

房地产行业证券研究报告  
 2019年05月08日

# 坚持核心都市圈战略， 平安增持拓宽融资渠道 ——华夏幸福（600340）2018 年年报点评

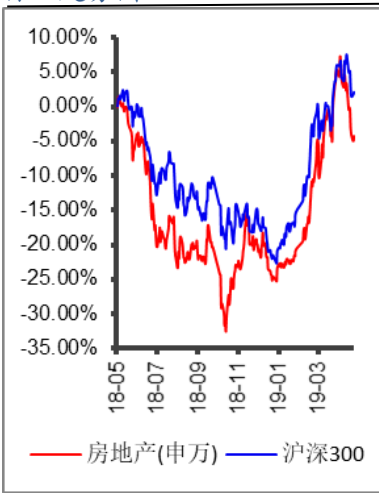
分析师 **张炬华**  
 电话 010-56511911  
 邮箱 zhangjuhua@sczq.com.cn  
 执业证书 S0110510120002

研究助理 **邹瑞**  
 电话 010-56511907  
 邮箱 zourui@sczq.com.cn

行业数据：**房地产行业**

股票家数（家）	141
总市值（亿元）	27477.52
流通市值（亿元）	23530.02
年初至今涨跌幅（%）	26.88%

行业走势图



## 相关研报

《平安再次增持 龙头地产股价值被认可-华夏幸福平安增特点评》

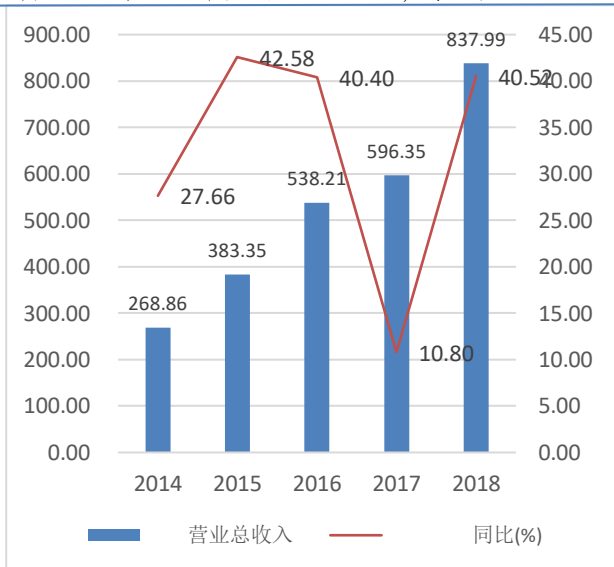
## 投资要点

- **业绩增速超过 30%，未来高速增长可期。**2018 年公司实现营业收入 838.0 亿元，同比增长 40.5%；归母净利润 117.5 亿元，同比增长 32.9%。公司营业收入大幅提升的主要原因是由于 2018 年公司房地产开发业务结算增加，房地产开发收入同比上升 78%，占营业收入 62%。
- **2018 年，公司实现销售总额 1627.6 亿元，同比增 6.9%。**其中地产销售金额 1317 亿元，同比增长 7.7%，销售面积 1502 万方，同比提升 57.9%，产业新城业务收入额 310.4 亿元。
- **公司积极布局核心都市圈，公司产业新城的异地复制进入全面加速时期。**截至 2018 年末，公司在全国范围内布局了 15 个核心都市圈，形成了“3+3+4”的战略格局，18 年新增 18 个产业新城，全部为环京以外区域。截至 2018 年末，累计布局 77 个产业新城。优秀的选址能力已经成为华夏幸福运营产业新城的护城河。
- **随着公司与中国平安战略合作的开展，公司的融资环境与融资结构得到较大改善。**截止到 18 年底，公司有息负债平均融资成本为 6.42%，较 17 年小幅上涨 0.44%，显著低于行业平均水平。公司通过增加长期债务替换短期债务，优化公司债务结构，严控公司偿债风险，公司一年内到期有息债务在有息债务中的占比由 31% 下降至 19%，财务状况处于更加安全的水平。
- **投资建议：**我们认为二三线园区地产具有协同和集约效用，在“推动制造业高质量发展，促进产业协调发展”的大背景下，将迎来成长性机会。公司积极加强与各类机构战略合作，异地复制继续提速，未来业绩可期。同时中国平安的战略入股，表明对公司业务模式和价值的认可，也将使公司的融资渠道更加多元化，大幅度降低公司融资成本。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 5 元、6.8 元、9 元。考虑公司作为园区地产的领军者，19 年对应 PE 为 9，对应目标价 45 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1. 异地复制不达预期；2. 回款进度放缓；3. 公司新进管理层磨合出现困难。

