

华夏幸福 (600340)

证券研究报告

2019年10月19日

业绩符合预期，现金流压力有望缓解

事件

公司发布三季报，前三季度实现营业收入 643.2 亿元，同比增加 42.48%，实现归母净利润 97.5 亿元，同比增速 23.71%，加权 ROE 25.19%，同比增加 6.19 个 PCT，基本每股收益实现 3.18 元/股，同比增加 24.9%。

点评：

公司利润率下滑但周转加快，提前计提土增税消化部分成本

公司前三季度营收增速环比二季度大幅提升，毛利率同比下降 5 个 PCT 至 40.4%，销售、管理费用率分别下降 1、5 个 PCT，实现净利率同比下降 2 个 PCT 至 22.1%，其中营收增长主要由于结转加快，公司加权 ROE 同比增加 6.19 个 PCT 至 25.19%。三季度公司计提土增税较多影响净利润，前三季度税金及附加支出 49.6 亿元，同比增加 112%，大幅超过收入增速，提前消化部分成本。

预收账款同比减少，但仍能保障全年业绩

报告期末，公司账面预收账款 1350.2 亿元，同比下滑 11.5%，预收账款/营业收入为 2.1，环比中报下滑 1.52，但仍然保障公司全年业绩。由于预收账款减少，公司前三季度经营性现金净流出 395.5 亿元，净流出规模同比大幅增加超过 4 倍。与之对应的，报告期末公司在手存货 2776 亿元，同比增加 9%，为后续推货提供充足资源。

受融资监管影响，短债偿还暂时承压

报告期末公司在手资金 420.3 亿元，在手资金/（短期借款+一年内到期长期负债）为 0.77，短期偿债能力承压，其中期末短期借款同比大幅增加 350%，在手资金相对中报而言略有下降，主要源于三季度公司加快开工。报告期内公司资产负债率 84.90%，较 19H1 下降 3.2 个 pct；剔除合同负债后的资产负债率为 197%，较 19H1 提升 2.4pct；从有息负债的结构看，长期负债 69%，短期借款和一年内到期的有息负债占 31%（19H1 为 28%），虽然短债比例有所提升，但从长短债的结构上看，期限结构仍合理。三季度公司受融资收紧的影响十分明显，平安入股后公司融资优势获加持，随着宏观流动性逐渐释放，资金压力有望得到缓解。

投资建议：

公司业绩实现稳定增长，基本符合预期，表明异地复制成效持续，但产业新城模式对资金需求较大，三季度受融资影响及市场环境，公司现金回流有所承压，平安入股后有望逐渐改善融资端，我们预计公司 19-20 年 EPS 分别为 5.16、7.05 元/股，对应当前股价 PE 为 5.43、3.97 倍，维持“买入”评级。

风险提示：资金持续紧张，销售回款不及预期，房屋价格大幅下滑

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	28.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,001.92
流通 A 股股本(百万股)	2,973.58
A 股总市值(百万元)	84,143.87
流通 A 股市值(百万元)	83,349.36
每股净资产(元)	13.21
资产负债率(%)	84.94
一年内最高/最低(元)	35.20/20.41

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@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:异地复制成效得见，外埠业务快速发展》2019-08-19
- 《华夏幸福-年报点评报告:业绩高增长，平安入股改善融资环境》2019-04-22
- 《华夏幸福-季报点评:高业绩锁定率保障业绩增长、探索多元融资助力发展》2018-11-01

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	59,635.42	83,798.59	108,913.03	142,883.00	185,219.23
增长率(%)	10.80	40.52	29.97	31.19	29.63
EBITDA(百万元)	14,744.28	19,775.59	25,107.22	33,971.49	43,354.07
净利润(百万元)	8,780.81	11,745.79	15,500.95	21,175.89	27,411.53
增长率(%)	35.26	33.77	31.97	36.61	29.45
EPS(元/股)	2.93	3.91	5.16	7.05	9.13
市盈率(P/E)	9.58	7.16	5.43	3.97	3.07
市净率(P/B)	2.27	1.92	1.75	1.32	1.01
市销率(P/S)	1.41	1.00	0.77	0.59	0.45
EV/EBITDA	9.78	8.07	6.46	4.33	4.11

资料来源：wind，天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	68,104.88	47,281.78	56,921.13	79,737.74	61,552.04
应收票据及应收账款	18,910.32	34,437.66	38,171.02	49,146.37	53,753.21
预付账款	1,620.45	3,200.79	6,119.08	4,914.16	8,691.47
存货	229,794.39	254,522.68	283,478.92	323,699.36	403,303.75
其他	23,815.80	26,501.84	30,330.07	45,078.11	48,003.92
流动资产合计	342,245.84	365,944.76	415,020.22	502,575.73	575,304.39
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	5,296.35	5,481.42	5,893.82
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	4,783.57	4,224.04	3,664.50
其他	11,038.02	14,429.10	14,836.15	15,035.52	15,658.60
非流动资产合计	27,378.43	41,751.46	46,674.11	52,244.83	59,120.33
资产总计	375,864.71	409,711.83	465,446.36	558,823.25	637,681.50
短期借款	6,845.78	4,181.91	6,125.30	6,783.20	7,156.40
应付票据及应付账款	33,889.07	42,066.62	53,290.69	76,588.42	89,650.04
其他	187,328.84	196,346.30	227,713.91	273,147.86	305,332.82
流动负债合计	228,063.69	242,594.83	287,129.90	356,519.47	402,139.26
长期借款	37,073.98	53,033.18	54,896.00	56,738.00	63,467.00
应付债券	38,967.06	58,075.52	63,883.07	70,271.38	77,298.51
其他	727.43	1,292.37	853.05	957.62	1,034.34
非流动负债合计	76,768.47	112,401.07	119,632.11	127,966.99	141,799.86
负债合计	304,832.16	354,995.90	406,762.01	484,486.47	543,939.12
少数股东权益	33,937.53	10,939.43	10,711.91	10,661.59	10,548.28
股本	2,954.95	3,003.25	3,001.92	3,001.92	3,001.92
资本公积	3,437.31	2,353.92	4,024.12	5,010.99	5,523.01
留存收益	25,141.18	32,634.01	44,970.51	60,673.27	80,192.18
其他	5,561.59	5,785.32	(4,024.12)	(5,010.99)	(5,523.01)
股东权益合计	71,032.55	54,715.93	58,684.35	74,336.78	93,742.38
负债和股东权益总	375,864.71	409,711.83	465,446.36	558,823.25	637,681.50

