

华夏幸福（600340）2019年三季度报点评

强推（维持）

目标价：33.80元

当前价：28.03元

业绩稳增，回款改善，拿地加速

❖ 3Q19 业绩同比+24%，平安入股+股权激励双重承诺未来两年业绩稳增

3Q19 公司实现营业收入 643.2 亿元，同比增长 42.5%；地产结算面积 432.3 万方，同比增长 40.3%，其中外埠占比 27%；归母净利润 97.5 亿元，同比增长 23.7%；扣非归母净利润 97.0 亿元，同比增长 34.8%；基本每股收益 3.18 元，同比增长 25.2%；销售毛利率和归母净利率分别为 40.4% 和 15.2%，分别同比下降 5.0pct 和 2.3pct；三项费用率合计 10.2%，同比下降 6.2pct，主要由于管理费下降 5.0pct。2019Q3 末预收账款达 1,350 亿元，同比下降 11.5%，覆盖 18 年房地产结算收入的 2.6 倍，远高于行业平均。此外，平安入股业绩承诺与公司股权激励一致，即 18-20 年业绩分别不低于 114.2 亿、144.9 亿和 180.0 亿，对应 19 年和 20 年业绩增速分别为 23% 和 24%。

❖ 3Q19 销售额千亿、同比-7%，其中三季度销售额大幅回升、同比+33%

3Q19 公司实现销售额 1,006.5 亿元，同比-6.6%；其中 Q3 单季度销售额 361.1 亿元，同比+32.8%，主要由于外埠销售逐步发力。3Q19 销售面积 911 万方，同比-5.3%；其中外埠占比 62.4%，同比+16.3pct，并且环南京、杭州、郑州分别占比 12%、8% 和 26%，较 19H1 分别-3pct、-1pct 和+2pct；Q3 外埠销售面积占比 59.9%，同比+12.7pct。3Q 19 销售均价 1.1 万元，同比-1.3%。Q3 拿地继续加速，前三季度拿地金额 293 亿元，同比+225.7%，其中 Q3 拿地金额 170 亿元；拿地额/销售额 29%；拿地面积同比+ 71.9%，是 2018 全年拿地面积的 1.35 倍。公司截至 18 年末持有待开发+在建未售土储 1,398 万方；预计 19 年新开工面积 1,198 万方，较上年计划同比-39.8%；施工面积 4,219 万方，较上年计划同比-3.1%；竣工面积 1,037 万方，较上年计划同比+2.6%。

❖ 深耕都市圈、产业新城项目持续拓展，吴向东加盟、商办业务逐步落地

公司坚持核心都市圈聚焦战略，打造“3+3+X”核心都市圈格局，7 月取得湖南衡阳汽车产业新城 PPP 项目。并且，吴向东加盟后公司商办业务逐步开始拓展。8 月与平安人寿开展不动产项目合作，为平安人寿代建物业并提供运营管理服务；9 月公司以 116 亿元获得武汉武昌滨江 CBD 核心区 2 宗地块，拿地均价仅 1 万元/平，业态包括住宅、商服等，有助于公司开拓商业办公及相关业务、盘活存量资产。

❖ 回款改善，负债率上行，携手平安、融资渠道畅通

3Q19 公司销售商品提供劳务收到的现金为 631 亿元，同比+19%，其中 Q3 回款同比+45%；回款率（表内销售回款/全口径销售）为 63%，同比+14pct。19Q3 末公司资产负债率和净负债率分别为 84.9% 和 202.8%，同比分别+0.5pct 和+77.8pct，负债率上行主要由于短期借款大幅增加所致。3Q19 末公司有息负债余额 1,780 亿元，同比+54%。并且，3Q19 末公司筹资现金流入 939 亿元，同比+66%；预计随着公司与平安战略合作稳步开展后，公司融资环境及债务结构将持续优化。