## 业绩高增长，经营质量不断提高

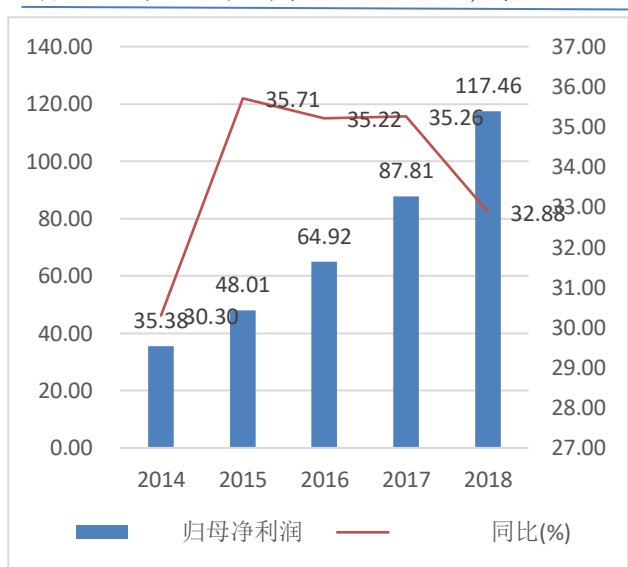
业绩增速超过30%，未来高速增长可期。2018年公司实现营业收入 838.0 亿元，同比增长 40.5%；归母净利润 117.5 亿元，同比增长 32.9%。公司营业收入大幅提升的主要原因是由于 2018 年公司房地产开发业务结算增加，房地产开发收入同比上升 78%，占营业收入 62%。2018年平安战略入股，持有公司 25.3% 股份。公司对未来业绩进行承诺，2019-2021年的业绩分别不低于 114.2、144.9、180.0 亿元，3 年符合增长率 27%，未来公司业绩维持高速增长可期。

图表 1：公司 2018 年营业收入 838 亿元，同比增长 40.5%



资料来源：WIND, 首创证券

图表 2：公司 2018 年归母净利润 117.5 亿元，同 32.9%



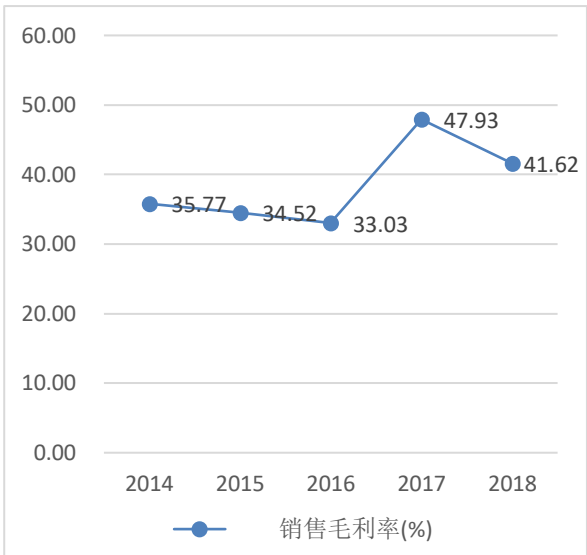
资料来源：WIND, 首创证券

毛利率为 41.62%，较 17 年下降 6.31%，受高毛利率业务增速放缓拖累。其中地产开发业务毛利率上升 7.5 个百分点，产业新城业务的毛利率由 92.3% 下滑至 77.3%。公司毛利率下降的主要原因是高毛利率的产业新城业务占比下降，同比仅增长 5%，低毛利率的房地产开发业务收入同比上升 78%。产业新城业务毛利率下滑主要是公司招商成本上升所致。

