华夏幸福（600340.SH）/房地产行业 业绩稳健、现金流大幅改善，异地复制成功获验证

评级：买入（维持）

市场价格：26.05

分析师：倪一琛

执业证书编号：S0740517100003

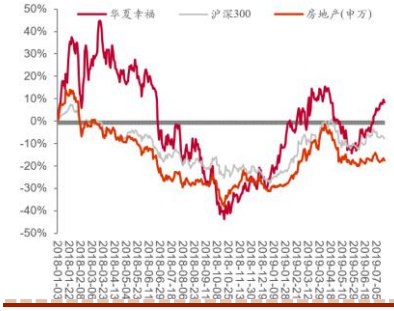
电话：021-20315288

Email：niyc@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3001.92
流通股本(百万股)	2954.95
市价(元)	26.05
市值(百万元)	78200.06
流通市值(百万元)	76976.36

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	59,635.42	83,798.59	107,019.1	137,145.0	175,134.2
增长率(%)	10.80	40.52	27.71	28.15	27.70
EBITDA（百万元）	14,744.28	19,775.59	21,270.42	27,009.49	33,427.88
净利润（百万元）	8,780.81	11,745.79	15,368.73	20,303.55	26,271.61
增长率(%)	35.26	33.77	30.84	32.11	29.39
EPS（元/股）	2.93	3.91	5.12	6.76	8.75
市盈率（P/E）	8.91	6.66	5.09	3.85	2.98
市净率（P/B）	2.11	1.79	1.54	1.10	0.80

备注：股价以 8 月 12 日收盘价为准

投资要点

- **事件：**8 月 16 日，公司发布 2019 年半年报，上半年实现营收 387.3 亿，同比+10.7%；实现归母净利润 84.8 亿，同比+22.4%。

- **上半年业绩稳增长，盈利能力提升，管控优化降费显著**

1）业绩稳增：公司 2019 年上半年实现营收 387.3 亿，同比+10.7%；实现归母净利润 84.8 亿，同比+22.4%；**2）毛利率创新高：**公司城市地产开发业务毛利率由去年期末 29.73%提升 6.08 个百分点至 35.81%，产业发展业务由去年期末 77.32 提升 6.49 个百分点至 83.81%，且毛利润占比达 54%，带动整体毛利率升至 48.73%；**3）费用控制卓见成效：**上半年公司管理费用较去年同期下降 17%，管理费用率较去年同期下降 2.4 个百分点，降费增效效果显著。

- **非环京地区销售贡献占比过半，全国化布局已现雏形**

1）非环京区域业绩贡献占比提升：报告期内，环北京以外区域实现收入 148.08 亿，同比增长 96.5%，占公司主营业务营业收入的比例由上年同期的 21.69%提升至 38.47%。环京以外区域的贡献比例显著提高；**2）非环京区域销售贡献过半：**报告期内，环北京以外区域销售额为 375.6 亿，同比增长 16.8%，占公司整体销售额比例从上年同期的 39.9%大幅提升至 58.2%，销售面积比重由上年同期 47.2%提升至 66.2%，从业绩与销售贡献占比可见，公司已经逐渐摆脱环京区域束缚，产业新城模式在非环京区域的全国化布局取得初步成功，异地复制水土不服的风险得到释放。

- **产业新城业务增长强劲，房地产开发业务拿地积极**

1）产业新城异地复制成果丰硕：2019 年上半年，公司投资运营的园区新增签约入园企业 328 家，新增签约投资额 1052 亿，同比增加 9%，其中非环京区域入园企业 266 家，新增签约投资额 939.29 亿元，同比增长 20.18%，占公司整体新增签约投资额 89%；**2）拿地积极、全国布局：**上半年，公司获取土地成交金额较上年同期增长 69%；公司新获取土地面积比上年同期增加 66%，68%位于环京以外区域，其中长三角区域 42%，环郑州区域 15%，资源获取力度提升，布局分散，为公司发展提供保障。