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	8,806.57	11,802.75	15,500.95	21,175.89	27,411.53
折旧摊销	1,480.59	1,765.97	1,234.56	1,474.88	1,557.00
财务费用	1,215.38	928.96	1,177.38	1,119.92	1,232.67
投资损失	(734.48)	(1,613.98)	(921.14)	(1,089.87)	(1,208.33)
营运资金变动	(14,852.51)	(28,639.21)	2,605.72	2,291.75	(47,139.70)
其它	(12,143.28)	8,327.72	(227.52)	(50.32)	(113.31)
经营活动现金流	(16,227.73)	(7,427.81)	19,369.95	24,922.25	(18,260.14)
资本支出	3,930.70	11,371.05	4,818.90	5,264.59	6,715.38
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)	(11,854.16)	(11,709.39)	(12,683.45)
投资活动现金流	(20,029.91)	(5,016.55)	(5,664.66)	(4,967.74)	(4,950.75)
债权融资	102,312.09	135,409.67	143,826.13	153,281.27	167,431.75
股权融资	4,329.30	(2,857.29)	(7,647.76)	(133.04)	(720.65)
其他	(49,543.06)	(139,042.72)	(140,244.31)	(150,286.14)	(161,685.91)
筹资活动现金流	57,098.32	(6,490.34)	(4,065.94)	2,862.09	5,025.19
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)	9,639.35	22,816.60	(18,185.70)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	59,635.42	83,798.59	108,913.03	142,883.00	185,219.23
营业成本	31,051.80	48,918.84	64,410.76	80,769.72	107,454.87
营业税金及附加	5,183.80	5,360.30	7,592.55	10,506.83	12,793.28
营业费用	1,962.93	1,882.12	2,287.17	3,637.59	4,255.01
管理费用	7,487.50	8,044.85	10,487.18	15,138.28	18,413.29
研发费用	0.00	13.57	5.88	10.28	17.77
财务费用	980.03	962.55	1,177.38	1,119.92	1,232.67
资产减值损失	832.25	2,525.28	1,177.97	1,413.56	1,696.27
公允价值变动收益	0.00	100.73	0.00	0.00	0.00
投资净收益	734.48	1,613.98	921.14	1,089.87	1,208.33
其他	(1,475.17)	(3,494.74)	(1,842.29)	(2,179.74)	(2,416.66)
营业利润	12,877.80	17,871.10	22,695.28	31,376.69	40,564.40
营业外收入	71.15	15.46	94.90	60.50	56.95
营业外支出	149.86	455.86	464.98	511.48	562.63
利润总额	12,799.08	17,430.70	22,325.20	30,925.72	40,058.72
所得税	3,992.51	5,627.96	7,051.77	9,800.14	12,760.50
净利润	8,806.57	11,802.75	15,273.43	21,125.57	27,298.22
少数股东损益	25.77	56.95	(227.52)	(50.32)	(113.31)
归属于母公司净利润	8,780.81	11,745.79	15,500.95	21,175.89	27,411.53
每股收益(元)	2.93	3.91	5.16	7.05	9.13

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.80%	40.52%	29.97%	31.19%	29.63%
营业利润	46.04%	38.77%	26.99%	38.25%	29.28%
归属于母公司净利润	35.26%	33.77%	31.97%	36.61%	29.45%
获利能力					
毛利率	47.93%	41.62%	40.86%	43.47%	41.99%
净利率	14.72%	14.02%	14.23%	14.82%	14.80%
ROE	23.67%	26.83%	32.31%	33.26%	32.95%
ROIC	20.73%	14.41%	12.87%	17.60%	22.52%
偿债能力					
资产负债率	81.10%	86.65%	87.39%	86.70%	85.30%
净负债率	48.16%	161.06%	148.09%	98.93%	112.95%
流动比率	1.53	1.52	1.46	1.42	1.44
速动比率	0.52	0.47	0.47	0.51	0.44
营运能力					
应收账款周转率	4.20	3.14	3.00	3.27	3.60
存货周转率	0.32	0.35	0.40	0.47	0.51
总资产周转率	0.19	0.21	0.25	0.28	0.31
每股指标(元)					
每股收益	2.93	3.91	5.16	7.05	9.13
每股经营现金流	-5.41	-2.47	6.45	8.30	-6.08
每股净资产	12.36	14.58	15.98	21.21	27.71
估值比率					
市盈率	9.58	7.16	5.43	3.97	3.07
市净率	2.27	1.92	1.75	1.32	1.01
EV/EBITDA	9.78	8.07	6.46	4.33	4.11
EV/EBIT	10.41	8.50	6.80	4.52	4.27

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