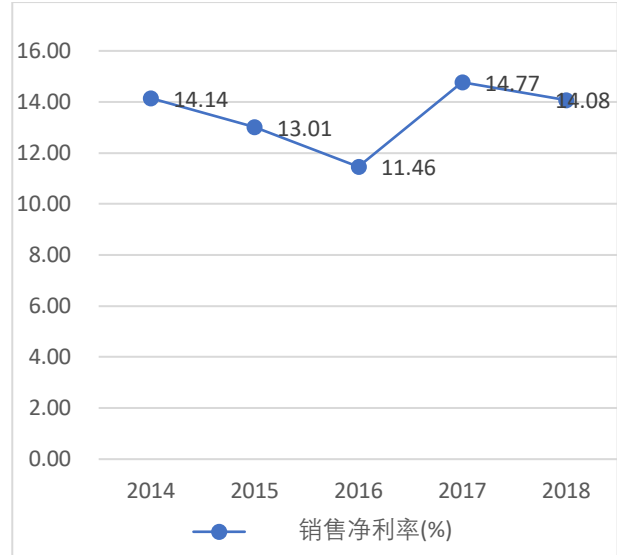
净利率为 14.08%，较 17 年下降 0.69%。截至 2018 年底，公司预收款/营业收入达 164%，可结算资源充足，未来业绩持续增长可期。

图表 3：销售毛利率 (2014-2018)

图表 4：销售净利率 (2014-2018)



资料来源: WIND, 首创证券



资料来源: WIND, 首创证券

2018年, 公司大力优化组织结构, 降费增效, 经营质量不断提高。公司销售费用占公司营业收入的比例下降1.1个百分点, 管理费用占公司营业收入的比例下降3个百分点。

### 聚焦核心都市圈, 异地业绩快速增长

2018年, 公司实现销售总额 1627.6 亿元, 同比增长 6.9%。其中地产销售金额 1317 亿元, 同比增长 7.7%, 销售面积 1502 万方, 同比提升 57.9%, 产业新城业务收入额 310.4 亿元。

图表 5: 销售金额 (亿元) 及增速 (2014-2018)



资料来源: WIND, 首创证券

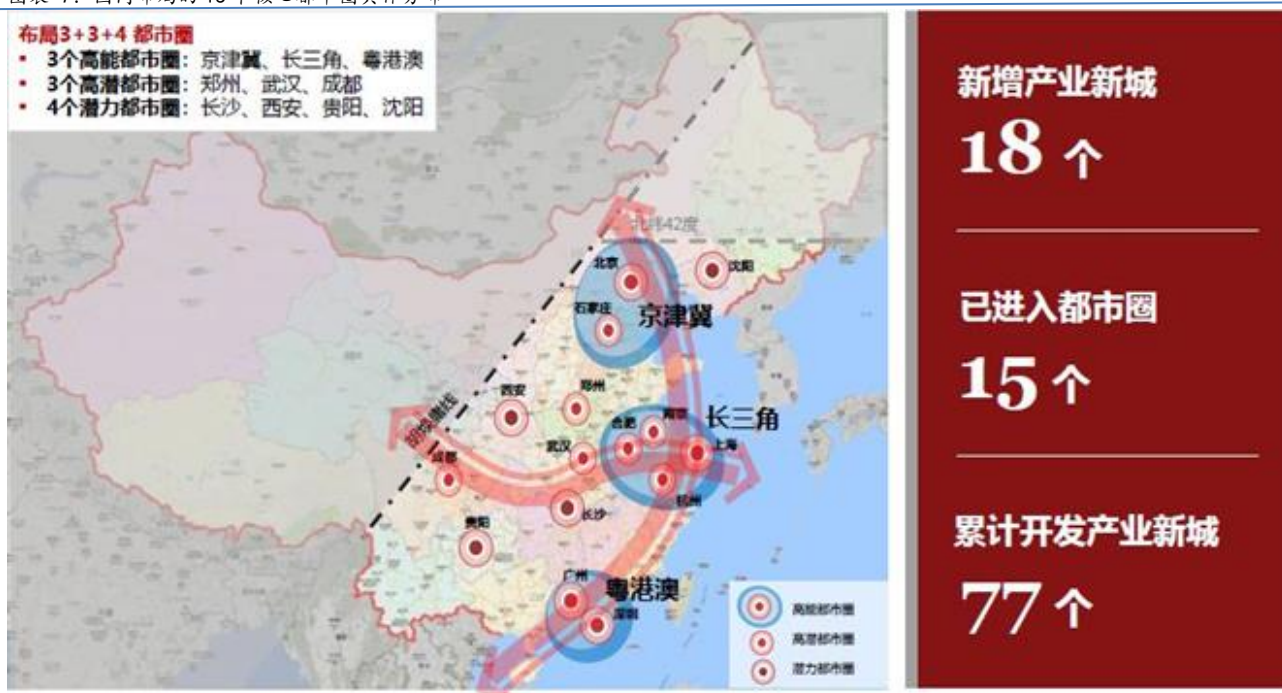
图表 6: 销售面积 (万平方米) 及增速 (2014-2018)



