

# 华夏幸福 (600340)

证券研究报告

2018年11月01日

## 高业绩锁定率保障业绩增长、探索多元融资助力发展

**事件:**10月26日晚,公司公告18年三季报,实现营业收入451.41亿元,同比增长46.14%,实现归属于上市公司股东净利润78.78亿元,同比增长26.49%,每股收益2.54元/股,同比增长25.74%。

### 业绩稳定依旧,毛利略有下降,三费比率整体有所收缩

18年前三季度公司实现营业收入451.41亿元,同比增长46.14%,实现归属于上市公司股东净利润78.78亿元,同比增长26.49%,其中,营收的增长主要源于期内房地产业务结算规模的增加,而期内销售毛利率的下降(17同期56.43%,收窄11.06pct至18年三季末的45.37%)导致净利率跟着收窄2.55pct,体现为归母净利润增速低于营收增速;如果是相对17年末而言,期内源于三费比率整体下降(销售、管理、财务费率相对17年末分别收缩0.50pct、收缩0.66pct、微升0.07pct),销售净利率相对17年末提升2.83pct。报告期末,公司ROE为19.43%,相对17年末收窄4.24pct(主要为总资产周转率有较大的收缩),相对17年同期提升2.8pct(源于18年三季末相对17年同期权益乘数及总资产周转率均有提升)。

### 预收款增速较低但锁定率较高,未来业绩或有保障

公司营收主要来源于房地产业务结算及与政府结算园区的收入,从预收款的角度看,截至本报告期末,公司预收款1525.36亿元,较17年末增长15.14%,预收款/17年营业收入比率为255.78%,较17年末提升33.64pct,从业绩锁定率看,公司的业绩锁定率在同行中处于较高的水平,公司房地产业务结算收入在未来2-3年或可保障。

### 负债水平稳定、应收款周期虽拉长,多元融资助力发展

报告期末,公司在手资金379.07亿元,较17年年末减少44.34%,主要源于报告期内偿还债务所致;虽然在手资金有所降低,但仍能覆盖一年内到期的有息负债金额。期末资产负债率84.43%,较17年末提升3.32pct,剔除预收款的资产负债率为46.04%,较17年末微升0.19pct,资产负债率水平虽有提升但在同行业中仍属合理水平。从应收款看,截止报告期末,应收款余额314.63亿元,较17年末增长66.38%,应收款周转天数由17年末的85.76提升至150.64,提升了64.89天,如果以17年同期相比,应收款天数由116.24提升34.40至150.64;整体而言,报告期内公司应收款周期明显拉长,这在一定程度上或会增加公司现金回流的压力。针对该压力,公司也在积极的改进、改善。报告期内,公司与平安资管签订《股份转让协议》,转让5.82亿股公司股份于平安资管,此次交易完成后,双方的未来进一步的战略合作或可期;公司积极尝试新型融资工具模式,如近期公告的拟开展资产证券化融资不超过25亿元。

**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,公司整体负债稳定应该收款周期略有拉长,我们认为公司长周期将显著受益于京津冀一体化,预计公司18-20年EPS分别为3.93, 5.00, 6.55元/股,对应当前股价PE为6.01, 4.72, 3.60, 由于市场估值整体下行,我们将公司6个月目标价由42.0元下调至31.9元,维持“买入”评级。

**风险提示:**销售不及预期,调控政策超预期,战略合作不及预期,融资不及预期

### 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	23.35元
目标价格	31.9元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,003.25
流通A股股本(百万股)	2,954.95
A股总市值(百万元)	70,125.93
流通A股市值(百万元)	68,998.01
每股净资产(元)	10.51
资产负债率(%)	84.43
一年内最高/最低(元)	46.88/20.41

### 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

- 《华夏幸福-半年报点评:业绩快速增长,非京津冀区域业务成长》2018-09-03
- 《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

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	11,797.63	15,011.88	19,667.65
增长率(%)	35.22	35.26	34.36	27.24	31.01
EPS(元/股)	2.16	2.92	3.93	5.00	6.55
市盈率(P/E)	10.92	8.07	6.01	4.72	3.60
市净率(P/B)	2.79	1.91	1.94	1.51	1.18
市销率(P/S)	1.32	1.19	0.92	0.71	0.55
EV/EBITDA	9.15	9.78	7.65	5.08	4.43

