

## 获大股东资金支持, 整体杠杆稳定可控

### 投资要点

- **事件:** 公司控股股东为公司提供永续债权资金支持, 公司控股股东华夏幸福基金控股股份公司(华夏控股)拟向公司提供18亿元永续债权资金用以补充流动资金。
- **大股东完成提供资金支持承诺, 加权融资成本有待进一步改善。** 公司控股股东华夏控股, 拟以永续债权的方式向公司提供18亿元资金支持用以补充流动资金, 永续债无固定期限, 用途灵活便捷, 有利于公司业务开展与资金调配, 这也呼应了此前大股东“愿意将股权转让价款扣除部分还款后向上市公司提供资金支持”的承诺。公司有权在该笔永续债投放满三年后根据市场需求和市场状况选择偿付该笔债权, 资金投入第1-3年利率为6%/年, 第4-5年利率为10%/年, 自5年之日起利率为12%/年, 未来利率维持12%/年不变。2019年, 公司共发行10亿元公司债, 票面利率5.5%, 期限为5年; 共发行16.3亿美元境外债, 加权票面利率8.2%; 共计发行超短融25亿元, 票面利率为5.5%。而2018年末, 公司加权融资成本为6.42%, 其中银行贷款的平均利息成本6.15%, 债券平均成本为6.22%, 信托、资管等其他融资的平均利息成本7.41%。
- **下半年拿地计划约为200亿元, 总杠杆可控。** 2019年1-5月, 公司共计拿地46块, 占地面积共162.0万平方米, 同比增长13.1%, 总成交金额59.3亿元, 同比减少17.8%, 今年1-5月拿地计容建面约为250.6万方, 拿地项目多位于廊坊、大厂、新郑、香河及嘉兴等园区。6月20日, 公司通过了《关于公司2019年下半年购买经营性用地预计额度的议案》, 决定为提高经营决策效率, 公司下半年拿地成交金额总计不超过200亿元。而根据克而瑞统计的数据, 公司5月单月销售环比小幅增长, 5月实现销售额109.9亿元, 环比增长9.8%, 同比减少9.2%, 2019年1-5月, 公司累计销售516亿元, 同比减少26.4%。
- **持续与平安深入合作, 大力拓展商业不动产。** 在新的发展模式上, 公司今年将加速开拓园区内商业轻资产模式, 轻重资产结合, 同时公司也将逐步受托平安不动产进行商业不动产管理, 持续在不动产等新业务领域保持探索。
- **盈利预测与评级。** 预计2019-2021年EPS分别为4.98元、6.73元、8.92元。考虑公司作为产业新城和环一二线开发商优质标的, 给予公司2019年8倍估值, 对应目标价39.86元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售及园区结算回款或低于预期等。

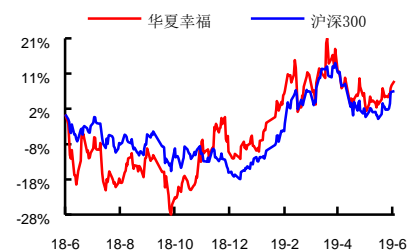
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	83798.59	112631.30	148097.85	185475.42
增长率	40.52%	34.41%	31.49%	25.24%
归属母公司净利润(百万元)	11745.79	14960.56	20215.06	26790.90
增长率	33.77%	27.37%	35.12%	32.53%
每股收益EPS(元)	3.91	4.98	6.73	8.92
净资产收益率ROE	21.57%	25.65%	26.75%	27.24%
PE	8	6	5	3
PB	2.14	1.97	1.44	1.07

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡华如  
执业证号: S1250517060001  
电话: 0755-23900571  
邮箱: hhr@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	30.03
流通A股(亿股)	29.55
52周内股价区间(元)	20.67-34.51
总市值(亿元)	935.91
总资产(亿元)	4,329.50
每股净资产(元)	12.39