- **融资与现金流持续改善，与平安合作开启崭新篇章**

1）融资放量、回款率上升，现金流改善明显：报告期内，筹资性现金流入达 760.6 亿，比去年同期增长 108.5%。筹资性现金流量净额由上年同期的-97.2 亿，提升为 317.4 亿，同时，公司的回款率由去年同期的 46%，大幅跃升至今年的 62%，销售回款率的显著提升与大量资金的筹入为公司后续发展提供有力保障；**2）与平安合作首单落地，未来可期：**据 6 月 17 日公告，公司向平安人寿对价 58.23 亿转让全资子公司，平安人寿委托公司在项目地块上代建标的物业，并对标的物业提供运营管理服务，本次不动产合作交易标志着公司在商业办公及相关业务方面的积极探索与落地，对盘活公司存量资产，寻找新的增长点具有重要意义。

投资建议：。公司上半年业绩稳增，地产开发与产业新城业务毛利率齐升，可见其全国化布局后的改善在业绩端已开始显现；同时，产业新城业务新签约落地投资额的持续提升，与非京区域占比的提高，也标志着异地复制的成功进一步得到印证；此外，公司现金流大幅改善，与平安达成战略合作后的首单项目也落地，我们看好公司在实现异地复制成功，现金流改善，与平安持续合作数重利好后再上新台阶，预计公司 2019-2021 年 EPS 为 5.12、6.76、8.75 元，对应当前 PE 为 5.09、3.85、2.98x，维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**城市调控政策收紧超预期；公司销售回款不达预期。

图表：盈利预测表

资产负债表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	68,104.88	47,281.78	59,930.74	76,801.24	98,075.19
应收账款	29,497.62	47,488.80	57,360.26	77,003.82	110,146.60
预付账款	1,620.45	3,200.79	39,276.30	9,742.99	59,438.99
存货	229,794.39	254,522.68	261,131.40	330,021.03	407,994.76
其他	19,468.95	15,466.31	14,797.09	14,944.03	15,093.84
流动资产合计	348,486.28	367,960.37	432,495.80	508,513.12	690,749.38
长期股权投资	4,038.43	4,242.73	5,613.33	7,090.38	8,107.70
固定资产	2,842.17	5,073.29	5,784.37	6,642.75	7,740.10
在建工程	4,266.77	12,663.24	16,144.72	20,413.47	25,795.70
无形资产	5,193.04	5,343.10	4,426.83	3,743.09	2,922.23
其他	11,038.02	14,429.10	15,812.48	15,690.56	17,057.88
非流动资产合计	27,378.43	41,751.46	47,781.73	53,580.26	61,623.62
资产总计	375,864.71	409,711.83	480,374.92	562,223.22	752,543.86
短期借款	6,845.78	4,181.91	20,978.43	16,868.99	15,428.37
应付账款	42,056.12	53,968.10	114,930.71	107,933.75	186,602.20
其他	179,161.79	184,444.82	223,775.96	245,673.29	321,098.96
流动负债合计	228,063.69	242,594.83	359,685.11	370,476.03	523,129.53
长期借款	37,073.98	53,033.18	7,882.97	51,639.92	63,049.42
应付债券	38,967.06	58,075.52	48,521.29	53,298.40	50,909.85
其他	727.43	1,292.37	1,278.00	1,522.00	1,684.00
非流动负债合计	76,768.47	112,401.07	57,682.25	106,460.32	115,643.27
负债合计	304,832.16	354,995.90	417,367.36	476,936.36	638,772.80
少数股东权益	33,937.53	10,939.43	12,106.89	13,858.03	16,182.93
股本	2,954.95	3,003.25	3,003.25	3,003.25	3,003.25
资本公积	3,437.31	2,353.92	2,248.60	2,473.22	2,360.91
留存收益	25,141.18	32,634.01	47,897.42	68,425.59	94,584.88
其他	5,561.59	5,785.32	(2,248.60)	(2,473.22)	(2,360.91)
股东权益合计	71,032.55	54,715.93	63,007.56	85,286.87	113,771.06
负债和股东权益总计	375,864.71	409,711.83	480,374.92	562,223.22	752,543.86