资料来源: wind, 天风证券研究所

10月26日晚，公司公告18年三季报，实现营业收入451.41亿元，同比增长46.14%，实现归属于上市公司股东净利润78.78亿元，同比增长26.49%，每股收益2.54元/股，同比增长25.74%。

## 1. 业绩稳定依旧，毛利略有下降，三费比率整体有所收缩

18年前三季度公司实现营业收入451.41亿元，同比增长46.14%，实现归属于上市公司股东净利润78.78亿元，同比增长26.49%，其中，营收的增长主要源于期内房地产业务结算规模的增加，而期内销售毛利率的下降（17同期56.43%，收窄11.06pct至18年三季末的45.37%）导致净利率跟着收窄2.55pct，体现为归母净利润增速低于营收增速；如果是相对17年末而言，期内源于三费比率整体下降（销售、管理、财务费率相对17年末分别收缩0.50pct、收缩0.66pct、微升0.07pct），销售净利率相对17年末提升2.83pct。报告期末，公司ROE为19.43%，相对17年末收窄4.24pct（主要为总资产周转率有较大的收缩），相对17年同期提升2.8pct（源于18年三季末相对17年同期权益乘数及总资产周转率均有提升）。

## 2. 预收款增速较低但锁定率较高，未来业绩或有保障

公司营收主要来源于房地产业务结算及与政府结算园区的收入，从预收款的角度看，截至本报告期末，公司预收款1525.36亿元，较17年末增长15.14%，预收款/17年营业收入比率为255.78%，较17年末提升33.64pct，从业绩锁定率看，公司的业绩锁定率在同行中处于较高的水平，公司房地产业务结算收入在未来2-3年或可保障。

## 3. 负债水平稳定、应收款周期虽拉长，多元融资助力发展

报告期末，公司在手资金379.07亿元，较17年年末减少44.34%，主要源于报告期内偿还债务所致；虽然在手资金有所降低，但仍能覆盖一年内到期的有息负债金额。期末资产负债率84.43%，较17年末提升3.32pct，剔除预收款的资产负债率为46.04%，较17年末微升0.19pct，资产负债率水平虽有提升但在同行业中仍属合理水平。从应收款看，截止报告期末，应收款余额314.63亿元，较17年末增长66.38%，应收款周转天数由17年末的85.76提升至150.64，提升了64.89天，如果以17年同期相比，应收款天数由116.24提升34.40至150.64；整体而言，报告期内公司应收款周期明显拉长，这在一定程度上或会增加公司现金回流的压力。针对该压力，公司也在积极的改进、改善。报告期内，公司与平安资管签订《股份转让协议》，转让5.82亿股公司股份于平安资管，此次交易完成后，双方的未来进一步的战略合作或可期；公司积极尝试新型融资工具模式，如近期公告的拟开展资产证券化融资不超过¥25亿元。