资料来源: WIND, 首创证券

公司积极布局核心都市圈，公司产业新城的异地复制进入全面加速时期。截至 2018 年末，公司在全国范围内布局了 15 个核心都市圈，形成了“3+3+4”的战略格局，18 年新增 18 个产业新城，全部为环京以外区域。截至 2018 年末，累计布局 77 个产业新城。优秀的选址能力已经成为华夏幸福运营产业新城的护城河。

图表 7：国内布局的 15 个核心都市圈具体分布



资料来源：公司公告，首创证券

2018年，随着产业新城业务的快速发展和异地复制的加速突破，公司环京以外区域业绩快速增长。环京以外区域实现收入257.07亿元，同比增长 82.80%，占公司主营业务营业收入的比例由去年同期的 23.72% 提升至 30.82%；环京以外区域的销售额为756.19亿元，同比增长 109.08%，占公司整体销售额比例由去年的 23.76% 大幅提升至 46.46%，环京以外区域的住宅业务销售额564.81亿元，同比增长 93.13%，销售额比重由去年的24.36% 提升至 43.69%，销售面积比重由去年的 34.20% 提升至54.15%。公司主营业务在环京以外地区的快速突破，充分印证了公司产业新城模式的可复制性，彰显出公司高质量快速打造产业新城的能力。

## 平安入股，融资环境持续改善

中国平安对公司未来经营发展持续看好，截止报告期末中国平安合计拥有上市公司股份比例为 25.25%。2018年7月，平安人寿入股华夏幸福，受让华夏控股转让的 19.70% 公司股份。2018年9月26日，公司与中国平安签署战略合作协议，双方在一站式综合金融服务、实业协同发展方面展开全方位战略合作。2019年2月，平安人寿继续增持 5.69% 的公司股份。

随着公司与中国平安战略合作的开展，公司的融资环境与融资结构得到较大改善。截止到 18 年底，公司有息负债平均融资成本为 6.42%，较 17 年小幅上涨 0.44%，显著低于行业平均水平。公司通过增加长期债务替换短期债务，优化公司债务结构，严控公司偿债风险，公司一年内到期有息债务在有息债务中的占比由 31% 下降至 19%，财务状况处于更加安全的水平。

中国平安的战略入股和明星经理人加盟将提高公司的治理水平，助力公司长期发展。2018年10月，中国平安 2 位高管进入公司董事会。2019年2月，明星经理人吴向东被聘任为公司 CEO，调整组织架构，新设商业办公事业部，未来公司将进军商业地产等业务并探索康养、物流等新型不动产领域，通过多渠道获取资源开拓五大都市圈的核心圈。

## 投资建议

公司在全国各地深入布局产业新城和产业小镇，为园区地产的领军者。我们认为二三线园区地产具有协同和集约效用，在“推动制造业高质量发展，促进产业协调发展”的大背景下，将迎来成长性机会。公司积极加强与各类机构战略合作，异地复制继续提速，未来业绩可期。同时中国平安的战略入股，表明对公司业务模式和价值的认可，也将使公司的融资渠道更加多元化，大幅度降低公司融资成本。

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 5 元、6.8 元、9 元。考虑公司作为园区地产的领军者，19年对应 PE 为 9，对应目标价 45 元，给予“买入”评级。

## 风险提示

1. 异地复制不达预期；
2. 回款进度放缓；
3. 公司新进管理层磨合出现困难。



## 分析师简介

张炬华，地产行业分析师，毕业于中国人民大学财政金融学院，硕士，具有 11 年证券从业经历。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
行业投资评级	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现