

# 异地复制顺利推进 经营现金流边际改善

——华夏幸福（600340）2018年半年报点评

2018年08月28日

推荐/首次

华夏幸福

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
任鹤	研究助理	执业证书编号：S1480118020022
	Renhe07@163.com	010-66554089

## 事件：

公司发布2018年半年报，报告期内，公司实现营业收入349.7亿元，同比增长57.1%；实现归母净利润69.3亿元，同比增长29.1%。上半年公司房地产业务实现销售金额638.1亿元，同比增长20.3%，产业新城结算收入151.4亿元，与上年基本持平，销售面积712.4亿元，同比增长86.5%。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	28335.06	7807.66	14451.24	8630.97	28745.55	9484.69	25489.64
增长率（%）	112.98%	57.71%	14.20%	9.52%	1.45%	21.48%	76.38%
毛利率（%）	21.52%	62.39%	54.90%	53.60%	38.80%	59.98%	40.34%
期间费用率（%）	6.92%	23.47%	15.19%	30.08%	13.24%	24.33%	9.71%
营业利润率（%）	8.73%	35.49%	36.42%	16.61%	11.86%	36.07%	23.84%
净利润（百万元）	1725.73	1755.93	3652.54	815.68	2582.42	2276.58	4664.48
增长率（%）	93.55%	43.97%	38.58%	38.95%	49.64%	29.65%	27.71%
每股盈利（季度，元）	0.64	0.59	1.22	0.29	0.86	0.77	1.57
总资产收益率（%）	0.69%	0.63%	1.13%	0.24%	0.69%	0.61%	1.20%

## 观点：

### ➤ 地产销售增速稳定 预收款项小幅增加

2018年上半年，公司房地产业务实现销售合同销售金额638.1亿元，同比增长20.3%，地产业务销售增速稳中略降。受销售平稳增长推动，报告期末预收款项达到1433亿元，相对上年末小幅增加108亿元，相对上年结算收入仍然充裕。

公司地产业务销售增速较低的主要原因是环京地区楼市的持续低迷，但我们认为公司未来的销售仍然值得看好，原因有二：一是环京楼市经历长达一年多的深度调整，边际继续向下的可能性大幅降低；二是公司积极走出京津冀，异地复制之下全国布局初现雏形。

### ➤ 走出京津冀 全国布局更进一步

报告期内，公司深耕京津冀的同时，积极拓展长三角、珠三角、长江中下游和成渝等城市群以及一带一路热点区域。公司充分发挥产业新城业务与房地产业务的协同作用，大力推进异地复制。新增签署产业新城与产业小镇PPP正式协议10个，其中8个为产业新城项目，2个为产业小镇项目，全部位于非京津冀区域。

报告期内，公司京津冀以外区域销售占比快速增长，京津冀以外区域销售面积325万平方米，占总销售面积比例达到45.7%，较去年同期增长293.9%；环南京、环杭州、环郑州区域占比亦大幅提升。我们认为，公司产业新城与地产业务的协同作用是公司的独特竞争优势，有望助力公司异地扩张和全国布局。

### ➤ 净负债率提升 经营现金流边际好转

报告期末，公司净负债率为96.2%，相对上年年末上升48个百分点，处于行业平均水平。公司净负债率上升幅度较大的主要原因是长期借款和应付债券的增加，以及因偿还债务导致的货币资金的减少。同时，公司货币资金对短期借款、应付票据和一年内到期的流动负债的覆盖率为126%，低于公司历史平均水平，公司短期偿债方面或面临一定压力。

同时，我们注意到公司二季度经营活动现金流的边际好转。如果从上半年整体看，公司经营活动现金流边际好转的主要原因是存货沉淀现金流的减少，显示出公司更加注重现金流管理，控制扩张节奏的稳健经营倾向。

### 投资建议与评级：

我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 806.9 亿元、1102.8 亿元和 1342.3 亿元，归母净利润分别为 108.7 亿元、135.1 亿元和 165 亿元，每股收益分别为 3.68 元、4.57 元和 5.58 元，对应 PE 分别为 6.6X、5.3X 和 4.3X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 风险提示：