现金流量表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,806.57	11,802.75	15,368.73	20,303.55	26,271.61
折旧摊销	1,480.59	1,765.97	704.82	801.56	872.06
财务费用	1,215.38	928.96	(2,199.58)	(3,402.65)	(5,188.07)
投资损失	(734.48)	(1,613.98)	(2,252.68)	(2,085.13)	(2,826.98)
营运资金变动	(14,886.76)	(27,944.64)	48,610.14	(43,274.66)	(6,470.77)
其它	(12,109.03)	7,633.14	1,201.03	1,795.91	2,559.90
经营活动现金流	(16,227.73)	(7,427.81)	61,432.47	(25,861.42)	15,217.74
资本支出	3,930.70	11,371.05	5,366.07	6,478.02	7,386.09
长期投资	2,856.29	204.30	1,370.59	1,477.06	1,017.32
其他	(26,816.90)	(16,591.91)	(10,369.96)	(13,841.99)	(15,024.44)
投资活动现金流	(20,029.91)	(5,016.55)	(3,633.30)	(5,886.91)	(6,621.02)
债权融资	102,312.09	135,409.67	96,304.44	141,296.01	148,897.48
股权融资	4,329.30	(2,857.29)	(6,044.99)	3,627.27	5,075.75
其他	(49,543.06)	(139,042.72)	(135,409.67)	(96,304.44)	(141,296.01)
筹资活动现金流	57,098.32	(6,490.34)	(45,150.22)	48,618.84	12,677.22
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	20,840.68	(18,934.70)	12,648.96	16,870.50	21,273.94

利润表					
单位:百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	59,635.42	83,798.59	107,019.18	137,145.08	175,134.27
营业成本	31,051.80	48,918.84	66,298.38	85,125.95	110,702.37
营业税金及附加	5,183.80	5,360.30	7,479.05	8,682.24	10,831.15
营业费用	1,962.93	1,882.12	4,121.90	4,513.39	5,764.12
管理费用	7,487.50	8,044.85	9,514.37	13,971.48	17,782.88
财务费用	980.03	962.55	(2,199.58)	(3,402.65)	(5,188.07)
资产减值损失	832.25	2,525.28	1,326.13	773.99	559.90
公允价值变动收益	0.00	100.73	33.58	44.77	235.00
投资净收益	734.48	1,613.98	2,252.68	2,085.13	2,826.98
其他	(1,475.17)	(3,481.17)	(4,572.50)	(4,259.80)	(6,123.96)
营业利润	12,877.80	17,871.10	22,765.18	29,610.58	37,743.89
营业外收入	71.15	15.46	70.00	263.20	494.29
营业外支出	149.86	455.86	347.10	424.33	571.55
利润总额	12,799.08	17,430.70	22,488.08	29,449.44	37,666.63
所得税	3,992.51	5,627.96	5,951.89	7,394.76	9,070.12
净利润	8,806.57	11,802.75	16,536.19	22,054.69	28,596.51
少数股东损益	25.77	56.95	1,167.45	1,751.14	2,324.90
归属于母公司净利润	8,780.81	11,745.79	15,368.73	20,303.55	26,271.61
每股收益（元）	2.93	3.91	5.12	6.76	8.75

主要财务比率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.80%	40.52%	27.71%	28.15%	27.70%
营业利润	46.04%	38.77%	27.39%	30.07%	27.47%
归属于母公司净利润	35.26%	33.77%	30.84%	32.11%	29.39%
获利能力					
毛利率	47.93%	41.62%	38.05%	37.93%	36.79%
净利率	14.72%	14.02%	14.36%	14.80%	15.00%
ROE	23.67%	26.83%	30.19%	28.42%	26.92%
ROIC	20.73%	14.41%	11.92%	23.37%	18.38%
偿债能力					
资产负债率	81.10%	86.65%	86.88%	84.83%	84.88%
净负债率	136.86%	245.66%	273.47%	306.18%	227.51%
流动比率	1.53	1.52	1.20	1.37	1.32
速动比率	0.52	0.47	0.48	0.48	0.54
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.18	2.04	2.04	1.87
存货周转率	0.32	0.35	0.42	0.46	0.47
总资产周转率	0.19	0.21	0.24	0.26	0.27
每股指标（元）					
每股收益	2.93	3.91	5.12	6.76	8.75
每股经营现金流	-5.41	-2.47	20.46	-8.61	5.07
每股净资产	12.36	14.58	16.95	23.78	32.49
估值比率					
市盈率	8.91	6.66	5.09	3.85	2.98
市净率	2.11	1.79	1.54	1.10	0.80
EV/EBITDA	9.78	8.07	5.23	5.23	3.84
EV/EBIT	10.41	8.50	5.41	5.39	3.95

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。