**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，公司整体负债稳定应该收款周期略有拉长，我们认为公司长周期将显著受益于京津冀一体化，预计公司18-20年EPS分别为3.93, 5.00, 6.55元/股，对应当前股价PE为6.01, 4.72, 3.60，由于市场估值整体下行，我们将公司6个月目标价由42.0元下调至31.9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
<b>流动资产合计</b>	<b>223,561.17</b>	<b>348,486.28</b>	<b>326,753.33</b>	<b>469,130.53</b>	<b>526,066.88</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>26,342.16</b>	<b>27,378.43</b>	<b>27,051.66</b>	<b>28,499.34</b>	<b>28,911.47</b>
<b>资产总计</b>	<b>249,903.33</b>	<b>375,864.71</b>	<b>353,804.99</b>	<b>497,629.87</b>	<b>554,978.35</b>
短期借款	300.00	6,845.78	27,551.79	29,722.60	33,169.93
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
<b>流动负债合计</b>	<b>159,699.25</b>	<b>228,063.69</b>	<b>217,827.94</b>	<b>358,845.41</b>	<b>365,865.44</b>
长期借款	20,291.38	37,073.98	34,461.11	25,410.35	51,170.47
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>52,172.37</b>	<b>76,768.47</b>	<b>64,992.34</b>	<b>56,280.43</b>	<b>91,031.85</b>
<b>负债合计</b>	<b>211,871.62</b>	<b>304,832.16</b>	<b>282,820.28</b>	<b>415,125.84</b>	<b>456,897.29</b>
少数股东权益	12,670.79	33,937.53	34,436.79	35,584.09	37,913.59
股本	2,954.95	2,954.95	3,003.25	3,003.25	3,003.25
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	33,544.68	43,916.69	57,164.22
其他	(4,637.64)	5,561.59	(3,590.95)	(3,615.58)	(3,503.27)
<b>股东权益合计</b>	<b>38,031.71</b>	<b>71,032.55</b>	<b>70,984.72</b>	<b>82,504.03</b>	<b>98,081.06</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>249,903.33</b>	<b>375,864.71</b>	<b>353,804.99</b>	<b>497,629.87</b>	<b>554,978.35</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	6,168.12	8,806.57	11,797.63	15,011.88	19,667.65
折旧摊销	791.24	1,480.59	654.49	668.85	684.84
财务费用	804.25	1,215.38	1,405.07	1,068.99	637.57
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)	499.25	1,147.30	2,329.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,763.06</b>	<b>(16,227.73)</b>	<b>(9,117.39)</b>	<b>27,697.68</b>	<b>(7,731.65)</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25,062.32)</b>	<b>(20,029.91)</b>	<b>1,207.06</b>	<b>(1,403.69)</b>	<b>311.04</b>
债权融资	69,153.99	102,312.09	113,449.01	110,107.11	145,787.15
股权融资	6,379.61	4,329.30	(10,202.01)	(1,044.36)	(749.88)
其他	(50,139.85)	(49,543.06)	(105,859.87)	(118,113.50)	(116,414.92)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>25,393.75</b>	<b>57,098.32</b>	<b>(2,612.87)</b>	<b>(9,050.76)</b>	<b>28,622.36</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>8,094.50</b>	<b>20,840.68</b>	<b>(10,523.20)</b>	<b>17,243.23</b>	<b>21,201.75</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>53,820.59</b>	<b>59,635.42</b>	<b>76,775.58</b>	<b>99,766.56</b>	<b>128,035.55</b>
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	1,405.07	1,068.99	637.57
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)
<b>营业利润</b>	<b>8,818.27</b>	<b>12,877.80</b>	<b>17,396.06</b>	<b>23,414.62</b>	<b>31,647.94</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>8,975.52</b>	<b>12,799.08</b>	<b>17,608.96</b>	<b>23,593.49</b>	<b>31,870.69</b>
所得税	2,807.40	3,992.51	5,312.07	7,434.31	9,873.54
<b>净利润</b>	<b>6,168.12</b>	<b>8,806.57</b>	<b>12,296.89</b>	<b>16,159.18</b>	<b>21,997.15</b>
少数股东损益	(323.46)	25.77	499.25	1,147.30	2,329.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,491.58</b>	<b>8,780.81</b>	<b>11,797.63</b>	<b>15,011.88</b>	<b>19,667.65</b>
每股收益(元)	2.16	2.92	3.93	5.00	6.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	40.40%	10.80%	28.74%	29.95%	28.34%
营业利润	27.74%	46.04%	35.09%	34.60%	35.16%
归属于母公司净利润	35.22%	35.26%	34.36%	27.24%	31.01%
<b>获利能力</b>					
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%	32.28%	31.99%	32.69%
ROIC	21.27%	20.73%	14.84%	14.65%	21.48%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	84.78%	81.10%	79.94%	83.42%	82.33%
净负债率	153.62%	136.86%	189.36%	135.50%	234.70%
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.16	2.92	3.93	5.00	6.55
每股经营现金流	2.58	-5.40	-3.04	9.22	-2.57
每股净资产	8.44	12.35	12.17	15.62	20.03
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.92	8.07	6.01	4.72	3.60
市净率	2.79	1.91	1.94	1.51	1.18
EV/EBITDA	9.15	9.78	7.65	5.08	4.43
EV/EBIT	9.73	10.41	7.91	5.22	4.52

### 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