### 相关研究

1. 华夏幸福(600340): 外埠区域明显上量, 大力开拓商业不动产 (2019-04-29)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	83798.59	112631.30	148097.85	185475.42	净利润	11802.75	15033.10	20313.08	26920.80
营业成本	48918.84	67270.67	88902.69	109891.90	折旧与摊销	1765.97	1236.39	1302.39	1387.39
营业税金及附加	5360.30	7204.63	9473.30	11864.22	财务费用	962.55	1264.60	1088.41	1161.40
销售费用	1882.12	2529.70	3326.28	4165.78	资产减值损失	2525.28	2200.00	2200.00	2200.00
管理费用	8044.85	10136.82	13328.81	16692.79	经营营运资本变动	-28557.28	112691.31	-80376.40	41344.75
财务费用	962.55	1264.60	1088.41	1161.40	其他	4072.92	-2120.22	-2274.70	-2277.48
资产减值损失	2525.28	2200.00	2200.00	2200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-7427.81</b>	<b>130305.18</b>	<b>-57747.23</b>	<b>70736.86</b>
投资收益	1613.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-10061.66	-600.00	-800.00	-1000.00
公允价值变动损益	100.73	67.15	78.34	74.61	其他	5045.11	-3102.13	-2857.69	-2946.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5016.55</b>	<b>-3702.13</b>	<b>-3657.69</b>	<b>-3946.58</b>
<b>营业利润</b>	<b>17871.10</b>	<b>22092.04</b>	<b>29856.71</b>	<b>39573.96</b>	短期借款	-2663.87	-4181.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-440.40	15.46	15.46	15.46	长期借款	15959.20	1000.00	1000.00	1000.00
<b>利润总额</b>	<b>17430.70</b>	<b>22107.50</b>	<b>29872.17</b>	<b>39589.42</b>	股权融资	-1035.08	-0.66	0.00	0.00
所得税	5627.96	7074.40	9559.09	12668.61	支付股利	-2659.45	-2349.16	-2992.11	-4043.01
净利润	11802.75	15033.10	20313.08	26920.80	其他	-16091.14	-11164.40	911.59	838.60
少数股东损益	56.95	72.54	98.02	129.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6490.34</b>	<b>-16696.13</b>	<b>-1080.52</b>	<b>-2204.41</b>
归属母公司股东净利润	11745.79	14960.56	20215.06	26790.90	<b>现金流量净额</b>	<b>-18599.80</b>	<b>109906.92</b>	<b>-62485.44</b>	<b>64585.87</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	47281.78	157188.70	94703.26	159289.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	50689.60	55146.16	72820.34	91627.86	销售收入增长率	40.52%	34.41%	31.49%	25.24%
存货	254522.68	235300.40	391021.25	424035.01	营业利润增长率	38.77%	23.62%	35.15%	32.55%
其他流动资产	15466.31	21108.06	27877.28	34471.65	净利润增长率	34.02%	27.37%	35.12%	32.53%
长期股权投资	4242.73	4242.73	4242.73	4242.73	EBITDA 增长率	34.30%	19.39%	31.12%	30.62%
投资性房地产	2246.30	2455.60	2385.84	2409.09	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	17736.53	17644.32	17543.10	17432.88	毛利率	41.62%	40.27%	39.97%	40.75%
无形资产和开发支出	5845.07	5576.98	5451.89	5450.79	三费率	12.99%	12.37%	11.98%	11.87%
其他非流动资产	11680.82	14380.34	17110.07	19831.93	净利率	14.08%	13.35%	13.72%	14.51%
<b>资产总计</b>	<b>409711.83</b>	<b>513043.29</b>	<b>633155.76</b>	<b>758791.09</b>	ROE	21.57%	25.65%	26.75%	27.24%
短期借款	4181.91	0.00	0.00	0.00	ROA	2.88%	2.93%	3.21%	3.55%
应付和预收款项	189799.71	282840.07	370031.40	457563.18	ROIC	11.89%	22.44%	38.33%	36.95%
长期借款	53033.18	54033.18	55033.18	56033.18	EBITDA/销售收入	24.58%	21.83%	21.77%	22.71%
其他负债	107981.10	117551.56	132151.74	146377.48	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>354995.90</b>	<b>454424.81</b>	<b>557216.31</b>	<b>659973.85</b>	总资产周转率	0.21	0.24	0.26	0.27
股本	3003.25	3002.59	3002.59	3002.59	固定资产周转率	21.17	22.40	30.04	38.44
资本公积	2353.92	2353.92	2353.92	2353.92	应收账款周转率	3.14	3.30	3.79	3.71
留存收益	30280.09	42891.49	60114.43	82862.32	存货周转率	0.20	0.27	0.28	0.27
归属母公司股东权益	43776.50	47606.51	64829.45	87577.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.64%	—	—	—
少数股东权益	10939.43	11011.97	11109.99	11239.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>54715.93</b>	<b>58618.48</b>	<b>75939.44</b>	<b>98817.24</b>	资产负债率	86.65%	88.57%	88.01%	86.98%
负债和股东权益合计	409711.83	513043.29	633155.76	758791.09	带息债务/总负债	32.48%	25.11%	21.02%	18.20%
					流动比率	1.52	1.38	1.34	1.32
					速动比率	0.47	0.69	0.45	0.53
					股利支付率	22.64%	15.70%	14.80%	15.09%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	20599.63	24593.03	32247.51	42122.74	每股收益	3.91	4.98	6.73	8.92
PE	7.97	6.26	4.63	3.49	每股净资产	14.58	15.86	21.59	29.17
PB	2.14	1.97	1.44	1.07	每股经营现金	-2.47	43.40	-19.23	23.56
PS	1.12	0.83	0.63	0.50	每股股利	0.89	0.78	1.00	1.35
EV/EBITDA	8.06	1.94	3.42	1.08					
股息率	2.84%	2.51%	3.20%	4.32%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn