

证券研究报告—动态报告

房地产

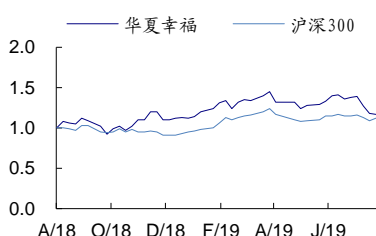
房地产开发 II

华夏幸福(600340)
买入

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 20 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3,002/2,955
总市值/流通(百万元)	83,543/82,236
上证综指/深圳成指	2,883/9,061
12 个月最高/最低(元)	33.87/19.64

相关研究报告:

《华夏幸福-600340-系列研报之二十六-2018 年半年报点评: 新组合、新定位、新战略》——2019-04-22

《华夏幸福-600340-2018 年半年报点评: 业绩增长显著, 异地复制见成效》——2018-08-30

《华夏幸福-600340-2017 年年报点评: 产业实力领先, 异地复制兑现》——2018-04-02

证券分析师: 区瑞明

电话: 0755-82130678

E-MAIL: ourm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120051

联系人: 陈曦

E-MAIL: chenxi4@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

净利增 22%, 轻资产模式助发展

● 净利增长 22.4%, 符合预期

2019 年上半年, 公司实现营业收入 387.3 亿元, 同比增长 10.7%; 归母净利润 84.8 亿元, 同比增长 22.4%; 扣非归母净利润 84.4 亿元, 同比增长 30.7%。

● 异地复制稳步推进, 回款率明显提升

2019 年上半年, 公司销售额 645.3 亿元, 其中环北京以外区域销售额 376.6 亿元, 同比增长 16.8%; 新增 PPP 入库产业新城项目 5 个, 均在环北京以外区域; 新增签约入园企业 328 家, 新增签约投资额 1051.5 亿元, 同比增长 8.9%; 环北京以外区域新增入园企业 266 家, 新增签约投资额 939.23 亿元, 同比增长 20.2%; 经营性现金流入 407.9 亿元, 回款率达 62%, 较去年同期提升 16 个百分点。

● 降费增效, 业绩锁定性较好

公司不断深化降费增效措施, 管理费用率较去年同期下降 2.5 个百分点。截至 2019 年上半年, 公司融资加权平均成本为 7.23%; 融资总额 1818.4 亿元, 其中银行贷款、债券融资、信托及资管等其他融资占比分别为 28%、41%、31%; 公司剔除预收账款后的资产负债率为 57.4%, 净负债率为 282% (扣永续债); 货币资金/(短期借款+一年内到期的非流动负债)为 1.1 倍, 短期偿债能力尚可。截至 2019 年上半年末公司预收款为 1403 亿元, 对 2019 年下半年 wind 一致预期营收的锁定度达 206% (2019 年下半年 wind 一致预期营收=2019 年 wind 一致预期营收-已披露的上半年营收), 在满足 2019 年 wind 一致预期营收后, 剩余的 721 亿元仍能锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 53%, 业绩锁定性较好。

● 探索轻资产模式, 开启新业务增长点

公司在传统重资产模式的基础上加速开拓轻资产模式, 完成了与中国平安轻资产输出管理合作模式的首单业务。据 8 月 17 日公告, 公司向平安人寿转让下属全资子公司北京物盛科技有限公司 100% 股权及债权, 同时平安人寿委托公司下属子公司在项目地块上代为开发建设、提供运营管理等服务; 公司轻资产模式的探索将有助于盘活存量资产、优化资产负债结构、创造新的增长点。

● 轻资产模式助力双轮驱动发展, 维持“买入”评级

公司异地复制稳步推进, 轻资产模式助力开拓新的增长点, 预计 2019、2020 年 EPS 分别为 4.83、6.00 元, 对应 PE 为 5.8、4.6X, 维持“买入”评级。

● 风险: 若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期, 或公司销售增长失速。
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	59,635	83,799	101,396	121,676	145,646
(+/-%)	10.8%	40.5%	21.0%	20.0%	19.7%
净利润(百万元)	8781	11746	14510	18006	21862
(+/-%)	35.3%	33.8%	23.5%	24.1%	21.4%
摊薄每股收益(元)	2.97	3.91	4.83	6.00	7.28
EBIT Margin	23.4%	23.4%	20.9%	21.5%	21.8%
净资产收益率(ROE)	23.7%	26.8%	25.9%	26.2%	26.7%
市盈率(PE)	9.4	7.1	5.8	4.6	3.8
EV/EBITDA	26.1	21.3	22.4	19.6	17.8
市净率(PB)	2.22	1.91	1.49	1.22	1.02

