83
华晟项目	中山	100%	44.45	66.67
华发名流域	包头	85%	14.13	35.32
华藤翠碧雅阁	大连旅顺	80%	24.75	53.52
南宁项目	南宁	100%	18.60	51.73
浑南新区项目	沈阳	100%	19.24	106.39

数据来源：广发证券发展研究中心

已走出珠海，但效果仍需时间检验

虽然公司2004年就已经在中山市取得项目，但由于珠海中山的邻近，中山项目难称真正意义上的异地开发。2007年试水重庆市场未能成行。2008年，公司在包头获得土地储备，踏出了异地开发的第一步。2009年，异地扩张的速度加快，公司相继进入大连旅顺、南宁和沈阳市场。目前公司在上述四地共有4个项目合计248.41万平方米土地储备。

虽然公司进入城市大都为省会城市，但包头、南宁市场与沿海省会城市有较大差异，大连旅顺市场规模也有限，仅沈阳属于房地产开发热点城市；同时虽已进入异地4个城市，但由于项目均为进入开发，因此公司异地扩张的成效仍需时间检验。未来两三年间，公司业绩仍依赖于珠海及中山市场各项目。

2010年开工量将增大，华发新城5期结算毛利率不高

今年公司计划新开工云湖翠谷、淇澳桥东、水郡花园、中山悦来中路、大连华藤翠碧雅阁及包头华发名流域等项目，年开工量将有较大幅度提升。

2009年公司结算项目主要为华发世纪城2期及其他项目尾盘，2010年华发新城5期及华发世纪城3期将成为结算主体。由于平均售价不高，华发新城5期毛利率水平低于其他结算项目，因此导致2010年净利润的涨幅远低于收入的涨幅。

盈利预测及投资建议

盈利预测—预计2009年EPS为0.867元

2009年项目结转主要为华发世纪城2期，预计当年营业总收入约35亿元，实现净利润约7.09亿元，每股收益0.867元。

2010年华发新城5期和华发世纪城3期进入结算，当年总收入约55亿元，但华发新城5期较低的毛利率降低了公司净利润水平，预计同期实现净利润约9.19亿元，每股收益1.125元。

投资建议—短期持有，机会在长期

一方面行业调整将降低房地产行业的整体投资机会，另一方面公司短期业绩成长速度较慢降低投资吸引力，同时公司异地扩张成效尚未体现，我们建议短期持有，给予目标价20-22元。

受港珠澳大桥的影响，珠海市场复苏的力度预计将超过全国水平，作为珠海市场最大的房地产上市公司，公司将从中大大受益。我们认为公司在中长期具备一定的投资机会。

行业系统风险是投资的主要风险

当前房地产行业处于调控之中，未来一段时间行业仍将新政策的影响。公司在珠海的项目主要面向改善型需求及外地需求，国家出台的抑制投资投机性需求将可能影响到公司项目的销售。如国家出台限制外资进入房地产行业，公司产品的需求群体将受到一定影响。

附：公司资产负债表、利润表及现金流量表

表2：资产负债预测表				单位：万元
名称	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产：				
货币资金	185,204	295,164	224,040	337,338
预付款项	723	34,440	46,566	31,292
其他应收款	3,407	3,166	5,438	4,599
存货	950,901	1,181,039	1,524,071	1,943,298
流动资产合计	1,140,274	1,515,509	1,801,180	2,318,637
非流动资产：				
可供出售金融资产	430	736	696	621
无形资产	202,001	239,401	274,931	308,685
递延所得税资产	4,161	2,728	3,445	3,087
非流动资产合计	212,675	253,599	294,188	331,767
资产总计	1,352,948	1,769,108	2,095,368	2,650,403
流动负债：				
应付账款	59,547	132,327	205,812	123,588

预收款项	312,909	276,534	317,630	455,000
其他应付款	50,326	38,057	60,495	57,001
流动负债合计	536,526	617,855	794,559	878,505
非流动负债:				
长期借款	335,850	450,000	500,000	550,000
应付债券	0	180,000	180,000	180,000
非流动负债合计	336,009	630,199	680,239	730,287
负债合计	872,536	1,248,055	1,474,798	1,608,792
所有者权益:				
实收资本(或股本)	81,705	81,705	81,705	101,705
资本公积金	260,352	260,352	260,352	540,352
未分配利润	87,743	151,520	234,219	343,800
归属于母公司所有者权益合计	450,129	520,992	612,880	1,034,637
所有者权益合计	480,413	521,054	620,570	1,041,612
负债和所有者权益总计	1,352,948	1,769,108	2,095,368	2,650,403

数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 公司预测利润表			单位: 万元	
项 目	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	347,929	347,621	553,067	635,259
营业成本	217,082	191,875	338,139	329,400
营业税金及附加	27,736	38,238	41,480	82,584
期间费用	24,211	28,853	45,784	53,892
利润总额	76,889	88,655	127,664	169,384
所得税	12,367	17,731	28,086	40,652
净利润（归属母公司所有者）	65,126	70,863	91,888	121,757
每股收益（全面摊薄）	0.797 元	0.867 元	1.125 元	1.490 元

数据来源: 广发证券发展研究中心

表4: 现金流量预测表				单位: 万元
名称	2008	2009E	2010E	2011E
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	317,141	450,344	594,163	772,630
收到其他与经营活动有关的现金	7,382	8,196	7,801	7,793
经营活动现金流入小计	324,523	458,540	601,964	780,423
购买商品、接受劳务支付的现金	202,113	228,644	402,937	592,523
支付给职工以及为职工支付的现金	16,523	18,868	21,014	27,585
支付的各项税费	49,349	68,874	85,606	151,650
支付其他与经营活动有关的现金	12,987	17,383	18,934	16,435
经营活动现金流出小计	280,972	333,769	528,490	788,193

经营活动产生的现金流量净额	43,552	124,771	73,474	-7,770
二、投资活动产生的现金流量:				
投资活动现金流入小计	143	511	181	238
投资活动现金流出小计	393,579	62,000	62,000	62,000
投资活动产生的现金流量净额	-393,436	-61,489	-61,819	-61,762
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	250,352	0	0	300,000
取得借款收到的现金	400,400	194,150	140,000	150,000
发行债券收到的现金	0	180,000	0	0
筹资活动现金流入小计	650,752	374,150	140,000	450,000
偿还债务支付的现金	245,500	294,600	176,760	212,112
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27,393	32,872	46,019	55,059
筹资活动现金流出小计	272,893	327,472	222,779	267,171
筹资活动产生的现金流量净额	377,859	46,678	-82,779	182,829
四、汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
五、现金及现金等价物净增加额	27,975	109,961	-71,124	113,297
期初现金及现金等价物余额	157,229	185,204	295,164	224,040
期末现金及现金等价物余额	185,204	295,164	224,040	337,338

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

华发股份(600325)行情走势



▲ 推荐买入 ▼ 推荐卖出 ● 推荐持有 ■ 相关报告

相关研究报告

华发股份(600325.sh)	花长劲	2008-02-20
华发股份(600325.sh)	花长劲	2007-09-21

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

注: 本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。