

华夏幸福 (600340)

证券研究报告

2018年09月03日

业绩快速增长，非京津冀区域业务成长

事件:

公司发布半年度报告。上半年，公司实现营业收入 349.74 亿元，同比增长 57.13%；实现归母净利润 69.27 亿元，同比增长 29.05%。

主营业务快速增长，预收账款充足

公司上半年实现营业收入 349.74 亿元，同比增长 57.13%；实现归母净利润 69.27 亿元，同比增长 29.05%，业绩快速增长。营业收入快速增长主要原因系公司主营业务扩张、房地产收入增加。按行业分，营业收入占主营业务收入 31%的房地产开发业务同比增长 30.9%，达到 189.7 亿；土地整理业务占比小但增速显著，营业收入达到 33.9 亿，同比增长 452%。按地区分，环北京区域、环上海区域、华南区域营收占主营业务收入比例分别为 78.3%、18.3%、3.4%，其中环北京、环上海区域营业收入同比增速分别为 38%、169%，京津冀模式的“异地复制”取得成效。公司归母净利润的增长比营收增长低约 28 个百分点，主要原因系公司业务扩张，房地产结算成本增加，营业成本大幅提高，达到 190 亿元，同比增长 100.98%。截止到 2018H1，公司账面预收账款 1433.15 亿元，预收款/17 年营业收入高达 240%，充足的可结算资源为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础。预计将在未来二三年内逐步结转为公司的营业收入与利润，有利于锁定公司未来三年的经营业绩。

非京津冀销售崛起，异地复制成效显著

2018 年上半年，公司实现销售额 805.04 亿元，较上年同期增长 15.63%，其中，产业新城业务园区结算收入额 151.44 亿元，房地产业务签约销售额 638.12 亿元，其他业务（物业、酒店）销售额 15.48 亿元；公司签约销售面积共计 712.37 万平方米；公司期末储备开发用地规划计容建筑面积约为 887.63 万平方米。公司作为从河北省成长起来的企业，凭借在京津冀积累的十余年产业新城运营经验，产业新城的“异地复制”已见成效。公司京津冀以外区域的销售面积和销售金额快速增长。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 45.68%，较去年同期增长 293.88%；环南京、环杭州、环郑州区域 1-6 月销售面积占比分别达到 15.78%、7.30%、10.69%；京津冀以外区域的核心业务销售额占比达到 38.63%，较去年同期提升 25 个百分点。

拿地布局非京津冀地区

公司持续优化产业新城与产业小镇产品，提出核心城市群聚焦战略，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。

货币现金充足，经营活动现金流持续优化

2018 年上半年报告期末，公司融资总金额 1,128.82 亿元，对外担保金额 707.86 亿元，其中 706.36 亿为对控股子公司担保。公司融资加权平均利率为 6.14%，其中银行贷款的平均利息成本 5.99%，债券平均成本为 5.95%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 6.83%。期末公司货币资金 425.89 亿元，大于公司一年内到期的有息负债 275.65 亿元，偿债能力有充分保障；公司经营活动产生的现金流量金额为 -78.18 亿元，其中第二季度为 17.85 亿元，公司现金流持续优化。

投资建议： 公司业绩增长迅速，预收账款充足，后续业绩有保障，非京津冀区域销售成绩显著，并继续拓展非京津冀区域产业园区开发，分散单一区域地产市场及政策风险。我们认为公司战略稳定，成长性好，预计公司 18-20 年 EPS 分别为 3.99, 5.08, 6.66 元/股，对应 PE 为 6.14, 4.83, 3.69，将 6 个月目标价由 47.88 元下调至 42 元，给予买入评级。