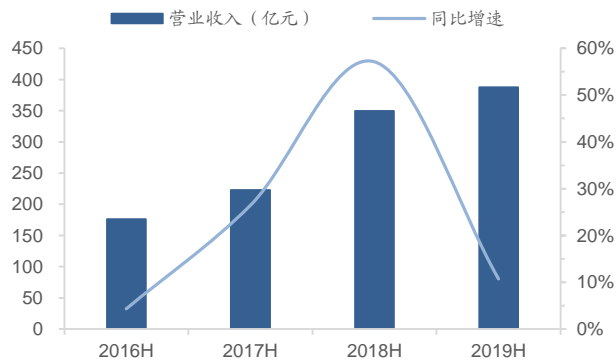
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

净利增长 22.4%，符合预期

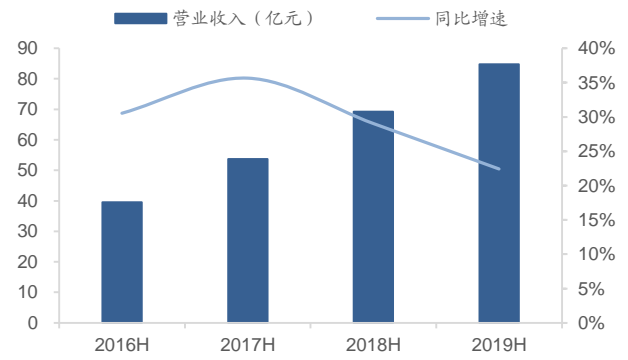
2019 年上半年，公司实现营业收入 387.3 亿元，同比增长 10.7%；归母净利润 84.8 亿元，同比增长 22.4%；扣非归母净利润 84.42 亿元，同比增长 30.7%。

图 1：营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图 2：归母净利润及同比增速



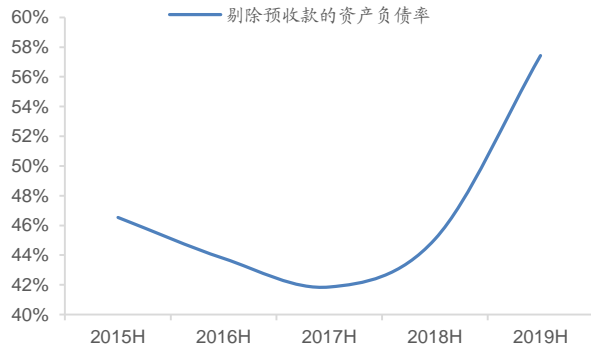
资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

异地复制稳步推进，回款率明显提升

2019 年上半年，实现销售金额 645.3 亿元；其中，产业新城业务园区结算收入 143.8 亿元，园区配套住宅业务签约销售额 479.12 亿元，其他业务（物业、酒店）销售额 22.3 亿元；环北京以外区域销售额 376.6 亿元，同比增长 16.8%；新增 PPP 入库产业新城项目 5 个，均在环北京以外区域；新增签约入园企业 328 家，新增签约投资额 1051.5 亿元，同比增长 8.9%；环北京以外区域新增入园企业 266 家，新增签约投资额 939.23 亿元，同比增长 20.2%；经营性现金流入 407.9 亿元，回款率达 62%，较去年同期提升 16 个百分点。

降费增效，业绩锁定性较好

公司不断深化降费增效措施，管理费用率较去年同期下降 2.5 个百分点。截至 2019 年上半年，公司融资加权平均成本为 7.23%；融资总额 1818.4 亿元，其中银行贷款、债券融资、信托及资管等其他融资占比分别为 28%、41%、31%；公司剔除预收账款后的资产负债率为 57.4%，净负债率为 282%（扣永续债）；货币资金/（短期借款+一年内到期的非流动负债）为 1.1 倍，短期偿债能力尚可。截至 2019 年上半年末公司预收款为 1403 亿元，对 2019 年下半年 wind 一致预期营收的锁定度达 206%（2019 年下半年 wind 一致预期营收=2019 年 wind 一致预期营收-已披露的上半年营收），在满足 2019 年 wind 一致预期营收后，剩余的 721 亿元仍能锁定 2020 年 wind 一致预期营收的 53%，业绩锁定较好。