短期偿债压力较大，部分应收账款坏账风险。

**公司盈利预测表**

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>流动资产合计</b>	223561	348486	420316	517150	624679	<b>营业收入</b>	53821	59635	80692	110277	134231							
货币资金	45503	68105	80187	109587	133391	<b>营业成本</b>	36045	31052	48415	68372	83223							
应收账款	9501	18910	19916	3626	44131	营业税金及附加	3135	5184	5857	8004	9743							
其他应收款	6937	10587	14587	16432	18553	营业费用	1875	1963	2734	3736	4548							
预付款项	3551	1620	2570	2570	2570	管理费用	3623	7488	7781	10634	12944							
存货	147345	229794	271921	337176	364814	财务费用	563	980	963	913	879							
其他流动资产	7532	12707	24539	41163	54624	资产减值损失	176	832	0	0	0							
<b>非流动资产合计</b>	26342	27378	27367	33755	28714	公允价值变动收益	0	0	0	0	0							
长期股权投资	1182	4038	4038	4038	4038	投资净收益	414.97	734.48	934.00	1134.00	1234.00							
固定资产	2670.13	2842.17	5112.51	11330.37	5981.03	<b>营业利润</b>	8818	12878	15876	19752	24128							
无形资产	6140	5193	4674	4154	3635	营业外收入	198.09	71.15	118.00	118.00	118.00							
其他非流动资产	7951	2874	4803	4803	4803	营业外支出	40.85	149.86	77.00	77.00	77.00							
<b>资产总计</b>	249903	375865	447683	550905	653393	<b>利润总额</b>	8976	12799	15917	19793	24169							
<b>流动负债合计</b>	159699	228064	278859	349688	432382	所得税	2807	3993	5020	6243	7623							
短期借款	300	6846	6846	6846	6846	<b>净利润</b>	6168	8807	10897	13550	16546							
应付账款	20425	25422	30442	34442	37442	少数股东损益	-323	26	32	40	48							
预收款项	102548	132476	179182	243011	320705	归属母公司净利润	6492	8781	10865	13510	16498							
一年内到期的非	17221	19425	16290	16290	16290	EBITDA	15793	19430	18207	22033	26376							
<b>非流动负债合计</b>	52172	76768	74760	72860	70960	<b>EPS (元)</b>	2.22	2.83	3.68	4.57	5.58							
长期借款	20291	37074	37174	37274	37374	<b>主要财务比率</b>												
应付债券	31342	38967	36967	34967	32967		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
<b>负债合计</b>	211872	304832	348770	413846	490388	<b>成长能力</b>												
少数股东权益	12671	33938	33969	34009	34057	营业收入增长	40.4%	10.8%	35.3%	36.7%	21.7%							
实收资本(或股	2955	2955	2955	2955	2955	营业利润增长	27.7%	46.0%	23.3%	24.4%	22.2%							
资本公积	5882	3437	3437	3437	3437	归属于母公司净利	35.2%	35.3%	23.7%	24.4%	22.1%							
未分配利润	14176	20199	26718	34824	44722	<b>获利能力</b>												
归属母公司股东	25361	37095	49943	73050	90948	毛利率(%)	33.0%	47.9%	40.0%	38.0%	38.0%							
<b>负债和所有者权</b>	249903	375865	447683	550905	653393	净利率(%)	11.5%	14.8%	13.5%	12.3%	12.3%							
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					总资产净利润(%)	9.1%	2.6%	2.3%	2.4%	2.5%						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	25.6%	23.7%	21.8%	18.5%	18.1%							
<b>经营活动现金流</b>	7763	-16228	6511	18093	16529	<b>偿债能力</b>												
净利润	6168	8807	10897	13550	16546	资产负债率(%)	85%	81%	78%	75%	75%							
折旧摊销	6412.00	5572.63	0.00	1368.82	1368.82	流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4							
财务费用	563	980	963	913	879	速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6							
应收账款减少	0	0	-1005	16290	-40505	<b>营运能力</b>												
预收帐款增加	0	0	46705	63829	77694	总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2							
<b>投资活动现金流</b>	-25062	-20030	-1404	444	406	应收账款周转率	6.5	4.2	4.2	9.4	5.6							
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.0	2.6	2.9	3.4	3.7							
长期股权投资减	0	0	-574	-690	-828	<b>每股指标(元)</b>												
投资收益	415	734	934	1134	1234	每股收益(最新摊	2.2	2.8	3.7	4.6	5.6							
<b>筹资活动现金流</b>	25394	57098	6975	10863	6869	每股净现金流(最	2.7	7.1	4.1	9.9	8.1							
应付债券增加	0	0	-2000	-2000	-2000	每股净资产(最新	8.6	12.6	16.9	24.7	30.8							
长期借款增加	0	0	100	100	100	<b>估值比率</b>												
普通股增加	309	0	0	0	0	P/E	10.9	8.5	6.6	5.3	4.3							
资本公积增加	5423	-2445	0	0	0	P/B	2.8	1.9	1.4	1.0	0.8							
<b>现金净增加额</b>	8094	20841	12082	29400	23804	EV/EBITDA	6.0	5.4	7.1	2.6	1.2							

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 任鹤

清华大学土木工程专业本硕，法学双学士，3 年房地产行业工作经历，一级注册建造师，中级房地产经济师。2018 年加入东兴证券研究所，关注房地产行业。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。