风险提示： 园区招商引资不及预期，落地投资额结转不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,820.59	59,635.42	76,775.58	99,766.56	128,035.55
增长率(%)	40.40	10.80	28.74	29.95	28.34
EBITDA(百万元)	9,972.71	14,744.28	19,455.62	25,152.46	32,970.35
净利润(百万元)	6,491.58	8,780.81	11,797.11	15,010.88	19,666.66
增长率(%)	35.22	35.26	34.35	27.24	31.02
EPS(元/股)	2.20	2.97	3.99	5.08	6.66
市盈率(P/E)	11.17	8.25	6.14	4.83	3.69
市净率(P/B)	2.86	1.95	1.99	1.55	1.21
市销率(P/S)	1.35	1.22	0.94	0.73	0.57
EV/EBITDA	9.15	9.78	7.73	5.14	4.48

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.10 元
目标价格	42 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,954.95
流通 A 股股本(百万股)	2,954.95
A 股总市值(百万元)	74,169.16
流通 A 股市值(百万元)	74,169.16
每股净资产(元)	10.65
资产负债率(%)	82.10
一年内最高/最低(元)	46.88/22.51

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

徐超 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070007
xuchao@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《华夏幸福-首次覆盖报告:产业新城政企双赢、“异地复制”+“开放合作”双核驱动》 2018-04-04

1. 主营业务快速增长，预收账款充足

公司上半年实现营业收入 349.74 亿元，同比增长 57.13%；实现归母净利润 69.27 亿元，同比增长 29.05%，业绩快速增长。营业收入快速增长主要原因系公司主营业务扩张、房地产收入增加。按行业分，营业收入占主营业务收入 31%的房地产开发业务同比增长 30.9%，达到 189.7 亿；土地整理业务占比小但增速显著，营业收入达到 33.9 亿，同比增长 452%。按地区分，环北京区域、环上海区域、华南区域营收占主营业务收入比例分别为 78.3%、18.3%、3.4%，其中环北京、环上海区域营业收入同比增速分别为 38%、169%，京津冀模式的“异地复制”取得成效。公司归母净利润的增长比营收增长低约 28 个百分点，主要原因系公司业务扩张，房地产结算成本增加，营业成本大幅提高，达到 190 亿元，同比增长 100.98%。截止到 2018H1，公司账面预收账款 1433.15 亿元，预收款/17 年营业收入高达 240%，充足的可结算资源为公司未来业绩增长奠定了坚实的基础。预计将在未来二三年内逐步结转为公司的营业收入与利润，有利于锁定公司未来三年的经营业绩。

2. 非京津冀销售崛起，异地复制成效显著

2018 年上半年，公司实现销售额 805.04 亿元，较上年同期增长 15.63%，其中，产业新城业务园区结算收入额 151.44 亿元，房地产业务签约销售额 638.12 亿元，其他业务（物业、酒店）销售额 15.48 亿元；公司签约销售面积共计 712.37 万平方米；公司期末储备开发用地规划计容建筑面积约为 887.63 万平方米。公司作为从河北省成长起来的企业，凭借在京津冀积累的十余年产业新城运营经验，产业新城的“异地复制”已见成效。公司京津冀以外区域的销售面积和销售金额快速增长。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 45.68%，较去年同期增长 293.88%；环南京、环杭州、环郑州区域 1-6 月销售面积占比分别达到 15.78%、7.30%、10.69%，环郑州区域继环南京和环杭州区域之后成为异地复制新的业绩增长极；京津冀以外区域的核心业务销售额占比达到 38.63%，较去年同期提升 25 个百分点。公司主营业务在京津冀以外地区的快速突破，充分印证了公司产业新城模式的复制性，彰显出公司高质量快速打造产业新城的能力。

3. 拿地布局非京津冀地区

公司持续优化产业新城与产业小镇产品，提出核心城市群聚焦战略，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。

4. 货币现金充足，经营活动现金流持续优化

2018 年上半年报告期末，公司融资总金额 1,128.82 亿元，对外担保金额 707.86 亿元，其中 706.36 亿为对控股子公司担保。公司融资加权平均利率为 6.14%，其中银行贷款的平均利息成本 5.99%，债券平均成本为 5.95%，信托、资管等其他融资的平均利息成本 6.83%。期末公司货币资金 425.89 亿元，大于公司一年内到期的有息负债 275.65 亿元，偿债能力有充分保障；公司经营活动产生的现金流量金额为-78.18 亿元，其中第二季度为 17.85 亿元，公司现金流持续优化。