图 3: 剔除预收款的资产负债率


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 短期偿债能力保障倍数


资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

探索轻资产模式，开启新业务增长点

公司在传统重资产模式的基础上加速开拓轻资产模式，完成了与中国平安轻资产输出管理合作模式的首单业务。据 8 月 17 日公告，公司向平安人寿转让下属全资子公司北京物盛科技有限公司 100% 股权及债权，同时平安人寿委托公司下属子公司在项目地块上代为开发建设、提供运营管理等服务；公司轻资产模式的探索将有助于盘活存量资产、优化资产负债结构、创造新的增长点。

轻资产模式助力双轮驱动发展，维持“买入”评级

公司异地复制稳步推进，轻资产模式助力开拓新的增长点，预计 2019、2020 年 EPS 分别为 4.83、6.00 元，对应 PE 为 5.8、4.6X，维持“买入”评级。

风险提示

若行业再度升温、过热引发新一轮调控预期，或公司销售增长失速。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	47282	47325	47570	72995	营业收入	83799	101396	121676	145646
应收款项	47489	55560	66672	75816	营业成本	48919	61537	72823	86805
存货净额	254523	323293	365333	389693	营业税金及附加	5360	7098	8335	10050
其他流动资产	16651	23321	27985	34227	销售费用	1882	2302	3285	3932
流动资产合计	367960	449498	507560	572730	管理费用	8045	9289	11104	13103
固定资产	17737	15488	15967	16504	财务费用	963	950	910	921
无形资产及其他	5343	5129	4916	4702	投资收益	1614	1000	1000	1000
投资性房地产	14429	14429	14429	14429	资产减值及公允价值变动	(2425)	0	0	0
长期股权投资	4243	4443	4643	4843	其他收入	52	0	0	0
资产总计	409712	488988	547514	613208	营业利润	17871	21221	26219	31835
短期借款及交易性金融负债	24301	38442	33692	21000	营业外净收支	(440)	0	0	0
应付款项	42067	49879	58714	72743	利润总额	17431	21221	26219	31835
其他流动负债	176227	220658	261935	312612	所得税费用	5628	6642	8128	9869
流动负债合计	242595	308979	354341	406355	少数股东损益	57	69	86	104
长期借款及应付债券	111109	111109	111109	111109	归属于母公司净利润	11746	14510	18006	21862
其他长期负债	1292	1792	2292	2792					
长期负债合计	112401	112901	113401	113901					
负债合计	354996	421880	467742	520256					
少数股东权益	10939	10998	11058	11121					
股东权益	43776	56110	68714	81831					
负债和股东权益总计	409712	488988	547514	613208					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	11746	14510	18006	21862
资产减值准备的增加(减少)	1693	4043	737	434
折旧摊销	994	1419	1998	2243
公允价值变动损失	2425	0	0	0
财务费用	963	950	910	921
营运资本变动	(29154)	(26724)	(6468)	25895
其它	(1692)	(3984)	(677)	(371)
经营活动现金流	(13989)	(10737)	13596	50062
资本开支	(10338)	(3000)	(3000)	(3000)
其它投资现金流	4225	2016	0	0
投资活动现金流	(6318)	(1184)	(3200)	(3200)
权益性融资	4317	0	0	0
负债净变化	15959	0	0	0
支付股利、利息	(11496)	(2176)	(5402)	(8745)
其它融资现金流	(13760)	14141	(4749)	(12692)
融资活动现金流	(517)	11964	(10151)	(21437)
现金净变动	(20823)	43	245	25425
货币资金的期初余额	68105	47282	47325	47570
货币资金的期末余额	47282	47325	47570	72995
企业自由现金流	(25232)	(13761)	10560	47049
权益自由现金流	(23033)	(273)	5182	33721

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	3.91	4.83	6.00	7.28
每股红利	3.83	0.72	1.80	2.91
每股净资产	14.58	18.68	22.88	27.25
ROIC	8%	7%	8%	11%
ROE	27%	26%	26%	27%
毛利率	42%	39%	40%	40%
EBIT Margin	23%	21%	21%	22%
EBITDA Margin	25%	22%	23%	23%
收入增长	41%	21%	20%	20%
净利润增长率	34%	24%	24%	21%
资产负债率	89%	89%	87%	87%
息率	13.8%	2.6%	6.5%	10.5%
P/E	7.1	5.8	4.6	3.8
P/B	1.9	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	21.3	22.4	19.6	17.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032