❖ 投资建议：业绩稳增，回款改善，拿地加速，维持“强推”评级

华夏幸福作为中国领先的产业新城运营商，依托领先的 PPP 市场化运作机制，在京津冀、长三角和珠三角等地区深入布局产业新城和产业小镇，具有良好的政府关系及增量拿地能力。3Q19 公司外埠销售占比持续提升、拿地加速，同时平安 2 月增持、目前持股 25.25%，充分表明对公司业务模式和价值的认可，同时也将提升公司融资能力，并且再次巩固了未来三年业绩的承诺。我们维持公司 2019-21 年每股收益预测为 4.83、6.00 和 7.31 元，对应 19/20PE 仅 5.8/4.7 倍，18A、19E 股息率分别达 4.3% 和 6.0%，维持目标价 33.8 元，维持“强推”评级。

❖ 风险提示：房地产行业政策收紧，公司资金情况不及预期。

主要财务指标

	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	83,799	106,545	141,693	184,468
同比增速(%)	41	27	33	30
净利润(百万)	11,746	14,496	18,008	21,956
同比增速(%)	34	23	24	22
每股盈利(元)	3.91	4.83	6.00	7.31
市盈率(倍)	7.2	5.8	4.7	3.8
市净率(倍)	1.9	1.6	1.3	1.0

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 28 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：袁豪

电话：021-20572536

邮箱：yuanhao@hcyjs.com

执业编号：S0360516120001

证券分析师：曹曼

电话：021-20572593

邮箱：caoman@hcyjs.com

执业编号：S0360519070001

公司基本数据

总股本(万股)	300,192
已上市流通股(万股)	297,358
总市值(亿元)	841.44
流通市值(亿元)	833.49
资产负债率(%)	84.9
每股净资产(元)	15.9
12 个月内最高/最低价	33.87/19.64

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《华夏幸福（600340）平安增持点评：平安再增持认可价值，异地销售稳步增长》

2019-02-01

《华夏幸福（600340）2018 年报点评：深耕都市圈、平安增持、吴向东加盟，蓄势待发》

2019-04-21

《华夏幸福（600340）2019 年中报点评：业绩稳增，回款改善，拿地上行》

2019-08-18

图表 1、公司 2019Q3 业绩摘要

(人民币, 百万)	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
营业收入	45,141	64,318	42.5
营业成本	(24,663)	(38,334)	55.4
营业税	(2,341)	(4,964)	112.1
毛利润	20,478	25,985	26.9
其他收入	(478)	(16)	(96.6)
销售费用	(1,261)	(1,170)	(7.2)
管理费用	(5,372)	(4,462)	(16.9)
营业利润	13,367	20,336	52.1
投资收益	1,044	205	(80.3)
财务费用	(771)	(916)	18.8
营业外收支	(148)	(227)	54.0
税前利润	11,144	14,042	26.0
所得税	(3,198)	(4,154)	29.9
少数股东权益	(67)	(142)	110.2
归属上市公司股东净利润	7,878	9,746	23.7
主要比率(%)			百分点增减 (%)
毛利率	45.4	40.4	(5.0)
经营利润率	29.6	31.6	2.0
归母销售净利率	17.5	15.2	(2.3)