5. 投资建议

公司业绩增长迅速，预收账款充足，后续业绩有保障，非京津冀区域销售成绩显著，并继续拓展非京津冀区域产业园区开发，分散单一区域地产市场及政策风险。我们认为公司战略稳定，成长性好，预计公司 18-20 年 EPS 分别为 3.99, 5.08, 6.66 元/股，对应 PE 为 6.14X, 4.83X, 3.69X，公司 18 年以来的估值中枢为 10.53 倍 PE (TTM)，目前为 7.17 倍 PE(TTM)，我们假设 6 个月后公司估值回归中枢水平，将目标价由 47.88 下调为 42 元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	45,503.09	68,104.88	57,581.69	74,824.92	96,026.66
应收账款	16,437.52	29,497.62	2,065.68	41,166.50	20,717.35
预付账款	3,551.33	1,620.45	4,083.26	2,431.12	7,967.90
存货	147,344.75	229,794.39	247,390.09	335,812.49	386,605.68
其他	10,724.49	19,468.95	15,632.62	14,895.51	14,749.28
流动资产合计	223,561.17	348,486.28	326,753.33	469,130.53	526,066.88
长期股权投资	1,182.15	4,038.43	4,898.43	6,487.59	8,256.07
固定资产	2,670.13	2,842.17	3,087.52	3,207.03	3,310.96
在建工程	3,338.49	4,266.77	5,201.46	6,195.69	7,148.09
无形资产	6,140.03	5,193.04	5,032.49	4,228.20	3,744.09
其他	13,011.37	11,038.02	8,831.76	8,380.84	6,452.26
非流动资产合计	26,342.16	27,378.43	27,051.66	28,499.34	28,911.47
资产总计	249,903.33	375,864.71	353,804.99	497,629.87	554,978.35
短期借款	300.00	6,845.78	27,600.72	29,772.78	33,221.35
应付账款	30,980.55	42,056.12	22,649.65	63,997.99	54,010.24
其他	128,418.70	179,161.79	167,626.51	265,124.83	278,685.27
流动负债合计	159,699.25	228,063.69	217,876.87	358,895.60	365,916.86
长期借款	20,291.38	37,073.98	34,460.87	25,409.62	51,169.30
应付债券	31,341.66	38,967.06	30,259.44	30,692.52	39,475.98
其他	539.33	727.43	271.78	177.56	385.40
非流动负债合计	52,172.37	76,768.47	64,992.10	56,279.70	91,030.68
负债合计	211,871.62	304,832.16	282,868.97	415,175.30	456,947.54
少数股东权益	12,670.79	33,937.53	34,436.76	35,583.99	37,913.37
股本	2,954.95	2,954.95	2,954.95	2,954.95	2,954.95
资本公积	5,882.26	3,437.31	3,590.95	3,615.58	3,503.27
留存收益	21,161.35	25,141.18	33,544.31	43,915.63	57,162.49
其他	(4,637.64)	5,561.59	(3,590.95)	(3,615.58)	(3,503.27)
股东权益合计	38,031.71	71,032.55	70,936.02	82,454.57	98,030.81
负债和股东权益总	249,903.33	375,864.71	353,804.99	497,629.87	554,978.35

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,168.12	8,806.57	11,797.11	15,010.88	19,666.66
折旧摊销	791.24	1,480.59	654.49	668.85	684.84
财务费用	804.25	1,215.38	1,405.85	1,070.56	639.16
投资损失	(414.97)	(734.48)	(472.68)	(545.13)	(626.98)
营运资金变动	(2,270.28)	(14,886.76)	(23,001.16)	10,345.79	(30,424.23)
其它	2,684.71	(12,109.03)	499.23	1,147.23	2,329.38
经营活动现金流	7,763.06	(16,227.73)	(9,117.15)	27,698.18	(7,731.16)
资本支出	5,049.06	3,930.70	2,129.63	1,072.52	1,049.23
长期投资	1,051.18	2,856.29	860.00	1,589.16	1,768.48
其他	(31,162.57)	(26,816.90)	(1,782.57)	(4,065.37)	(2,506.67)
投资活动现金流	(25,062.32)	(20,029.91)	1,207.06	(1,403.69)	311.04
债权融资	69,153.99	102,312.09	113,497.70	110,156.56	145,837.40
股权融资	6,379.61	4,329.30	(10,251.10)	(1,045.93)	(751.47)
其他	(50,139.85)	(49,543.06)	(105,859.71)	(118,161.88)	(116,464.06)
筹资活动现金流	25,393.75	57,098.32	(2,613.11)	(9,051.25)	28,621.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,094.50	20,840.68	(10,523.20)	17,243.23	21,201.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	53,820.59	59,635.42	76,775.58	99,766.56	128,035.55
营业成本	36,045.15	31,051.80	40,515.66	52,488.23	68,439.62
营业税金及附加	3,134.77	5,183.80	6,854.92	8,710.31	11,375.30
营业费用	1,875.22	1,962.93	3,110.60	4,161.22	5,455.92
管理费用	3,622.76	7,487.50	7,439.82	9,854.32	10,606.28
财务费用	563.02	980.03	1,405.85	1,070.56	639.16
资产减值损失	176.36	832.25	526.13	613.99	499.90
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	414.97	734.48	472.68	545.13	626.98
其他	(829.94)	(1,475.17)	(945.35)	(1,090.26)	(1,253.96)
营业利润	8,818.27	12,877.80	17,395.28	23,413.05	31,646.35
营业外收入	198.09	71.15	270.00	243.20	294.29
营业外支出	40.85	149.86	57.10	64.33	71.55
利润总额	8,975.52	12,799.08	17,608.18	23,591.92	31,869.09
所得税	2,807.40	3,992.51	5,311.84	7,433.81	9,873.04
净利润	6,168.12	8,806.57	12,296.34	16,158.11	21,996.05
少数股东损益	(323.46)	25.77	499.23	1,147.23	2,329.38
归属于母公司净利润	6,491.58	8,780.81	11,797.11	15,010.88	19,666.66
每股收益(元)	2.20	2.97	3.99	5.08	6.66

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	40.40%	10.80%	28.74%	29.95%	28.34%
营业利润	27.74%	46.04%	35.08%	34.59%	35.17%
归属于母公司净利润	35.22%	35.26%	34.35%	27.24%	31.02%
获利能力					
毛利率	33.03%	47.93%	47.23%	47.39%	46.55%
净利率	12.06%	14.72%	15.37%	15.05%	15.36%
ROE	25.60%	23.67%	32.32%	32.03%	32.71%
ROIC	21.27%	20.73%	14.84%	14.65%	21.48%

偿债能力	2016	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	84.78%	81.10%	79.95%	83.43%	82.34%
净负债率	153.62%	136.86%	189.49%	135.58%	234.82%
流动比率	1.40	1.53	1.50	1.31	1.44
速动比率	0.48	0.52	0.36	0.37	0.38
营运能力					
应收账款周转率	4.20	2.60	4.86	4.62	4.14
存货周转率	0.43	0.32	0.32	0.34	0.35
总资产周转率	0.26	0.19	0.21	0.23	0.24
每股指标(元)					
每股收益	2.20	2.97	3.99	5.08	6.66
每股经营现金流	2.63	-5.49	-3.09	9.37	-2.62
每股净资产	8.58	12.55	12.35	15.86	20.34
估值比率					
市盈率	11.17	8.25	6.14	4.83	3.69
市净率	2.86	1.95	1.99	1.55	1.21
EV/EBITDA	9.15	9.78	7.73	5.14	4.48
EV/EBIT	9.73	10.41	8.00	5.28	4.57

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com