资料来源：公司公告，华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	47282	60116	79948	104083
应收票据	0	0	0	0
应收账款	34438	0	0	0
预付账款	3201	4434	6022	8047
存货	254523	298327	382571	498065
其他流动资产	28517	60736	80772	105157
流动资产合计	367960	423614	549313	715351
其他长期投资	2901	2854	2813	2780
长期股权投资	4243	4243	4243	4243
固定资产	17747	55163	67260	79358
在建工程	12663	12663	12663	12663
无形资产	5343	5076	4822	4581
其他非流动资产	-1145	1846	6466	12090
非流动资产合计	41751	81844	98268	115715
资产合计	409712	505458	647581	831066
短期借款	4182	5793	7868	10514
应付票据	9129	12646	17175	22950
应付账款	32938	45628	61973	82809
预收款项	137512	174839	232515	302709
其他应付款	9908	12507	16440	21354
一年内到期的非流动负债	20119	20203	20311	20449
其他流动负债	28808	55613	98522	159746
流动负债合计	242595	327229	454805	620530
长期借款	53033	53033	53033	53033
应付债券	58076	58076	58076	58076
其他非流动负债	1292	1762	2367	3138
非流动负债合计	112401	112871	113475	114246
负债合计	354996	440099	568281	734776
归属母公司所有者权益	43776	53890	66445	81744
少数股东权益	10939	11468	12855	14546
所有者权益合计	54716	65359	79300	96290
负债和股东权益	409712	505458	647581	831066

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-7428	18755	827	-11751
现金收益	-18600	40312	29822	32063
存货影响	-25507	-43804	-84243	-115494
经营性应收影响	-18241	-14200	-21624	-26409
经营性应付影响	19597	62424	90000	111400
其他影响	35322	-25976	-13127	-13311
投资活动现金流	-5017	656	872	1135
资本支出	2988	0	0	0
股权投资	-2181	0	0	0
其他长期资产变化	-5823	656	872	1135
融资活动现金流	-6490	20897	28118	42674
借款增加	-2566	25345	33644	49411
财务费用	11496	4448	5525	6737
股东融资	4317	0	0	0
其他长期负债变化	-19738	-8896	-11050	-13474

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	83799	106545	141693	184468
营业成本	48919	67766	92041	122986
营业税金及附加	5360	6759	9271	12342
销售费用	1882	2393	3182	4143
管理费用	8045	9589	12752	16602
财务费用	963	661	704	806
资产减值损失	2525	0	0	0
公允价值变动收益	101	0	0	0
投资收益	1614	2421	4842	7263
营业利润	17871	21799	28584	34852
营业外收入	15	0	0	0
营业外支出	456	0	0	0
利润总额	17431	21799	28584	34852
所得税	5628	6540	8575	10455
净利润	11803	15259	20009	24396
少数股东损益	57	763	2001	2440
归属母公司净利润	11746	14496	18008	21956
NOPLAT	13248	14027	17112	19876
EPS(摊薄) (元)	3.91	4.83	6.00	7.31

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	41%	27%	33%	30%
EBIT 增长率	40%	2%	22%	16%
归母净利润增长率	34%	23%	24%	22%
获利能力				
毛利率	42%	36%	35%	33%
净利率	14%	14%	13%	12%
ROE	27%	27%	27%	27%
ROIC	11%	9%	10%	9%
偿债能力				
资产负债率	87%	87%	88%	88%
债务权益比	6.5	6.7	7.2	7.6
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	169.4	185.9	182.3	183.9
应付账款周转天数	256.7	266.1	274.1	283.3
存货周转天数	1628.4	1353.8	1226.5	1187.6
每股指标(元)				
每股收益	3.91	4.83	6.00	7.31
每股经营现金流	-2.47	6.24	0.28	-3.91
每股净资产	14.6	17.9	22.1	27.2
估值比率				
P/E	7.2	5.8	4.7	3.8
P/B	1.9	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	18.3	22.2	22.7	24.5

房地产组团队介绍

组长、首席分析师：袁豪

复旦大学理学硕士。曾任职于戴德梁行、中银国际。2016 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名。

研究员：鲁星泽

慕尼黑工业大学工学硕士。2015 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

分析师：曹曼

同济大学管理学硕士，CPA，FRM。2017 年加入华创证券研究所。2017 年新财富评选房地产行业入围（第六名）团队成员；2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

助理研究员：邓力

哥伦比亚大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2018 年水晶球评选房地产行业总榜单第四名（公募基金榜单第三名）团队成员；2018 年金牛奖评选房地产行业第一名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzh@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500